

# 克魯格曼緣何「執迷」唱空中國？

## 一點靈犀

昨日國家發展改革委副主任叢亮在新聞發布會上表示，「目前內外部看空中國、唱衰中國的雜音不少。這種論調過去從來沒有實現過，現在和未來也注定不會實現。」此番表態也是官方對於「中國經濟崩潰論」的再一次反擊。有趣的是，崩潰論的鼓吹者中不乏「老朋友」，諾獎得主保羅·克魯格曼(Paul Krugman)就是其中典型。在筆者看來，唱空中國經濟，不僅源於中美競爭的大環境，亦有此類經濟學家的「小心思」。

李靈修

克魯格曼於1977年在麻省理工取得博士學位。眾所周知，麻省理工是美國凱恩斯學派的大本營，但克魯格曼的政治立場更偏向左派，實屬異類。他在《紐約時報》常年開設專欄，內容卻多以時政為主，尤其是在特朗普執政期間，多次撰文抨擊政府，贏得擁護無數，儼然成為「網紅學者」。

克魯格曼另一怪異之處在於，其因開創國際貿易新理論，獲得2008年諾貝爾經濟學獎，但讓他出盡風頭的領域，卻是「東亞經濟評論」。

1994年，克魯格曼在《外交事務》(Foreign Affairs)雜誌發表名為《亞洲奇跡的神話》的文章，直言「亞洲新興工業化國家的高增長，依賴於政府主導的資本和勞動力要素投資拉動，而不是由效率提高所驅動，因此不具備

可持續性。」

1997年亞洲經濟危機爆發後，克魯格曼幾乎一夜成名。但多數人忽略克魯格曼給出的看空邏輯並不成立。

## 未了解實情 多次預測落空

自2009年開始，克魯格曼又將唱空目標瞄準了中國。就在獲得諾獎的次年，克魯格曼首次訪華並指出「中國想要通過出口來恢復經濟增長是不太可能的」。當然，這一預測很快落空了。2011年，他又在《紐約時報》發文《中國經濟不會崩潰》稱，中國經濟一定會「硬著陸」。2013年，克魯格曼又撰文，「中國經濟就要撞牆了」。他在文中援引「亞瑟·劉易斯模型」稱，因為中國過度投資、過度建設、過度使用廉價勞動力的快速不平衡增長，



▲克魯格曼開創國際貿易新理論，獲得2008年諾貝爾經濟學獎。

將導致中國經濟增長達到極限。

2015年1月，克魯格曼二度訪華期間，在上海交大發表題為《世界經濟新格局與中國的機遇和挑戰》的演講，再次預言「因為投資佔比過高和土地財政問題，五年內中國經濟會遇上大麻煩」。到了今年7月底，他在最新「力作」——《中國會重蹈日本的覆轍嗎？》中，明言中國經濟的結局會比日本大衰退更差。

為何克魯格曼屢戰屢敗，卻又如此「執迷」唱空中國？

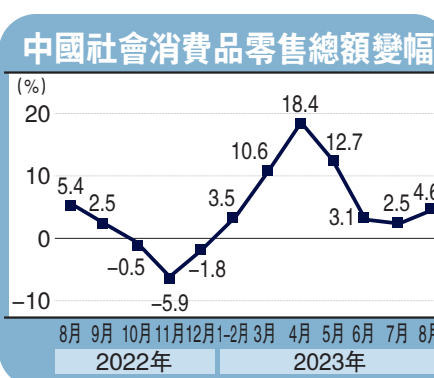
首先，克魯格曼在2015年訪華期間就曾自我「剖析」，「我們這一代

(學者)主要接受的是文化決定經濟的觀念，認為儒家文化或者印度的文化都會阻礙經濟增長。」他同時坦言，對於中國經濟實際情況並不了解，很多信息都是「聽別人說的。」

## 低估經濟韌性與改革剛性

事實上，克魯格曼一直堅持的「投資—消費」再平衡理論也不適用於亞洲。「東亞經濟奇跡」更應該概括為「引進國際資本和技術，投資主導和出口導向」的增長模式。

美國經濟學家羅斯托1960年提出的「經濟起飛模型」，用來解釋中國經



濟騰飛其實更為貼切。也因此，克魯格曼在分析中國發展時，低估了經濟的韌性與改革的剛性。

其次，「豪賭式預測」助長了克魯格曼的投機心理。特別是去年諾貝爾經濟學獎頒給了伯南克的「金融加速器」理論——關於美國經濟大蕭條的學術研究，不少經濟學家又打起了「中國經濟衰退」的主意，妄圖藉機衝向諾獎。今年6月，久未露面的野村綜合研究所首席經濟學家辜朝明再度活躍，將自己的「資產負債表衰退」理論套用在中國經濟身上。但此類觀點，往往都是「把脈」不準、更開錯「藥方」。

## 心水股

滙豐控股(00005) 中集集團(02039) 交通銀行(03328)

