



■全球化所產生的經濟順風已逐漸減退，往後十年環球經濟將要面對一股強勁的結構逆風。

(路透圖片)

「逆風」肆虐 應變攻略

> 跳出思維定式 > John Mauldin



本欄今期推介的兩篇文章，一篇的作者是有「債王」之稱的太平洋投資管理公司（PIMCO）聯席投資總監格羅斯（Bill Gross）；另一篇則出自 GaveKal 財經研究中心加夫（Charles Gave）的手筆。第一篇文章聚焦在本已舉步維艱的環球經濟，在今後十年內所面對的強勁結構逆風（structural headwind）。

加夫在其文章中首先指出「世界各國央行幕後平淡刻板卻好心做壞事的經濟師」，既已取代前衛馬克思主義者，昔日的「科學社會主義」（scientific socialism）也惟有退位讓賢，由「科學資本主義」（scientific capitalism）主宰大局；繼而解構由此衍生的一套風險衡量準則如何扭曲現實。

細考之下，以下兩篇文章的觀點無疑都有不少不謀而合之處，從中所得的相通結論更令人有不寒而慄之感。若真如格羅斯所言，資本主義制度本已因債務重擔與去槓桿化、環球經濟動力銳減，備受科技與人口趨勢錯位困擾而苟延殘喘，各國央行的經濟官僚之舉實無異於落井下石。那麼，無論筆者、本欄讀者以至廣大投資者，都難免面對荊棘滿途的投資前景。

以下文章作者為PIMCO聯席投資總監格羅斯。

今時今日，何解美國人連支付大學學費、尋求理想待遇，以至安享退休生活，都會如此力不從心？其實，這也是這屆總統大選中候選人所面對的經濟題目；可惜選前數天在艾奧瓦州首府得梅因市有數千選民出席的集會上，羅姆尼仍只能說：「更好的日子還在後頭」，卻從未能道出到底有何對策，也未能解釋為何美國一直未能擺脫困境。至於奧巴馬總統，其「勇往直前」的競選口號就更虛無飄渺。

兩位候選人所以同樣含糊其辭，無非因為經濟停滯不前的現象實由深層的結構性而非周期性逆風所致，因而難以逆轉。雖然經濟「病情」仍可靠促進經濟的措施得以舒緩，但積存數十年的經濟頑疾卻無靈藥可治。

經濟結構逆風自然不可單憑主觀願望化解，不論如何「勇往直前」，採取左、中、右路線，都勢難如願以償。

上月在紐約經濟俱樂部發表重大政策演辭時，聯儲局主席貝南奇亦承認美國經濟增長潛力「至少已有一段日子」持續收縮，實質上印證由PIMCO提出且已持續三年的「新常態」。美國經濟正面臨下文列舉的種種結構逆風，以致實質增幅甚至會低於貝南奇所證實的2%「新常態」水平，除了美國以外，世界各地的發達經濟體亦不能獨善其身。

去槓桿化之需

由於發達國家已普遍負債過重，解債過程中難免實行的緊縮措施，應會拖慢今後多年的實質經濟增長。不過，也有部分論者認為，若能令財赤佔GDP比例縮減若干百分點，私營企業界就能奇迹復蘇，彌補其中差額。可惜，實施緊縮對策兩三年來，歐羅區卻未見奇迹出現，依然深陷衰退，甚或蕭條泥沼之中。

萊因哈特（Carmen Reinhart）與羅戈夫（Kenneth Rogoff）兩位教授合著的經典論文《負債時期的經濟增長》（*Growth in a Time of Debt*），正能為各國政治領袖提供有關方面的寶貴參考資料。

兩位教授在論文結論中指出，近200年來，不論發達國家抑或發展中國家，一旦債務佔GDP比例超過90%，其經濟增幅就會減慢近2%，而放緩現象更會平均持續近10年之久。【圖1】顯示在1790年至2009年間，由於大受經濟大蕭條影響，當超過上述90%的負債界限時，美國GDP每年平均增幅就跌至-1.8%。按照兩位教授的計算準則，美國現時的債務佔GDP比例已達100%。此外，注意圖中所見同一時期內的平均通脹水平為5%。

至於美國金融機構與一般家庭，顯然亦遭受增長逆風吹襲；前者需透過留存盈利提升股本，後者則需增加儲蓄，以免家庭入不敷支。從機構至家庭的增加「淨國民儲蓄率」之需，雖然長期而言可解債務危機，但短至中期而言，卻有礙經濟增長。

《聖經》中有7個大荒年緊接7個大豐年的故事，正好用以比喻發達國家由於已歷經數十年經濟增長，如今恐怕要再過十年才能復元的處境。

同步放緩之勢

綜觀歷史，全球化雖然一直是刺激經濟增長的泉源，但若其作用放緩，其影響力亦自然受到削弱。上世紀80年代末，鐵幕政權終告倒下，而資本主義中國又幾乎同時誕生，因而產生合力推動全球經濟增長的巨大動力。雖然全球化對發達國家的就業情況及工資水平隱含負面效應，但由此增加的20億消費大軍，卻即時為此等國家帶來可觀的利潤和經濟增長。

