

亞洲仍是投資股樓好地方



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

聰明人從自己的錯誤中汲取教訓，但絕頂聰明的人卻會從他人的錯誤中汲取教訓。抱着這個信念，讓我提供一個我過去曾經犯過、今天我擔心很多人會再犯的錯誤——那就是，忘記了金錢的流通速度（Velocity）不是固定的。2001年，當美國聯儲局、日本央行、英倫銀行和歐洲央行開始增加貨幣發行時，我曾樂觀地以為，在未來幾季，資產價格或者交易活動就會開始回升。

經濟學家 Irving Fisher 不是教過我們：

$MV = PQ$ (Money x Velocity = Prices x Quantity)

(貨幣供應 x 流通速度 = 價格 x 交易活動)？

以貨幣主義為基礎的學校不是顯示過，在一個周期之內，貨幣的流通速度（V）是固定的嗎？這樣，我們不是可以假設，當貨幣供應（M）增加，就會恒久不變地引致價格（P）或交易活動（Q）增加？

但當然，事情並沒有這樣發展。到了2002年初，我別無選擇，只能重新檢討我所有以游資為基礎的推論，試圖找出我遺漏了甚麼。答案當然是明顯的——我的推論假設了貨幣的流通速度是固定的，但實際它卻不是。

當中央銀行增加貨幣發行（M）時，商業銀行卻可以坐視不理，任由「水浸」，而不讓乘數效應出現。換言之，這是將貨幣的流通速度（V）降低。在這種情形下，貨幣供應（M）增加，自然不會引致價格（P）或交易活動（Q）增加。

黃金投資者忽視貨幣流通速度

返回現時的話題。在美國、歐洲和英國央行近期的一連串行動後，似乎大多數評論員都預期，通脹、經濟活動或資產價格（甚或三者）會急升。因此，金價創下新高，美元則跌至新低。

但是，最近買金的投資者是不是忘記了中央銀行增加貨幣發行（M）的根本原因，而僅留意貨幣發行增加這變化？中央銀行採取較寬鬆的貨幣政策背後的原因，不就是因為貨幣的流通速度（V）急劇降低，兼且在未來幾個月也可能會在低位徘徊？

以下幾點確實要留意：

聯儲行動證信貸危機未退

1. 經濟合作及發展組織成員國的銀行的資產負債表已



亞洲，特別是香港，在全球來說，仍是投資股票和房地產的好地方。
(資料圖片)

經扭曲了。通常，聯儲局所做的東西，往往就是美國的商業銀行正在做的東西的相反。當商業銀行樂意借錢時，聯儲局卻要收緊銀根；反之亦然。

近幾個月，美國的商業銀行的貸款急升，聯儲局卻要減息。這告訴我們，近期的貸款將「被迫」加進銀行的資產負債表中。在未來幾個月，我們可以預期，銀行的貸款會大減，因為它們要審核其資產負債表。換句話說，未來仍然可能有信貸危機。

投資者不信任評級機構

2. 評級機構已經失去了投資者的信任。在2001年的安然（Enron）事件之後，常識告訴投資者，既不能信任那些上市公司的帳目（因行政總裁和財務總監都可能美化帳目，以利用他們的認股權來圖利）；也不能信任那些大型會計師事務所（因它們也是收取客戶的款項來核數）。這個信任崩潰，引致很大的股票風險溢價缺口（某程度來說，現在還未完全修復）。

現在，危機不是在股市方面，而是在信貸市場。因此，備受炮轟的不是會計師事務所，而是信貸評級機構。所以，現在我聽到投資者不是說「我怎樣知道能否信任這些帳目？」，而是說「我怎知一個AA評級是否真的名實相副？明天會否被降至CCC評級？」在這樣的信任崩潰之下，很難想像股票價位差距會在近期重新

出現。

次按風暴帶來更多監管

3. 監管機構和立法者將會加強規管。我猜測，英倫銀行行長 Mervyn King 並不享受要在24小時內走回頭路，或者被拉上國會接受質詢。經過這些經驗之後，我估計他會將壓力轉移至銀行方面。他會責令其下屬密切監察 Northern Rock 的情形，以及通知他重要的發展。

假如英國是這樣的話，美國、德國、西班牙……等也會是這樣。在每一個地方，監管機構和政客都會問銀行同一個簡單問題：「你們為甚麼將我們拖進這趟渾水中？」

如果說安然事件帶給我們 Sarbanes-Oxley 法例的話，今次的次按按揭風暴又會帶給我們甚麼？我估計，將是更多管制法例、更多監管，以及不消說，至少持續一段時間、謹慎得多的借貸。

但這卻不適用於香港、中國或亞洲的銀行。另一方面，我卻看不到亞洲的銀行有資產負債表被扭曲的情形（事實上，在大多數亞洲地區，銀行的貸存比例是維持在十分保守的水平），也看不到監管機構和政客質問銀行尷尬的問題。因此，我維持我長年的看法——亞洲，特別是香港，在全球來說，仍是投資股票和房地產的好地方。