

# 拉美民粹經濟啓示



▲阿根廷傾向民粹主義，所採用的政策帶來通脹高企，體系被嚴重扭曲。圖為阿根廷街頭一隅。

近年來，民粹主義陸續在許多國家崛起。民粹主義對不同的人含義不一，但本文使用這一術語來描述那些承諾一劑「速效藥」的政策，通常針對經濟問題，它們不像更正統的「藥方」那樣使人痛苦。傳統的政策建議一直是使用宏觀經濟工具來解決宏觀經濟失衡問題，包括但不限於採用穩健的財政和貨幣政策、開放貿易、放寬管制，以及朝着更深程度的全球經濟一體化方向發展。

鄧普頓全球宏觀投資團隊執行副總裁 Michael Hasenstab



思辯之旅

經歷了過去十年來各種全球性危機之後，這些傳統的補救措施愈發不合時宜，隱憂重重。在一些發達經濟體，這一情況尤為明顯。它導致在英國脫歐公投中，大多數選民選擇讓自己的國家退出歐盟，以限制移民，並重新建立一套更嚴謹的國家管制政策和法規。

在其他幾個歐盟國家中，民粹主義和民族主義強硬政黨也愈發受歡迎，給即將到來的2017年德法大選帶來了不確定因素。

在最近的美國總統大選中，美國共和黨和民主黨中均現民粹分子，表現得十分激進；他們主張更封閉和更強干預的經濟理念，以及對全球貿易採取更為孤立的措施，提議徵收高額進口關稅，廢除貿易協定或重新談判，並抑制移民。

對北美自由貿易協定以及墨西哥移民的尖銳批評，均預示美國將拉丁美洲拒之門外的傾向。這將對美國經濟不利，尤其諷刺的是，拉丁美洲主要經濟體正朝着相反方向發展，淡化民粹主義經濟政策，推崇自由市場經濟和親商改革。

我們分析了拉丁美洲國家在過去幾年的經驗。主要關注三個曾採取民粹主義經濟政策的國家：阿根廷、巴西和委內瑞拉。前兩個國家最近已掉轉了發展方向，而委內瑞拉依然堅守。我們認為，將他們的經驗加以比較，能夠為政策制定者提供借鑒，避免被民粹主義的美好表象迷惑。

當然，在宏觀經濟基本面和制度方面，先進的經濟體比本評論中所提及的國家處於更為強勢的地位。然而，我們認為採用誤導性政策所帶來的經濟後果在本質上相差無幾。尤其是當保護主義政策看來非常有吸引力時，我們認為本文分析可提供一些有益的引導。此外，我們強調那些採用扎實、正統宏觀經濟政策的國家，包括阿根廷和巴西，均存在巨大的投資機遇。

## 拉美四國推行失敗政策措施 (截至2016年12月5日)

	阿根廷	巴西	哥倫比亞	委內瑞拉
價格控制	✓	✓	×	✓
外匯管制和操縱	✓	×	×	✓
過於龐大的社會項目	✓	✓	×	✓
財政主導	✓	✓	×	✓
對私營部門的干預	✓	✓	×	✓

資料來源：鄧普頓全球宏觀

## 民粹主義的魅惑

下面圖表總匯了四個拉丁美洲國家，其中阿根廷、巴西和委內瑞拉曾被誘入民粹主義政策的陷阱，而哥倫比亞則免受其劫。它們在商品超級周期結束時均受到不同程度的衝擊，這檢驗了四國維持各自政策框架的能力——轉向民粹主義的國家則顯現這方面的不足。

## 損害

傾向民粹主義的三個國家所採用的政策均帶來了嚴重的負面後果：通脹高企，經濟體系被嚴重扭曲，生產力增長受阻，匯率受操縱及高通脹導致實際匯率劇增（削弱了競爭力），某些國家的公共債務亦迅速擴張。

阿根廷和巴西已認識到因背離穩健的宏觀政策所帶來的嚴重損害，並作出相應調整；而委內瑞拉一意孤行所承受的慘痛後果不言而喻。哥倫比亞因堅持採用穩健的政策而幸免。

## 逆轉方向

在阿根廷，持續惡化的經濟狀況最終導致毛里西奧·馬克里 (Mauricio Macri) 在2015年11月取代克里斯蒂娜·基什內爾 (Cristina Kirchner) 成為總統。馬克里總統在一個強大的經濟自由化平台上當選。新政府迅速開展廣泛的改革，包括強化制度、收緊貨幣政策、整頓財政、外匯政策正常化以及調整國際關係。這樣強大、廣泛的改革象徵着阿根廷斷臂重生，並向國際投資者發出強烈信號，表明政府堅定不移地施行全新的經濟政策——我們認為，政府迎難而上的決心是建立公信力最有效的方式。

在巴西，前總統迪爾瑪·羅塞夫 (Dilma Rousseff) 則是被迫開始對其採用的政策進行修正，皆因市場愈發不認可其執政方式，拒絕為其錯誤、不可持續的發展道路提供資金支持，加上其支持率急跌。巴西新一屆政府在米歇爾·特梅爾總統 (Michel Temer) 領導下，