可惜，全球化所產生的經濟順風（tailwind）至今既已逐漸減退，經濟增速相對於數十年前的水平自然相應減低。因此，中國政府政策帶動市場起落的力度往往凌駕於美國以至歐羅區，也就不足為奇。假使中國經濟及全球化的良性效應放緩，發達國家經濟增長亦會減慢。

科技代人之憂

科技雖然能促進生產力，因而有利於經濟增長，但亦有其負面影響。近十年來，由於美國及其他先進經濟體力求抗衡亞洲廉價勞動力對廠商的吸引力，各種機器及機械人設備已在一場「靜默革命」中逐漸取代人力。近一個世紀前，凱恩斯已告誡經濟型社會正面臨所謂「科技失業」（technological unemployment）；這種「新式隱疾」導致職位增長始終無法追上生產自動化的步伐。

所謂再培訓和高增值就業機會之類言論，恐怕不過是現代的政治空談而已。這類就業機會其實少之又少。7%或以上的結構性失業率，已成為聯儲局中人耳語相傳的可怕真相。因此，科技發展雖然有助

於提升生產力，或反而會拖慢而非加快經濟增長步伐。

人口老化之禍

人口老化日漸成為經濟增長的絆腳石，不但按常理推論，抑或根據各種相關研究所得結果，都必然會推斷出社會老化至一定程度，市場需求就自會放緩的結論。20歲至55歲一般是經濟中最活力充沛的年齡組別，但美國及近乎所有發達國家的人口均正逐漸老化，國民年過55歲的比例日益提高，以致對經濟產生以下幾方面的影響。

首先，從供應方面而言，生產力和就業增長率均會因而放緩。從需求方面而言，着重儲蓄而減少消費的風氣隨之日盛。【圖2】顯示年近七旬的長者對新車和新樓的需求明顯減低的趨勢；過去數十年，日本經濟已飽受出生率偏低而需求趨減的困擾。類似人口變化亦勢將在今後數年令不少發達國家的經濟由盛轉衰。

應時投資對策

實質經濟增長預測不論如何準確，亦終須化為具體投資決定才值得細加探討。天然氣價格日降，以及今後或可扭轉能源成本已持續上升40年的趨勢，相信有助於促進生產力和經濟增長。美國可望於十年內實現能源獨立之說亦不脛而走。

此外，在可見將來，其他生產力上的突破亦或會相繼出現。互聯網及其他種種科技突破誕生之前，歷來又有多少悲觀派論者意想得到？

對大部分發達國家在可見將來的經濟增長預測，哪怕只有2%能夠應驗，投資者從中所得亦非同小可。福魯哈爾（Rana Foroohar）最近在《時代》周刊發表的一篇文章中，列舉了以下在當前經濟結構變化中PIMCO的投資清單：

投資之選

- 石油及黃金之類商品
- 美國抗通脹債券
- 優質市政債券
- 非美元新興市場股票

投資禁忌

- 美國、英國、德國長年期發達國債券
- 高息債券

銀行及保險公司金融股

這份清單很大程度上反映新興國家經濟增長將持續勝過發達國的觀點。新興國家不但平均負債程度仍較低，人口亦遠較發達國年輕。此外，發達國應付增長放緩之道，無非在於通貨再膨脹（reflation），以減輕上述結構逆風的影響。若能產生成效，則通貨再膨脹措施就有望在未來數年內導致10年至30年期債券孳息增加。

今年7月，30年期國庫券孳息跌至2.5%的長期低位；若十年後仍維持低水平如此，就未免有違常理。因此，今後債券年率化回報應可望達3%至4%之間，而股票投資回報則只會略高數個百分點而已。

以下文章作者為GaveKal財經研究中心加夫（Charles Gave）。

上世紀30年代末，社會主義實為大眾化次貨的底蘊已昭然若揭，不過還須再過半個世紀，「科學社會主義」才終於在歷經血流成河與餓殍遍野慘象之後宣告破產。鑑於社會主義所造成的經濟慘況，決策者理應甘於接受無法預測未來的現實，而經濟學者、政府、央行所扮演的角色則應在於提供貨幣及法制框架，以便專業冒險投資者（如創業家、基金經理之類）作出合乎理性的投資決定。

可惜事與願違，「科學社會主義」似有逐漸化身為「科學資本主義」之勢，其中自信過度而學識過高的幕後「操控工程師」已非前衛的無產階級，而變為世界各國央行幕後平淡刻板卻好心做壞事的經濟師。

我無意在此分析這類經濟師為何會劣績斑斑，只集中探討操控貨幣（匯價及息率）手段對風險概念的理解到底有何影響。

根據一般財經理論，大部分行家都利用相關資產的波動性作為衡量風險的依據。在一定程度上，量寬措施對這方面影響可見尤其顯著。不僅若干類資產（其中以政府債券為主）的價格被人為推高，其價格的波動性亦變得毫無意義，皆因波動性已不足以顯示所持資產風險，反而只能反映有關價格受當局操控的程度。

