

走在中國政策前已不合時宜

國際
視野

潘迪藍

Gavekal Dragonomics
資深經濟師

在過去十年，投資者想賺錢經常在兩個抉擇中選擇一個——走在中國政府的政策之前，又或者走在美國聯儲局的行動之前。

走在中國政府之前是有理由的，因為有兩個主要的經濟趨勢：（1）在過去10年，中國的勞動力增加了2億人；（2）在同一時期，中國所有主要經濟參與者的資產負債表都經歷了大幅擴張。但現在，這些擴張都已經結束了。

因此，波爾多葡萄酒的價格不再上漲，溫哥華或者香港房地產、中國的現代藝術品，原料生產國（巴西、俄羅斯、澳洲等）的商品或者資產市場等等，全部都不再上漲。現在市場提心吊膽地擔心緊接着會回軟的，可能是歐洲和美國出口商的股價。因為它們現在必須面對新興市場的名義經濟增長轉弱，以及日本對手的加劇競爭。

中國尚顯著放緩 歐日問題將加劇

走在美國聯儲局之前，主要是債券經理的工作，因為他們相信，聯儲局在可見的未來還會繼續購買長期債券。股票投資者也因此看好一些高息股票、穩定增長的股票等等。

這是美國資本市場之前的玩法，直至5月底，聯儲局主席伯南克擺出明年1月交棒給繼任人之前，將美國的貨幣政策「正常化」的姿態，這種玩法便徹底扭轉。

然而，認為中國和美國主導世界經濟趨勢的局面將同時結束的看法，本身就是自相矛盾。畢竟，若中國經濟顯著放緩，那麼歐洲的通縮、日圓貶值及大宗商品價格下跌，全部都勢必進一步加劇。若這樣的通縮局面擴大，那麼近期中國股票股價下跌，未必就是長期入市的契機。反而如果中國確實出現嚴重的經濟放緩，那麼我們可能將會見證到一個絕佳的機會，重施走在聯儲局之前的投資策略——特別是早前美國公布的就業數據，比市場預期為佳，

美國國庫券即被拋售。

以往每當聯儲局前主席格林斯潘獲讚，為美國的貨幣政策提供了一個明確的信息時，他總喜歡回答說：「若你這麼想，你就誤會了我的說話。」但伯南克卻喜歡相反的做法，試圖詳盡解釋其退市策略的精確條件和可能的時間。若他模仿格林斯潘的模稜兩可，可能對環球經濟及他本人的聲譽更好。

美國聯儲局日前公布的會議紀錄顯示，與會者對於改變貨幣政策的條件、時間，甚至方向，都有很多意見分歧。這根本就意味着，伯南克近期關於退市的所有談話和新聞發布會，都可以理解為收音機未調好頻道之前的噪音。

走在聯儲局之前仍管用

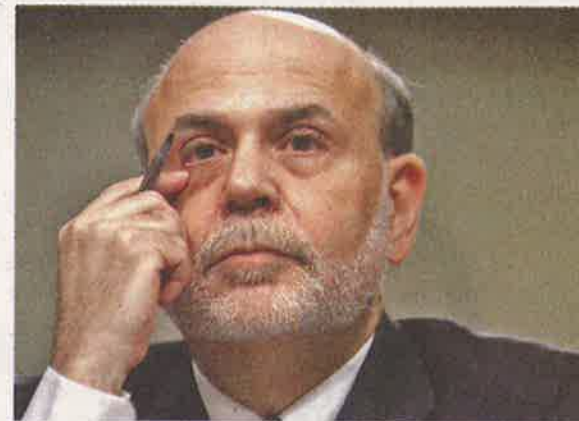
這不禁令人奇怪，投資者之前為何對他的說話反應那麼強烈。近期世界各地的市場行為提供了一個解釋——美國聯儲局退市本身並不是一個很大的問題，反而伯南克的評論就好像一個金融警鐘，將人們的注意力吸引到一些已經被遺忘或者忽略的環球經濟風險。

當我們聽到火警鐘聲時，自然會問自己三個問題：這是不是誤鳴？抑或是走火警演習？還是真正的火災？若是真正的火災，是在什麼地方？

類似的問題對於退市恐慌，可能有一些啟發。對於美國股市來說，伯南克在5月22日和6月19日的言論，明顯是令人虛驚一場。因為聯儲局距離決定收緊貨幣政策，還有一段很長的路要走，這點現時已經由會議記錄證實了。因此，美國的股票價格回升至接近伯南克在5月底發表評論之前的水平，並不令人奇怪。

但是，在美國股市以外，有關退市的炒作，就比較像走火警演習，多於火警鐘誤鳴。自從環球市場被提醒，央行不會永遠繼續購買政府債券之後，長期利率已經顯著上升。經此提醒之後，願意將資金投資在10年或以上的長期政府債券的投資者，現時就要求其孳息率要比聯邦基金利率高出2.5厘至3厘。

但不幸的是，一旦我們將目光由美國和歐洲轉移到新興市場，這個走火警演習就不容忽視。因為自從伯南克第一次就退市發言之後，新興市場的貨



從伯南克（圖）第一次就退市發言之後，新興市場的貨幣、股票和債券，連同消費者和企業的信心，全部直線下跌。（資料圖片）

幣、股票和債券，連同消費者和企業的信心，全部都直線下跌。

或許，過去兩個月的金融警報真的提醒了我們一些風險，但不是在美國或歐洲，而是在新興市場，特別是中國。

中國真正風險被隱藏

突然間，投資者和環球企業最愛慮的是，中國當局試圖控制該國不受監管的影子銀行系統，可能會令貨幣供應緊縮得太厲害。隨着基建開支和重工業下滑，中國的私營企業原先被認為將會擔起大旗，成為中國經濟的動力。但是，這些私營企業卻非常倚賴影子銀行系統，因為它們往往無法從政府主導的大型銀行取得信貸。

因此，中國努力控制它的非正規銀行系統，雖然對於金融穩定來說是必需的，但又可能會扼殺了其未來經濟增長所倚重的企業。中國政府可能會試圖迫使國有銀行將它們的貸款，由基建、房地產和出口業，轉移至以內銷為主的私營企業，來解決這個問題。

但是，對金融系統實施更嚴格的中央計劃，以促進私營市場經濟的增長，是一個明顯的矛盾。這樣的矛盾表明了，在中國，由共產黨控制的資本主義模式，可能正接近它的極限。