

# 變革世道 名師引路



■日本、美國、歐洲及中國的經濟增長，因債務問題而面對嚴峻的威脅，就連新興市場亦不能幸免。（彭博圖片）

前沿思考  
John Mauldin

根據經驗，投資會議大多聯誼交際為重，內容為次。筆者參加此類活動，往往懷着擴闊思維眼界、挑戰先入之見的希望，但十之八九都失望而回；只見觀眾席上疏疏落落，台上演講嘉賓雖是殿堂級經濟學家，但似乎已滿足於現有成就，觀點見解大多耳熟能詳，鮮會使出渾身解數。

在一般投資會議，一連數天聽罷數十名講者的演講匯報，真正稱得上石破天驚的點子往往屈指可數。但上週的「策略投資會議」卻截然不同，精彩發言接踵而來，叫人應接不暇。



〔編按：由 John Mauldin 及投資公司 Altegris 聯合舉辦的「策略投資會議」(Strategic Investment Conference) 上周五圓滿結束。一連三天的會議以「變革世界投資之道」為主題，演講嘉賓包括巴斯 (Kyle Bass)、羅森伯格 (David Rosenberg)、金里奇 (Newt Gingrich) 及富格遜 (Niall Ferguson) 等政經名人及學者。John Mauldin 投資資訊服務公司首席策略師雷伊 (Worth Wray) 特此執筆，概述一眾名家就環球經濟前景、債務危機及科技趨勢等議題發表的獨到見解，讓讀者先睹為快。〕

在上周的會議，參加者既沒有偷懶在度假村內遊遊逛逛，亦沒有在泳池旁享受日光浴，而是留守在演講廳之中。650 人爭相佔據有利位置，聚精會神傾聽講者發言，吸收大量革新性的意念，這一幕實在令人耳目一新。

## 通脹風險大於通縮

會議首天由 Gluskin Sheff 首席經濟師兼策略師羅森伯格打響頭炮，這名現代經濟學家之王跟主流意見大唱反調，叫大家不要老是想著環球經濟狀況是好了壞，更不要只著眼通縮險阻，反而應留意周邊事物的變化。羅森伯格表示，經濟狀況好轉或惡化，金融市場亦會隨之變動；而在經濟活動的邊際，通脹壓力正在增加。鑑於不少論者仍然擔心通縮威脅，這番話乍聽之下實在匪夷所思；但羅森伯格指出，美國當前龐大且封閉的經濟體系中，共有 1.4 億名打工仔，其中約 4000 萬人為擁有議價能力的較高技術人員，可以推高工資進而改變通脹方向，儘管中低技術工人的工資持續倒退。

接著，彭博高級經濟師亞馬龍 (Rich Yamarone) 與 Jefferies & Company 董事總經理兼首席市場策略師澤沃斯 (David Zervos) 進行了一場精彩絕倫的辯論。亞馬龍表示，美國經濟過去 6 年增長持續疲弱，陷入經濟衰退的風險不低，當前形勢如履薄冰，實在令人憂慮。他指出，美國中產階層被掏空，皆因大部分美國工薪族都沒能力向僱主施壓，爭取上調工資，不少人為了幫補生計被迫身兼數職。所以如此，某程度因為《可負擔醫療法案》(Affordable Care Act) 實施之下，企業招聘非核心員工的方針亦為之一變。

亞馬龍是彭博商業情緒報告《橙皮書》(Orange Book) 的創辦人，對實體經濟的動態自然瞭如指掌。他在會上分享相

關研究成果，列舉出 5 大真實世界指標，其中反映的經濟狀況與官方宏觀數據截然不同。另一邊廂，澤沃斯慷慨陳詞，在宣揚愛與包容的同時，亦對各地中央銀行表達無比信心。澤沃斯認為，只要聯儲局繼續向經濟體系注入資金，通縮就沒有立足之地。持有現金雖然波動性較低，但比起押注大上大落的股票更危險。