舉例來說，今時今日，不論瑞士法郎兌歐羅滙率的波動性，抑或此滙率全無波

動性的表現，已不足以為長駐瑞士的投資者購買歐羅計值資產提供任何風險指標。

回報波動中尋

因此，好心做壞事「操控工程師」染指市價的直接後果之一，在於導致現時市價的波幅讀數已與相關風險全無關係。由此可作出以下結論：

- 日後難免引致另一場金融災難，因為重大金融意外往往源自誤解風險，而非誤解回報（例如誤以為希臘債券的風險程度與德國債券相若，而槓桿化美國按揭債券的安全程度與房產投資相若等）。
- 隨着明確市場訊息的消失，建立合乎理性的投資組合以期妥善對沖其中風險已幾乎不可能，難怪眾多宏觀及CTA對沖基金近日表現均大打折扣。

循此脈絡推論，一旦實質波動性因素重現，傳統上用以計算「風險值」（value at risk）之類量化模型及統計方法就會白費，而金融機構自然會再度首當其衝。既然長遠而言經濟系統中的風險總和不變，經濟學者的研究重點應集中於探討投資者應隨時接受點滴式風險，抑或決提式風險，例如在固定滙率制度崩潰，或債務重整所產生的嚴重後果。

由此可見，面對「波動性備受人為壓抑」的投資環境，長線投資者唯一的明智之舉，僅在於因波動性高而遭拋售的資產，其中顯然以股票為主，而股票之中又以科技、醫療保健、能源之類公司的長期股票為主。包含這類股票的投資組合即使如何分散，亦難免受波動性威脅，不過長遠而言，仍可保投資回報。

事實上，看似奇怪，但降低風險的唯一途徑只在於持有仍具「市價」的資產。雖然其中波動性相對較高，但其他資產呈現低波動性，無非因為人為壓抑而已。今時今日，要降低投資風險，就要建立波動性高的投資組合。其中部分原因在於不少非波動性資產其實風險極高，例如法國或日本政府債券，我就認為這兩種債券風險之高可算無出其右。已知的經濟學歷史亦足以證明，市場波動性決不會永遠受決策者操控。因此，目前對沖風險的首選工具不在政府定息債券甚或黃金，而在波動性高的投資策略。

圖1 美國負債比重對經濟增長影響

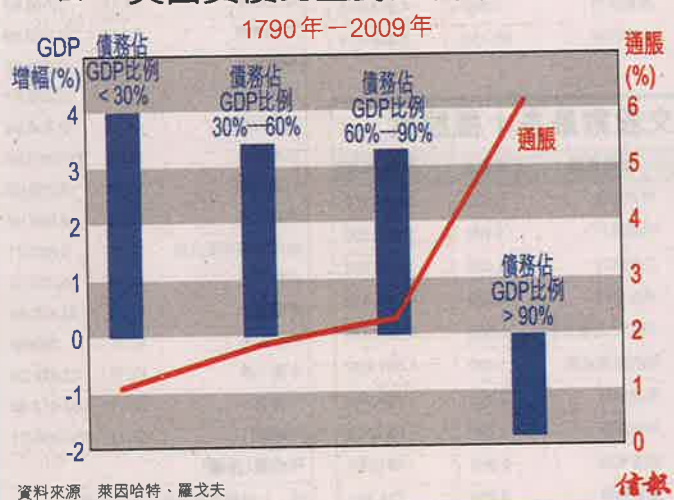
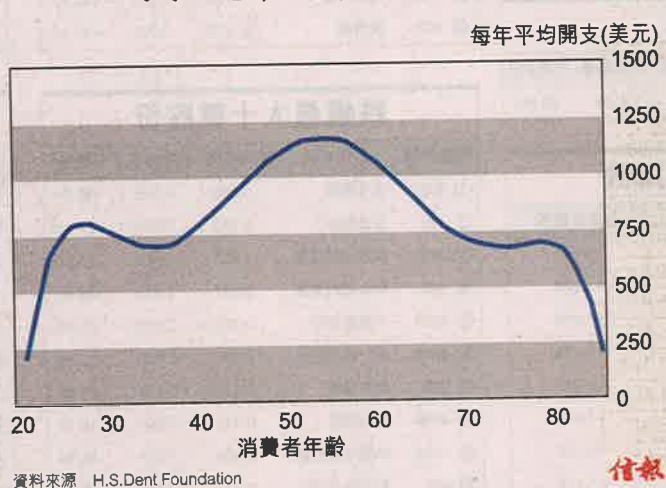


圖2 人口老化對新車需求的影響



作者為著名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載John Mauldin投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「跳出思維定式」及「前沿思考」分別於每周一、周四在《信報》（精華版）及信報網站www.hkej.com（全文）刊出。