## 恒指低位爭持 17800點不容有失

### 頭牌手記

沈金

恒指繼續在低位好淡爭持。好友將防守線調高至17800點，因為若連這一關都不保，今年的低位17500至17600點水平亦會岌岌可危也！提前作防禦，兵家之正道。至於淡友，將阻力位定在18000至18200點區間，也是視之為「不可逾越」的大關。昨日的恒指亦大致在17800至18000點間上落，雖然是跌的時間多，升的時間少，但因關鍵水位仍在，所以也不能就此斷定輸贏。

成交量萎縮，昨日僅713億元，着實令市場人士感慨不已。現時，大家欠缺的是「一金兩心」，即「欠資金，欠信心，欠耐心」。有人開玩

笑，說錢都被高息債吸去了，這次發行綠債，保證息率4.75厘，實在吸引，所以有較多資金申請，是意中事，不過也不應將「罪過」歸咎於綠債，因為債市與股市是不同的投資工具。買債者求收益穩定，不冒風險，所以未必會進入股市，大家亦不應「賴」得就「賴」者也。

## 私有化股尋寶 風險可控

有人說，大家在等美國聯儲局的議息結果，所以不願入市。其實，市場大多數人預期美國9月不加息的了，除非有意外情況，否則影響也不會大，倒是內地繼續出招會多點憧憬，如果特區政府在施政報告有切實可行

的措施頒布，也許會起點作用吧。

對我頭牌而言，唯一古腦兒撲在私有化股份之上。由於知道此「秘笈」的人增多，平貨已不易買到，例如朗生醫藥(00503)才公布私有化兩日，1.7元的買入和成交便「鐵價不二」，這離1.8元的要約價僅6%水位，時間估計要4個月，所以利潤率已非吸引，但勝在成功機會較高，亦即相對買入其他股份，風險會細得多。雖是「蠅頭小利」，但「山大斬埋有柴」，也不能說全無好處。

恒指昨收17885點，跌111點，高低波幅17995至17833點。藍籌股滙控(00005)及友邦(01299)上升。內銀股好了一日，又回復平靜。

## 中集多元化布局 推動長期增長

### 股壇魔術師

高飛

全球物流及能源行業服務跨國公司中集集團(02039)早前公布上半年業績，受全球經濟及貿易增長動能減弱影響，收入為605.74億元(人民幣，下同)，淨利潤9.9億元，在預期之中呈現按年下滑，但按半年來看，業績恢復情況超预期。另外，安信國際發表研究報告表示，中集的新能源相關業務可迎來快速增長，加上多元化發展布局，將為集團未來持續增長提供有力保障，值得留意。

中集第二季度銷售收入為339.24億元，按年增長27%，淨利潤從第一季度的約3000萬元暴增至9.5億元，連續兩季實現按季增長，顯示這艘跨國巨輪已有企穩向好的信號釋放。

## 物流業務穩固 開拓能源板塊

中集營收有約70%至80%來自於物流行業裝運及服務，將業務依賴於單一經濟體，將存在較大的區域風險。而集團通過海外併購及當地建廠的形式，形成了當前的全球營運平台。中集的研發中心及製造基地分布全球近20個國家和地區，海外實體企業逾30家。

安信國際預期，中集的物流業務企穩，能源板塊保持增長。在經歷上半年物流行業的調整之後，下半年或迎來行業復甦，業績有望迎來修復。同時，受

到國際整體海上油氣開發行業景氣度持續上升的帶動下，集團的能源板塊新簽及在手訂單厚積，未來持續的訂單交付提升將貢獻穩定業績增長。

安信認為，中集穩固基本盤，創新業務實現多元化發展，作為集裝箱行業龍頭，在穩固集裝箱基本盤的同時，也積極探索全新業務領域，打造未來增長曲線。集團積極布局冷箱、冷藏車及冷藏服務，進一步拓寬海內外業務範圍，包括食品、藥品等企業。此外，集團及旗下子公司也在電化學儲能、模塊化建築、工業機器人等方面積極布局。

作為集裝箱製造行業龍頭，安信國際預計在未來物流行業持續復甦、海洋工程行業需求維持高位的推動下，中集將持續從中受益。疊加未來創新業務的增長，集團在多領域積極開拓布局下，長期業績將會持續改善。



## 內銀市盈率吸引 交行上望5.24元

### 經紀愛股

余君龍

港股已歷漫長的調整，恒指自去年第二季開始，一直受制於22000點，大部分時間圍繞20000點心理關口水平上落，形成一個典型長期整固的階段。期間外資對沖基金及動量基金等不斷衝擊，銳意造淡，而且多次浮現利淡的消息，但低位承接力較強，主要原因是港股的基本分析足以抵禦衝擊，主要指數成份股和大部分具盈利質素的股份，市盈率極之偏低，遠離市場價值的定律。

從宏觀分析，跨市場對沖活動是令資金回流港股的障礙，料當個別板塊如內銀、電訊等有主權資金投入，則是帶動大市擺脫惡性循環的先兆。

從技術走勢分析，交通銀行

(03328)近期回穩，較早前在4.23元尋底之後，逐步爬升，先後重返250天及50天移動平均線，目前更沿10天移動平均線組織上升軌，10天及50天線分別在4.57元及4.5元，而250天牛熊分界線則在4.33元，成為下線強力支持。至於技術指標亦配合走勢轉強，股價可望突破4.8元阻力區。