接著，本公司首席投資策略師威廉斯 (Grant Williams) 與宏觀經濟研究公司 Variant Perception 創辦人泰珀 (Jonathan Tepper) 深入剖析環球經濟面貌，分享中國、日本、歐洲及其他市場的獨到見解。泰珀指出，儘管歐洲信貸息差趨緊，而且波動性低，但不一定是經濟持久復蘇的徵兆，更可能是危機前夕經常出現的非理性平靜。威廉斯循泰珀的論點加以發揮，警告一旦這種安於現狀的泡沫爆破，環球經濟勢將大受衝擊。他以中國及日本作例子，指出假若兩地的信心突然動搖，環球經濟或再次陷入恐慌。

本公司《驚世科技警報》(Transformational Technologies Alert) 主編考克斯 (Patrick Cox) 登場，以精彩的簡報，介紹科技新趨勢，叫人嘖嘖稱奇之餘亦充滿啟發性。其中最引人入勝的觀點之一，在於他預言美國能源盛世將為機械人廣泛應用創造條件，製造業歷時四十多年的外判趨勢亦將逆轉。

當天其他演講者還有 A. Gary Shilling & Co 總裁希林 (Gary Shilling) 及美國副海軍上將哈沃德 (Robert Harward) 等，發言同樣叫人獲益良多。哈沃德曾擔任海軍海豹特種部隊 (SEALS) 司令，其一席話讓座上來賓對美國前景充滿信心，有人類史上最勇武精良的戰士作為後盾，美國未來的成就必定更輝煌。

John Mauldin 在第二天的會議粉墨登場，帶出的訊息擲地有聲：儘管人類腦袋難以預計指數性變化 (exponential change)，但未來經濟命運卻名副其實取決於兩股不斷加速的趨勢相互競賽，亦即是債務與創新之間的競賽。

政府債務指數性增長，已開始動搖環球經濟根基。日本、美國、歐洲及中國的經濟增長及生產力，都因為債務問題而面對嚴峻兼且不斷加劇的威脅，就連不少新興市場亦不能幸免。但同樣道理，John Mauldin 相信，自上世紀 50 年代末至今，電腦運算能力不斷倍增，以至今時今日的科技發展可以一日千里，演進步伐一年比一年加快。電腦功能不斷提升之下，創新

發明應運而生，影響既深遠而且翻天覆地的，就像施展魔法一樣。

John Mauldin 要帶出的問題是：私營界別推陳出新及創富的速度，可以趕過政府及中央銀行破壞財富的速度嗎？大家都樂觀地認為，人類未來數十年將繼續邁步向前，但不良政策卻窒礙創新，損害經濟。歸根結底，John Mauldin 上述提問要視乎每個國家的實際情況，並無一致答案。是日其他講者的發言同樣發人深省，就經濟前景的預言分析可供玩味之處甚多。

美國眾議院前議長金里奇斷言，夢想家、創新者及企業家是創造未來的先鋒，遲早將掙脫舊時代「獄卒」——不負責任且過度干預經濟的政府、中央銀行及特殊利益團體——羈絆束縛。在生產力增長帶動之下，美國經濟未來將超越過往經驗，惟經濟轉變過程中，利益分布卻不平均，以致政治繼續向左轉。

## 公共政策要與時並進

美國著名投資者兼作家吉爾德 (George Gilder) 亦有類似看法。吉爾德是美國已故總統列根最常引述的在世作家，去年剛推出新作《知識與力量：資本主義的訊息理論以及世界如何因此徹底變革》(Knowledge and Power: The Information Theory of Capitalism and How It is Revolutionizing Our World)。吉爾德在會上貫徹書中的主張，指出經濟研究必須與時並進，並融入訊息理論的經驗教訓。他以電話話、電郵及視像的訊息傳遞為例，指出電磁波譜 (electromagnetic spectrum) 是盡在掌握的載送媒介，完全由光速支配，但載送的訊息內容卻變幻莫測。「高熵」(entropy，平均訊息量) 且出人意料的内容，需要「低熵」且盡在掌握的載送媒介，才能可靠地傳遞。假如載送媒介本身令訊號增添大量雜音，溝通就會亂作一團。

