

市場為何厭惡發達國家政府債券？

從今年下半年以來，全球金融市場又出現了一個共同的特徵，那就是主要發達國家的債券價格相繼下挫，而收益率高企，出現了和南歐「病豬」五國類似的局面。那麼，這一現象的背後是否凸顯出今天發達國家也出現了較高的違約風險？如果真是這樣它會給世界經濟的復甦帶來怎樣的挑戰？我想要得到滿意的答覆，就得從政府和市場、發達國家和新興市場國家、短期資本流動和長期資本流動等更為「一般化」而又「動態化」的視角來揭示出國債價格大跌背後的較為複雜的機理。



■「歐豬」債務危機持續困擾投資市場，相關國家發行的債券也令人敬而遠之。圖為希臘雅典附近的貨櫃碼頭。 法新社

市場變數多 預測非易事

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

一年將盡，又是回顧展望時。早前在12月21日跟大家談過一些想法，提到回顧得由2007年的次按說起，跟進事態的發展，可以發現由2007至今，每一年都是前一年的延續，之後的事件有跡可尋，只是有時世事並非直線一條，往往有所謂正反合，是一種辯證的關係，既是回應前一年，也因為前一年而出現反方向的變化，最終演變成新的一種格局。

值得思考的是，這種不斷演變的關係，與人類決策的思維限制，令我們往往無法預測未來。是的，大家不妨把每年在媒體上聽的預言，跟之後一整年的事態發展相比，情況倒是尷尬的多，值得炫耀的甚少。

說起來，人類預知能力有限，是天生使然，不應苛責，尤其金融市場上的變化，更是難猜。是的，跟社會制度和文化的演化程度相比，經歷這麼多年，人的生物結構演化慢得多，仍然是古代原始人的反應模式，希望從最近期的觀察，找到一些可用的規律，方便即時的求生所需。

環境不同難一本通書讀到老

故此，正如大家在每年大事回顧時，大家可以把一切說得非常肯定，誠然，是因為事件已發生，但本質上，即使事件已發生，邏輯上也不能由這一點，跳至下一點，把整個故事說得完整，當中的因果關係，其實是人類思維自行加上的，以幫助大家理解事件，對也好，錯也好，這是大

家的思考方式，歷千百萬年不變。

事實上，相對於現代社會人與人之間的交往，速度之快，遠遠遠古時可以想像的地步。最好例子正是金融市場，這個真金白銀押注一睹眼光的地方，這秒鐘可以看升，下一秒絕對可以突然看跌，人心之易變，令人類習慣了的說故事方法備受考驗。

既然如此，反正不能免俗，倒好，作預測的時候，可以老老實實的以說故事方式去進行。問題是，在金融市場的變化中，當你能夠以模似樣地說上一個故事，往往是一切已經反映了，應該改變押注的時候。

事實上，可以設想，金融市場的賭局，跟任何長玩長有的賭局一樣，這個博弈要持續下去，就如任何生態系統一樣，要有平衡，當絕大多數人看到同一事件又有類似想法之時，押注一面倒，這個博弈不可能維持下去，除非在某個臨界點來個出人意外的結果，才可以再玩下去。換言之，只要是從現實中觀察到長玩長有的賭局，必然是單憑隨機結果已足可令有關賭局殺多賠少。

明白這個殺多賠少的特性，配合上文所說的事件演化辯證關係，便可以了解，為什麼不能把最近的經驗照搬，硬套在之後的預測中，因為無論從或然率上，抑或從人們對市場變化的反應看，變幻才是永恒。

換言之，預測之困難所在，非不為也，實不能也。故此，無論對什麼人，預測準與不準，包容即是，不應苛責，既是寬以待己，也是寬以待人，猜錯是正常，猜對才罕有。如果大家有此心態，相信可以有個真正快樂的新年！

中國加息短期利好風險資產

路透專欄撰稿人
Jim Saft

聖誕節中國宣布升息或許不利於全球經濟增長，但至少在短期內有利於風險資產。從這個角度來看，中國升息最終可能幫到美聯儲主席伯南克，解了他的燃眉之急，在伯南克帶領下，美聯儲實施了旨在通過資產價格上漲的虛假奇跡來刺激增長的經濟政策。

