

勿信央行印銀紙可救經濟

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

這個星期，我想講一些具爭議性的看法。現時的金融市場基於數個假設運作，但就我們的經驗所知，這些假設往往是錯誤的。那在今日而言，這些假設背後的有何根據呢？

官員不明白貨幣貶值後果

假設一：各國中央銀行官員清楚明白自己在做什麼。我的看法：這僅是「希望」壓過「經驗」之談。大多數央行官員連何為貨幣也不明白。一個國家不可能無限制地將其貨幣貶值，而不出現意料以外的後果。

假設二：低實際利率有利經濟發展，央行能透過壓制及人為操控貨幣價值去達到皆大歡喜的結果。我的看法：這僅是說央行是能幹的計劃經濟推行者，即是說，資本主義經濟在失去市場自主決定貨幣價格的能力下反而更佳。但馬克思主義的試驗及蘇聯的倒下，已說明上述講法是錯誤的。

擾亂市場估值 反不利資本投資

假設三：增加貨幣量將推高資產價格（即央行能間接控制資產價格）。我的看法：資產價格等於未來現金流基於無風險利率的折現值。一旦市場明知折現率是受到操控的，便無法準確計算到實際現值（present value）。市場失衡的結果是資本開支將萎縮，生產力及經濟增長下跌。

假設四：資產價格上升可致經濟復蘇（財富效應）。我的看法：上述假設只有當社會工作人口的收入中位數同時上升支撐下才算正確。倘若央行因為放水救助商業銀行，引發資產泡沫，而人民的收入中位

數仍在下跌，則這想法是錯的，就如美國及南歐諸國。這是最危險的假設，因為萬一當市場突然發現央行實際上無力抗衡環球放水對資產價格的影響，勢將令經濟更加脆弱動盪。

假設五：投資者只要關注央行及政府放水決定，並按此制訂投資安排，毋須完全明白背後理由及運作。我的看法：此等說法先假定了央行明白他們在幹什麼（見假設一）；這亦假設了不會出現無法預料的負面結果。

假設六：投資者不相信假設五，但其他所有人都相信，所以要跟着投資，但可醒目地在及時逃生。我的看法：恭喜及祝君好運。

假設七：只要央行能繼續印銀紙去買債，負債多少便不重要，同時印銀紙放水是沒有壞後果的。我的看法：這變相容許政府開支能無限制地增加。在過去這只有少數時刻有利經濟，因為政府會妨礙「創造性破壞」（按：經濟不景時，部分企業被淘汰，部分則能變格創新帶動經濟起死回生），經濟發展反而停滯不前。

假設八：競爭性貶值（competitive devaluation）會引致通貨再膨脹。我的看法：按過去歷史，以鄰為壑政策（按：beggar-thy-neighbor policy，透過實施進口管制及貨幣貶值的保護性貿易政策）經常導致通貨緊縮，特別是現時國際貿易失去增長。

假設九：央行能靠印銀紙去製造並控制通貨膨脹。我的看法：在長遠而言，央行難以操控通脹，通脹更加取決於貨幣流速多於央行的行動。

買點心債美日英資產

現代經濟是一個每日涉及數百萬項交易量的複雜實體。想藉着操控政府開支、貨幣量等工具去控制這個龐大而不斷自我調節的系統是天方夜譚的。在2002年至2007年，我們目擊了各國央行不斷企圖控制利率及匯率，這些舉動在2008年至2009年見到了後果。



本文的作者認為，大多數央行官員連何為貨幣也不明白。一個國家不可能無限制地將其貨幣貶值，而不出現意料以外的後果。
（資料圖片）

考慮到上述種種，我們應該如何部署投資呢？按照我的看法，投資者應慢慢撤離高風險高回報的投資，並尋找在無論現時各國「貨幣政策」成敗與否都保持穩健的投資。

（1）聚焦以下經濟體：一是擁有被低估的貨幣（如美國），或者未來將激烈貶值至合理水平的貨幣（如日本及英國）。相反，投資者應賣掉貶值潛力較低的國家的資產（如韓國）。

（2）買入能受惠於中國對消費品及服務需求高速增长的公司股票，如高檔歐洲出口商。

（3）能承受風險較高的，我會建議買入包括日本、英國出口商，優質美國藍籌公司，以及與新興市場有大量生意的高檔歐洲品牌出口商等一籃子股票組合。

（4）我亦看好點心債，因為中國領導層一直銳意將人民幣打造成可靠、國際性交易貨幣，但除非人民幣繼續保持走強否則便無法達成上述目標。故點心債能一直減少波動、提供穩定回報的工具。