這些概念雖然來自物理學及訊息理論，但在科技日新月異的當下，對公共政策亦深具意義。若想社會創意勃發，生產力大振，國民生活水平未來數十年大幅提升，司法、規管、稅制及貨幣政策必須做到「低熵」，並由穩定的建制負責落實。政府及中央銀行過度干預，就會產生雜音，扭曲市場誘因之餘，亦增添營商煩擾，最終只會窒礙創新，令企業家灰心。由此可見，世界各地政府必須了解當前科技變革大勢，積極改革自身經濟，否則就無

法在新環球經濟體系中立足。

聽罷傳統基金 (Heritage Foundation) 首席經濟師穆爾 (Stephen Moore) 細數公共政策如何被扭曲，或 Hoisington Investment Management 首席分析師亨特 (Lacy Hunt) 剖析的債務危機，難免令人對當前形勢憂心忡忡。亨特指出，當今主要經濟體總債務佔國內生產總值 (GDP) 比例，自 2008 年至今非但沒有一如外界所料收縮，反而膨脹近 33 個百分點【表】。更重要的是，新增債務大多集中於問題嚴峻的經濟體：日本、歐羅區及中國。

亨特以大量學術及自身研究作為強而有力的佐證，警告短期內最大風險並非債務通脹 (debt inflation)，而是債務通縮 (debt deflation)。通脹派向來喜歡引用經濟學泰斗佛利民 (Milton Friedman) 的名句：「通脹無論何時何地皆為貨幣現象。」(Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.) 亨特卻給大家介紹佛利民較鮮為人知的研究，解釋通脹特徵最終視乎貨幣流速到底保持平穩還是加快。假如貨幣流速不到位，通脹就無從談起。

法興策略師格賴斯 (Dylan Grice) 大致認同亨特的見解。格賴斯指出，日本央行在施政方面，採取以牙還牙方針實在危險，勢將令國際貨幣合作崩潰。他警告，世界各地的央行正逐漸滑向危險的「囚徒困境」(prisoner's dilemma) 之中，為了自身利益實難以顧全大局。

只有在高質素的會議，演講者才能擦出火花。格賴斯就在稍後的討論環節中指出，假如貨幣流速 (而非利息) 急升，類似著名經濟學家明斯基 (Hyman Minsky) 提出的通脹時刻絕對有可能出現。較早前，曾任太平洋投資管理公司 (Pimco) 總監的經濟學家麥卡利 (Paul McCulley) 指出，主要經濟體的政府都有印鈔自主權，明斯基時刻因此不會出現。但他其後亦不得不同意，一旦當局在施政上犯下大錯，格賴斯的見解就可能成真。

在會議首兩天，論題由債務積壓、貨幣政策、科技變革，到投資者安於現狀衍生的泡沫日漸膨脹。各嘉賓的發言滙報質素極高，討論環節亦充滿啟發性。令人意想不到的是，好戲還在後頭。

## 調整當頭還是熊市尾聲？

會議第三天早上，Gavekal 財經研究中心創辦人之一、歐洲知名財經記者卡萊

特斯基 (Anatole Kaletsky) 提出不少與主流想法迥異的見解，令筆者自以為堅定的信念亦為之動搖。John Mauldin、吉爾德、金里奇及 Altegris Investments 投資總監里夫金 (Jack Rivkin) 都對科技進步及未來世界感到樂觀；但卡萊特斯基卻指出，產力增長未來路向仍屬未知之數。產力前景未有定案 (據卡萊特斯基的說法，可能 15 年後才有分曉)，不僅對環球債券危機如何見頂及了局產生重大影響，對環球經濟往後的建構亦將發揮巨大作用。

卡萊特斯基對短線投資形勢的見解，與羅森伯格首天充滿智慧但往往受到忽視的意見互相呼應。金融市場升跌，總是受到邊際經濟活動、流動性狀況及估值的好壞驅使。依卡萊特斯基之見，在邊際活動領域上，大眾公認的阻力或漸漸變為助力。