開始推進財政整頓，包括降低公共支出上限並準備對社會保障體系開展改革。政府也開始扭轉以往對經濟的微觀管理，以減輕由政策導致的經濟扭曲。最大的舉措之一就是在2015年開始放寬價格管制。在通貨膨脹持續上升，經濟仍處於衰退的環境下，中央銀行不得不在2015年達成一個艱難的平衡；在2015年中期保持實際利率穩定之後，允許其爬升（即使同期開始降低名義利率），以確保2016年通貨膨脹率下降。而貨幣政策的收緊也反映在早前信貸擴張的逆轉。

在哥倫比亞，儘管政策沒有實質性的惡化，但政府實際上已採取措施來應對由於匯率貶值而導致的通貨膨脹。該國已收緊貨幣政策；逐步整頓財政帳戶，以防範低油價導致低收入所帶來的潛在影響；同步進行與哥倫比亞革命武裝力量——人民軍的談判，以結束與游擊隊的長期衝突，進一步加強和保護國家的民主體制。

在撰寫本文時，委內瑞拉的民粹主義政策仍在全面實施。該國人民現在面臨極其嚴峻的狀況，包括失業率高居不下，且嚴重缺乏食物和其他基本生活必需品。由此已經引發了民眾抗議，給社會穩定帶來風險，所幸尚未導致政治變革，政策修正更無從談起。

## 邁入未來十年

哥倫比亞的政策制定與委內瑞拉正好相反，堅決反對民粹主義。值得注意的是，哥倫比亞始終保持着穩健的宏觀政策，僅受到匯率貶值所帶來的通貨膨脹影響。這一對比，結果一目了然。

在阿根廷和巴西，儘管政策矯正剛剛開始，但仍有理由保持樂觀。在未來幾年要保持這一勢頭至關重要，在這兩個國家裏，最重要的因素，即政治承諾似乎已就位，若能繼續推行新政策，我們認為這會帶來極大的益處。

相比之下，我們對委內瑞拉的前景感到悲觀。該國石油儲量超過沙特阿拉伯，但同時其經濟緊縮的速度全球第一，通貨膨脹率預計將高達1000%，且糧食和醫藥的短缺正將這個國家推向人道主義危機。對於一個國家而言，沒有比這更糟糕了。

分析拉丁美洲這些國家的實際情況，能夠為發達世界提供重要的借鑒。我們並不是暗指美國或歐洲多國受到民粹主義的誘惑，有可能向我們在完整論文中談及的一些極端路線偏航，但在正統的經濟決策變成愈發不受歡迎的「老古董」之際，這些示例確實為我們敲響了警鐘。

# 全球化的過去與未來

布朗兄弟哈里曼銀行高級副總裁 錢德勒



財資縱論

在2008年金融危機發生前的30年裏，貨物、服務與資本的跨境流動獲得了顯著的增長。雖然目前全球主要經濟體已從復甦走向了新的經濟增長，但全球貿易與資本流動仍遠低於金融危機前的水準。這讓一些人感到全球化正走向終結。

特朗普當選第45任美國總統，這進一步加重了這些人的恐懼心理。從特朗普上任後幾周的表現來看，它不僅標誌着美國進入了一個全新的時代，同時鑒於美國在20世紀後期全球化進程中所扮演的中心角色，這也意味着整個世界進入了一個全新的時代。

## 特朗普欲捨美國大戰略

對特朗普與他最親密的顧問們來說，他們似乎不僅想要撤銷前任總統推行的各個專案，同時希望徹底終結二戰結束後的「美國大戰略」方針。特朗普口中的「美國優先」戰略可以追溯到前總統沃倫·哈丁 (Warren Harding) 時期。當時，美國參議院否決了前任伍德羅·威爾遜 (Woodrow Wilson) 關於「國際聯盟」的提案，此後哈丁接任。一些歷史學家把這個時期定義為「孤立主義」，但實際上這只是單邊主義的體現。

「美國大戰略」於20世紀初首次被明確地提出。當時，中國正受到歐洲帝國主義勢力與日本的侵略。美國代表着新的修正主義勢力，它反對按照傳統的「勢力範圍」建立國際關係，並且維護中國的領土完整。

按照「勢力範圍」來建立國際關係並不是一個特別穩定的方法。這是一個「零和」遊戲。擴大某個國家的勢力範圍，意味着侵佔另一個國家的勢力範圍。這通常會成為戰爭的起源。為了代替固定的勢力範圍，美國提出了「可變份額」的概念，而變數是由經濟實力所決定的。當時，不少歐洲國家與日本都試圖在中國鞏固它們自己的勢力範圍。與之不同的是，美國則想要讓自己的商品和資本進入中國全境。

然而，直到第二次世界大戰結束後，各國才達成了關於開放的政治共識。世界銀行、國際貨幣基金組織以及關稅與貿易總協定共同制定了可變份額戰略的相關制度。這項安排還要求英國與法國放棄殖民主義的做法。到21世紀初，幾乎所有國家都加入了世界貿易組織（前身為關貿總協定），並且成為了國際貨幣基金組織與世界銀行的成員。