中國升息顯示中國當局控制國內經濟過熱的意願增強。是次升息將一年期貸款和存款利率分別調升0.25個百分點，至5.81%和2.75%。

升息目的在於抑制通脹，中國11月居民消費價格指數(CPI)漲幅創出28個月來新高，達5.1%，更別提火熱的房地產市場，以及像草本藥品和珍饈美味這樣價格漲得奇快的消費品。

當然，升息也許能給國內投機行為降溫，但在國際資本眼裡，中國只會變得更加誘人，要知道人民幣最終將升值的前景已經讓他們垂涎不已。

游資需要棲身之處

人民銀行對形勢了然於心。人行調查統計司司長盛松成在該行網站發表署名文章稱：「理論界普遍擔憂的是，國內利率上升可能加劇國際游資流入。」

這暗示中國可能鐵了心要更有效地阻止國際游資流入。但這些俗稱熱錢的游資，不僅因為大家認為中國將在未來幾年成為上佳投資地點才存在。它們的出現至少也與美國和歐洲實施極度寬鬆的貨幣政策有關係，歐美政策的目的是要逼迫游資流向風險資產市場。這些寬鬆貨幣政策的意義不難理解，即暫時似乎促成了一筆可觀的利差交易，投資者揣着在法蘭克福和紐約等地獲得

的大量流動資金，砸向新興市場，尤其是中國。中國看似越來越討厭這些游資，但這些資金將不會停止流動。它們將設法進入其他市場，可能是其它新興市場，也可能是像澳洲這樣與新興市場緊密關聯的市場。同時它也不會放過歐洲和美國這樣的發達市場。

這倒不是因為西方國家的增長前景改善了——鑒於中國經濟增速可能會受升息抑制，因此談不上改善——而是因為廉價的游資需要尋找棲身之處。

美聯儲的官員們一直相對坦誠地表示，第二輪量化寬鬆的部分目的是刺激資產價格上漲，從而帶動消費和需求增長。他們可能會發現，多虧了中國最近升息，那些財富效應更程度上在美國得到集中體現。

這倒不是說美國實施通過拉高資產價格來提振消費的貨幣政策是件好事。過去十年這種政策的效果並不佳，而這回效果很可能也一樣不理想。

至少目前看來，那不會成為投資者關心的首要問題。他們將看到市場上漲，而且如果他們是業績與某個指標指數掛鈎的基金經理，將被迫去冒些風險。反過來，這將令許多分析師傾向持樂觀態度，嘴裡談論的也將是什麼樣的經濟復甦才稱得上名副其實。

一個關鍵障礙是企業行為，它們坐擁數十億美元現金，哪怕被迫延長工時，也不願增聘人手。他們會看到需求持續增長並把資金重新投入運營嗎？抑或這僅僅又是一波讓少數人大賺一把，但卻擾亂整體經濟的投機風潮？

最終中國可能不得不屢次加息，並採取其它有力措施阻止投機，兩者對全球需求均有害無益。即便如此，除非市場受到一次衝擊，而衝擊最有可能來自問題繁多的歐洲，否則大家有理由期待風險資產可在不受基本面影響的情況下繼續上漲。

但是，我們注意到美國政府並沒有對現在美國債券市場的震盪產生過度的擔憂，而是堅信新一輪量化寬鬆的貨幣政策和延長減稅措施的政策組合拳，能夠幫助美國盡快擺脫目前所處在的一個經濟復甦艱難的「通縮」狀態。於是，這樣引起的財政赤字擴大和美元氾濫所帶來的美元資產的縮水的格局加劇了國際資本的流出。但這給中國巨大的外匯儲備的存量資產所造成的負面影響可能會在這段時間裡蓋過增量資產所獲得的「超常收益」。美國之所以不在乎美國國債的價格是因為美國決策部門認為目前的量化寬鬆貨幣政策對美國而言是利大於弊。

其次，德國國債價格下跌的理由跟具有貨幣主導權的美國情況不同，雖然不能排除市場之間互相「感染」的成分，但主要還是因為市場判斷今後德國政府出於救動機的融資規模會隨著今後歐洲主權債務危機問題的不斷惡化而加大，於是，控制目前購買德國政府債券的數量來謀求今後較高收益回報的市場資金佔了主導地位。因為大家都知道目前南歐幾個國家的債務問題嚴重損害了歐元的貨幣價值，而且，德法不會在現在自己是歐元區最大得益者的狀態下輕易地去將這些「問題國家」趕出歐元區。