關於未來，卡萊特斯基提出強而有力又可付諸行動的見解，相信筆者未來數周都會反覆思量箇中的一大問題：作為傳統投資組合的中流砥柱，美股是否已臨近 5 年反彈周期的尾聲，即將進入調整期【圖 1】……抑或美股終於擺脫 14 年熊市煎熬，進入結構升浪？【圖 2】

正當筆者憂心忡忡，不知中央銀行自以為是又不負責任的政策，會否逐漸損害經濟 (實質負利率之下估值升至歷史高位之憂慮就更不用說) 之際，卡萊特斯基卻懂得保持頭腦冷靜，提出令人不安的問題。遇到這種時刻，筆者腦袋就會急轉轉動，倍感活力充沛。

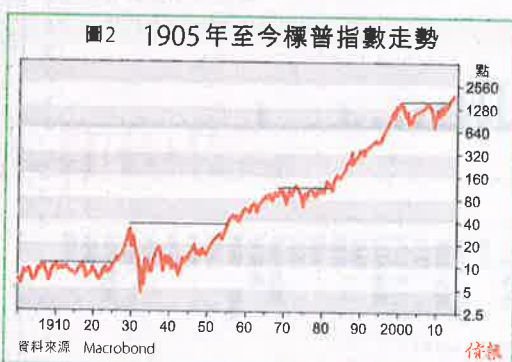
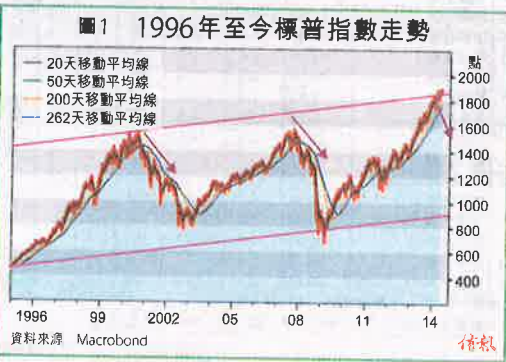
卡萊特斯基別具慧眼，固然是在財經界浸淫多年的功勞。但較鮮為人知的是，跟他私交甚篤的傳奇投資者亦多不勝數，例如索羅斯 (George Soros)、德魯肯米勒 (Stan Druckenmiller) 及巴斯 (Kyle Bass)，人脈網絡如此無與倫比，自然亦倍添識見靈感。

在會議尾聲的討論環節，各家意見百花齊放，讓觀眾大開眼界。討論話題天南地北，圍繞環球金融市場及經濟之餘，亦觸及地緣政治。哈佛歷史系教授富格遜既憂心美國孤立主義衍生的環球威脅，亦關注美國文化沒落以至政治體系失效之下，令人困擾的政府債務趨勢。政治風險顧問公司 Eurasia Group 總裁布雷默 (Ian Bremmer) 則認為，美國模稜兩可的態度，遠比孤立主義危險。雖然敘利亞及烏克蘭危機觸及美國的「底線」，但由於欠缺美國國民支持，奧巴馬政府備受掣肘，未能一展抱負，讓威脅變成空話。如此一來，美國的盟友及敵人只會作出最壞打算，卡萊特斯基對此亦大表贊同。

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。逢周三在《信報》及信報網站 www.hkej.com 刊出。



## 主要經濟體公私債總值佔 GDP 比例

|       | 2008 年 (%) | 2013 年 (%) |
|-------|------------|------------|
| 日本    | 604.9      | 656.8      |
| 美國    | 357.2      | 346.1      |
| 澳洲    | 325.1      | 325.7      |
| 歐羅區   | 412.9      | 462.6      |
| 英國    | 500.6      | 544.4      |
| 加拿大   | 244.2      | 286.3      |
| 中國    | 320.0      | 420.0      |
| 加權平均值 | 402.7      | 435.6      |

資料來源：Hoisington Investment Management