減少貿易障礙（關稅）、建立衝突解決機制，促進了拉丁美洲與亞洲（包括中國）新興市場經濟體的經濟發展。而法治安排則有助於避免貿易衝突的升級。

# 息口變化與按揭壓力測試

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說按

港美聯繫匯率制度下，港息大致上需跟隨美息走勢，只是當中步伐未必一致，幅度未必相同。上一次的加息及減息周期，香港累計調整幅度均為3厘，銀行最優惠利率由5厘至8厘上落為主。現時用以審批按揭還款能力的壓力測試，亦是以假設息率上升3厘計算，相信過去港息平均加幅是主要考慮因素。

目前首套房按揭的壓力測試是以當前息率假定上升3厘後，借款人的供款佔入息比率不可超過60%，如果是屬於第二套房按揭或非自用物業，壓力測試下之供款佔入息比率上限降至50%。以25年還款期計，首套房按揭的借款人按目前息率的供款佔入息比率不可超過43.6%，第二套房按揭或非自用物業則降至36.3%。即是說，對於買樓收租人士，自用物業及投資物業的按揭供款加起來不可超過每月入息

在自由貿易體系中，滿足境外需求有兩種基本方式。第一種是傳統的出口方式。德國是全球最大的出口國，出口約佔GDP的40%。此外，芬蘭、瑞典和瑞士也是依賴出口的發達國家。

## 美採境外直接投資戰略

半個多世紀以來，美國一直採取着另一種方式。這種方式基於境外直接投資：在本地建設、在本地銷售。自20世紀60年代初以來，美國跨國公司境外子公司的銷售額已超過美國的出口總額。這兩個數據之間的差距還非常大。境外本地銷售額與出口額的比例大約接近5比1。根據日本財政部的數據顯示，日本公司在20世紀90年代末期也經歷了類似的轉型。

這種「直接投資戰略」與全球供應鏈的廣泛發展方向一致。生產過程本身被掩飾起來，而產品則在全球各地進行流通。這種做法出於眾多考慮因素，而且不是全部都與節省短期開支有關（比如勞動力成本）。例如，美國大多數的境外直接投資並不在勞動力成本最低的地區，而往往是出現了與之相反的情況。美國企業通常更希望靠近他們的客戶。

「直接投資戰略」同樣可以推動這些國家的發展，這意味着生活水準絕對值的不斷提升。這是「出口戰略」所做不到的。比如，如果一家德國公司向中國出口機床，購買機床的公司可能會在國內競爭中取得成功，但這項出口並不創造新的總需求。

在中國，外商直接投資創造了新的就業機會，並可能將先進技術轉移到中國來，這樣做有助於提升總需求。不僅如此，其中的一些新需求將是來自外部的商品。最新的研究表明，如果一家美國公司在海外僱用低技能工人，這確實會與國內低技能的工人展開競爭。然而，如果這家公司在美國以外地區僱用熟練工人，這反而將促進國內熟練工人的就業水準。

當外匯價格出現波動時，「直接投資戰略」同樣優於「出口導向戰略」。出口商往往容易受到大客戶和競爭對手之間匯率關係的影響。通過境外直接投資，企業可以建立多元化的風險敞口，其中包括自然對沖或內部抵銷等手段。

在第一次世界大戰前夕，正如列寧在《帝國主義是資本主義的最高階段》一書中所寫的那樣，19世紀末的全球主義正瀕臨崩潰。直到二戰結束後，這種秩序才得以重建，這被一些人稱為「美式和平」。這就是如今我們口中的「全球化」。現在，這種模式正在受到威脅，但它並不是因為恐怖主義或資本主義之間的對抗。相互對立的意識形態與願景並不會破壞全球化。這種威脅來自於一個在全球化過程中獲益最多的國家，而這個國家經常被人們指責濫用了自己的特權和強大經濟軍事力量。

的三成六，可想而知，能上會人士的還款能力甚高。

金管局推出的按揭措施在控制信貸風險方面起了很大作用，壓力測試可確保供樓人士不會面對過高信貸風險，並有應對息率一旦上升的防守力；在一連串的按揭措施下，目前已置業上會人士的供款佔入息比率平均處於33.8%低水平（根據金管局《貨幣與金融穩定情況半年度報告》）。

壓力測試的假設息率升幅是3厘，若今年稍後時間香港正式隨美進入加息周期，按息隨之上升，理論上壓力測試的假設加息幅度，應作出調減才較合理，否則借款人通過壓力測試的難度將會增加。舉例，借款人正準備購買一個600萬港元之單位，計劃申請六成按揭，借貸金額是360萬港元。按息率2.15厘及25年期計，通過壓力測試的最低入息要求是3.56萬港元，若息0.25厘及壓力測試準則沒有調整，最低入息要求便上升至3.65萬港元；每次加息0.25厘，最低入息要求需增加約2.5%才可通過壓力測試。