一行三會備受關注

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

上次提過「十二五規劃」確立了中國經濟增長模式改變的市場秩序，說穿了，其實就是把慣性的「潛規則」轉變成「面規則」，這個轉變是重要的，因為能夠為市場提供一個可以跟從的導向，一個能夠真實反映客觀經濟面的導向，沒有這套新的規則或市場制度，中國只能夠保持政府指導式的經濟發展模式，持續形成資源錯配和生產過剩等問題。

上回提到定價機制，包括利率的和商品價格的，這些規則的發展是將來人民幣市場化的重要基礎。而金融業的發展，則集中在一行三會身上，為金融市場監管訂立較完善的機制，培養一個成熟、理智的市場。

目的令金融業平穩發展

人民銀行：穩定價格，保持經濟平穩較快發展、調整經濟結構、管理通脹預期。

中國證監會：加快多層次資本市場體系建設、提高直接融資水平、發展場外市場、債券市場和期貨市場、基礎性制度建設、改進監管。

中國銀監會：防範並化解地方融資平台信貸風險、實施全口徑監管、制止金融機構間的不當合作、規範信貸資產轉讓行為、信貸結構調整以及呆壞賬核銷、撥備和防控。

中國保監會：加強償付能力監管、強化保險公司

第三，英、日兩國政府債券價格下跌的理由有很大的相似性。都是因為經濟增長出現結構性的失衡問題，尤其是在危機的惡劣環境中，靠市場自身的力量來挽救經濟的可能性很小，而政府救市的代價不僅僅停留在創造「有效需求」的環節上，更為嚴峻的是創造市場活力的產業政策的實施需要政府付出長久的努力和由此產生的巨大的經濟代價，更何況這兩個國家的政府都已經是債務景景，所以，當結構調整沒有出現明顯的效果的時候，政府融資的能力會隨着市場擔心程度的加劇而下降。

總之，在目前發達國家政府債券市場普遍疲軟的情況下，中國外匯儲備的運用戰略就顯得非常重要。如果我們可以用不減持美國國債或增加美國產品和技術的採購行為以消除兩國日益擴大的貿易失衡問題而換來美國政府停止出於「自救」的目的而繼續實施量化寬鬆的貨幣政策的行為，那麼，美國國債市場的不穩定就會是一個暫時的現象，這種雙方互利的政策協調一定會幫助世界經濟盡早的擺脫動盪和新一輪危機的風險。

否則，就可能出現兩敗俱傷的後果。因為別人國家的通脹會影響到他們財富的實際價值出現嚴重縮水的後果，於是，由此會更加抑制它們的消費能力，不僅會造成新興市場國家通縮風險的加大，而且美國政府所預期的貿易逆差的改善程度也不能如願實現。事實上，新興市場國家的墓前的泡沫問題已經讓其政府對海外熱錢產生了高度的警覺，交易紅利稅和直接的資本管理都在很多新興市場國家中大量的導入，從而由美國這種不負責任的組合拳引起的全球金融甚至貿易保護主義的再次抬頭都會拖累世界經濟的復甦步伐。

(摘自孫立堅網誌，本報有刪節)

的資本約束。

除了以上的獨立工作，一行三會較早前也發出了指導意見，推進農村金融產品和服務，目的在於引導資金流向農村；加強農村的自我發展能力，最終就是要讓農民的生活水平提高，帶動全國性消費增長。

宜綜合「十二五規劃」來看

一行三會所訂立的工作重點，應該與「十二五規劃」綜合來看。首先，穩定價格，保持經濟平穩較快發展和防範地方融資平台信貸風險等措施就是為應對金融危機作好準備。之前說過「十二五規劃」的定價機制就只是要「維穩」，因為「維穩」是改變經濟模式的前提，人行與銀監就要避免短期的價格大幅波動，或任何形式的危機，讓新制度順利通行。所以，可以斷定大規模的壓價行為不會出現，這從「穩定」二字可以見到，近期推出的收緊銀行的資本結構等的措施，就是要以小痛避免大病。

另外，工作的重點就是在監管方面，真正一行三會聯手的工作就在於治理金融業的「潛規則」。以往，中國商業銀行一貫的「看面子」放貸方式已經大為改善，但是，銀行間新形式的信貸資產轉讓、互相持有和證券業的「老鼠倉」、內幕交易等都是稍為缺乏監管機制的地方。中央要發展金融業在經濟中的比重，首要是提高金融市場信心，制度改革才是第一步。