## 盈利受惠內地經濟增長

基本面分析方面，內銀股普遍偏低，過去數年，這個板塊的盈利增長維持平穩，與內地經濟同步，而且在未來5年甚至更長遠，內地經濟發展仍然迅速，內銀股盈利亦在預期之內同步增長，因此目前扭曲的偏低市盈率，始終會出現變化，股價可返回現

實的正軌。以現水平計，交行市盈率在9倍左右，仍屬偏低。投資者可在4.7元水平吸納，第一個上線目標是5元心理關口，中期反彈升勢可跨越5.24元。下線參考位則看4.5元。

(作者為獨立股評人)



## 英經濟增長放緩 多個城市陷財困

### 工銀智評

詹偉基

英國伯明翰市議會於9月5日根據《地方政府財政法》頒布《第114條通知》，宣布「破產」。事件導火線在於2012年，英國法院就伯明翰市議會多名女員工控訴其花紅低於工作性質類同的男員工，故申索同工同酬的案件，裁定市議會敗訴並需作出巨額賠償。伯明翰市議會累計已賠償11億英鎊，但表明無力支付餘下的7.6億英鎊賠償金。

早前席捲全球的新冠疫情亦令市議會面臨前所未有的財務挑戰，包括成人社會護理需求增加、商業稅收下降、通脹帶來的影響等，令多個英國市議會難以達到收支平衡。伯明翰市

議會目前赤字達8700萬英鎊，同時面臨電腦系統更新計劃超支、公共服務支出急增、中央政府削減10億英鎊預算等各類基建開支問題。簡單而言，巨額賠償金及收入失衡，對伯明翰市議會財政造成沉重壓力。

## 核心通脹超歐美 加息期未完

8月29日，英國47個市議會代表組織SIGOMA發表調查顯示，5個市議會稱其財務狀況非常嚴峻，正考慮今年發布《第114條通知》，無法平衡財政預算，9個市議會則指明明年可能發布該通知。另有12個不屬於SIGOMA的市議會亦考慮於2023至2024年度發布《第114條通知》。由此可見，英國多

個地方政府均面對財務挑戰。

受英倫銀行加息及全球經濟放緩影響，英國第二季實質國內生產總值(GDP)按年增長0.4%，連續第三季增長不足1%；按季經濟增長在過去四季在0.2%至-0.1%徘徊，顯示經濟面臨收縮。再者，英國7月份核心通脹率達6.9%，遠較歐美嚴重，且英倫銀行加息周期未見結束。英國今年兩年經濟按年增長可能不足0.5%，進一步影響政府稅收。筆者相信，除非英國中央政府積極介入並提供援助，為財困市議會提供額外撥款，否則，恐怕將有更多城市備受財務挑戰。

(作者為工銀亞洲高級業務總監暨金融市場部總經理)

## 氣候變化主題指數 投資新貴

### 實德攻略

梁延斌

大市持續沉悶，上月的銀債、本月零售債發售，市場反應不錯，資金多少也鎖在這些固定收益產品上，對大市成交造成一定打擊，執筆時剛好是聯儲局議息的日子，投資者都希望從中找到更多資訊來預判未來美國利率走向。不過，內地和香港投資氣氛轉熱可能還要延後一點點時間，因為本週六是杭州亞運的開始，加上中秋、國慶8天長假，兩者「相輔相成」下，估計市場氣氛就更難轉旺了。

## 極端天氣頻生 各國致力減碳

不過，在港股估值極端便宜下，相信估價也不會太大，反而踏入9月，筆者認為投資者應該要重新審視一個主題，就是氣候變化和極端天氣。香港踏入9月，先有十號颱風，相隔一周就來個五百年一遇暴雨，多處出現嚴重水浸。預計投資者，特別是本地投資者對這個主題未來會更為上心，而且縱使中美關係不穩，但在涉及氣候變化、減碳的時候也能「和平共處」，例如在剛剛的聯合國大會中，中國國家副主席韓正

與美國總統氣候問題特使克里在會面之後，雙方也表達出友好的氣氛。

可以說這一個議題會是未來企業發展的最大機會，同時潛在的政治風險也相對較小。投資者在選擇相關產品時，可嘗試在一些相關指數中尋找心儀股份或產品，以本地指數作例子，恒生指數有限公司編纂的指數，除了有我們熟悉的恒指、科指、國指等外，也有不少以其他投資主題的指數，而以氣候變化、減碳為主題的有恒生氣候變化1.5°C目標指數(根據2015年《巴黎協定》希望各簽署國努力將全球氣溫升幅限制在1.5°C之內)、恒指低碳指數、恒生A股通低碳精選指數。相關指數會以不同的主題去增加或減少股份在指數中的權重，也會把不合主題的剔除，投資者就可以選取更適合的股份。

持續16小時35分鐘黑雨對香港帶來的經濟損失，大家有目共睹，為企業帶來的損失也是投資者的損失，雖然問題不會因為我們減碳就可以解決，但可以延緩問題惡化速度，希望大家以後尋找投資產品時也會多考慮氣候問題！(作者為實德金融策略研究部經理)