(系列之二)

明後年全球貿易存不確定性

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員
應堅

今年全球貿易大幅反彈，未必意味未來兩年一定會延續如此凌厲的升勢。IMF《世界經濟展望》分析，陷入危機的國家的進口短期內急劇下降，並在中期內會持續低迷下去。此分析與美國實際情況吻合：到今年第三季為止，美國經濟連續第五季反彈，但進口增長明顯落後，實際商品進口總額低於高峰時4%，若計算名義進口值，更低出一成五。

未來美國進口能否出現較大改善，關鍵取決於私人消費的表現。金融海嘯後，美國私人消費去槓桿化進程尚未完成。美國居民更多地儲蓄，令儲蓄率從危機前接近零的水平回升至目前的6%左右；更少地通過借貸去消費，消費信貸已連續兩年減少，9月份餘額比2007年高峰時減少6.6%。美國家庭負債率不斷下降，從2007年第三季的13.96%下降至今年第二季的12.13%。同時，失業率居高不下，新增的非農業職位遠遠抵補不了在金融海嘯失去的800萬份工作。私人消費佔美國整體經濟的七成以上，短期內美國經濟復甦的基礎並不紮實，故也難指望進口有上佳表現。

美消費市場反彈力度存疑

由於美國是世界上最大的經濟體及消費國(以世界銀行數據，其GDP及私人消費分別佔全球的28%及31%)，也是最大的進口國(以WTO數據，佔全球的12.7%)，美國私人消費及進口情況對全球貿易具有相當重要的影響。特別是新興市場國家和地區，已成為美國消費品的主要提供者，若美國消費市場明後年未能出現更為強勁的反彈，新興市場出口將難以持續旺盛下去。

不過，全球貿易受到一些利好因素支持。首先，產業全球化進程在危機中並未停頓下來，跨國企業對全球貿易的貢獻有望增強。金融海嘯對歐美國內企業的影響遠大於海外企業，實體部門的跨國企業在海外生產部門所受到的影響相當有限，去年生產量及銷售額的跌幅均在6%以內，總資產增長了7.5%，僱員從7,900萬人增至8,000萬人。

更重要的是，由於來自海外企業的利潤彌補了國內企業的利潤減少，令跨國企業增加了海外投資的信心，未來投資將會繼續增加，從而也會刺激全球貿易。今年以來，主要新興市場國家接受的FDI明顯增加，中國內地、印度及巴西分別增長18%、88%及53%，就是一個例證。

其次，區內貿易成為全球貿易的重要動力。金融海嘯後，區域內貿易增長快於跨區域進出口。以美國為例，首9個月對北美進出口的增長速度大於對歐洲及亞洲。中國與東盟建立自由貿易區後，已從東盟第六大貿易夥伴升為第三大，今年首11個月貿易額增長四成。中國與區內其他主要貿易夥伴的進出口增幅亦超過與美國、歐盟的。區內貿易迅速增長，是由於自由貿易協議的簽署，而這一股潮流在危機後仍在持續中。2009年至今全球付諸實施的自貿協議有36個，為過去幾十年累計量的一成以上。

高科技產品成增長引擎

第三，高科技產品進出口進一步成為全球貿易增長的引擎。金融海嘯中，歐美高科技貿易相對穩定，重要性更加突出。去年，美國十類高科技產品進出口僅下降8.6%，小於整體貿易23.1%的跌幅；佔整體貿易額比重從21%升至25%，高科技產品貿易逆差從前年的124億美元下降至去年的33億美元。而從2004至2009年，美國高科技產品進出口增長了48%，同期整體貿易只增長14%。對新興市場國家來說，同樣存在機會，例如，中國在美國最大一類高科技產品(資訊通訊產品類)中的佔比已達47%。

還需要考慮一些不明朗因素，例如，未來貿易保護主義是否抬頭？WTO、OECD及UN今年3月聯合發表報告稱，2009年9月至今年2月各類貿易保護主義個案涉及20國集團進口額的0.7%，或全球進口額的0.4%，低於2008年10月至2009年10月的1.3%及0.8%。但實際貿易保護主義個案卻層出不窮，如歐盟對中國數據卡的反傾銷案、美國對中國清潔能源的301調查及特殊鋁製品的懲罰性關稅。究竟貿易保護主義是減弱還是增強？如貿易保護主義未能得以控制，全球貿易復甦必會受到阻礙。

(四之二)