

金融市場仍由美主導



國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

無疑，如火如荼的信貸危機令人懷疑美國的金融系統能否保持主導地位。實際上，很多分析員指出，美國金融體系此次失誤是一個重要信號：金融市場的主導地位，正由全球最大的欠債者美國，轉移往其他地方。

最近幾個月，我們聽到很多評論，說美國的金融市場體系已經破產，又說較保守的歐陸金融體系其實更好，又說亞洲發展中國家會放慢金融市場自由化的步伐。中國共產黨的喉舌《人民日報》社論更插嘴，建議現已是時候，在美金融體系以外，建設另一個金融系統。

新興國家未有力建立新秩序

那麼，我們是否會看到，美元地位崩潰、新金融體系取而代之？對此，我表示極大懷疑。事實上，中國還有俄羅斯、沙特阿拉伯、日本、新加坡……持有大量外國資產，這不等於說，它們有條件建立一個新的金融秩序。原因是，金融秩序是由欠債方建立，而非債權人/資產持有人。只要美國願意繼續在金融上創新，繼續以可靠而且流動性極高的政府債券作後盾，創新地融資，她很大機會繼續成爲金融市場的核心。

如果美國賴債，世界其他國家沒啥能做，對此，讀者或會感到困惑。在某些情況下，當然，這邏輯不能持續，世界各國最終會停止向美國貸款。然而，這不是我的主張。我的主張是：美國作爲一個最大的欠債者（大至債權人不得不對其仁慈），是不會賴債的。原因是，美國可以不斷地借貸，然後營運如常，不會像阿根廷般，經歷巨大信貸危機後，便一蹶不振。美國政府債券的長遠價值，有其靈活的金融體系、強勁的經濟生產在後支持。只要保持這兩個優勢，世界各地都願意借錢給美國，購買其債券，與美國一同擔當金融創新帶來的風險。

金融危機顯示美經濟活力

與其批評華爾街的貪婪和債務危機帶來的恐懼，我們應把注意力放在兩個很重要的想法：一，美國經常都有金融危機，因為她是金融



美國經常都有金融危機，因為她是金融創新的中心。如果監管者能和衷共濟，現在的危機應能很快解決。金融體系將更精簡、有效，融資途徑更廣泛，按揭證券融資體系將更有彈性。

(資料圖片)

能否有效借貸決定經濟力量

能否有效借貸，是經濟力量強弱的決定性因素。雖然，這一規律歷代皆知，卻未能獲得足夠的重視。優秀的借貸能力令英國在七年戰爭中（1756至1763年）打敗法國，奠定英國在隨後的一又二分之一世紀的霸權地位。美國首任財政部長 Alexander Hamilton 致力壯大美國的國力，非常明白債券的價值。

Hamilton 壓倒了兩大主張：一，在國家財政上，採取保守態度的人，主張應迅速償還革命戰爭帶來的債務；二，主張債務應由提出借貸的州份承擔。第一種主張限制了國家爲基建和工業發展融資，第二種主張很可能帶來大量信貸違約，嚴重損害國家未來的借貸能力。Hamilton 成功爭取由聯邦政府發債。Hamilton 建立的債券融資體系，奠定了一個重要基礎，令美國成爲十九世紀的工業和金融強國。每一個有抱負的經濟強國都應認識這段歷史，承認借貸能力，比資產積累更爲重要。

猶如我所見，打賭美國金融主導地位完結並不明智。雖然美國的銀行體系崩潰，美元依然強勁，政治上的措施和緊急財務救助只會加強我的看法。

創新的中心。換言之，危機反映美國金融體系的活力，而非弱點；

二，真正的金融和經濟優勢，屬於可有效地借貸的國家，而非那些擁有最多外國資產的國家。

上世紀最後25年，美國經歷了一連串金融危機：垃圾債券崩潰、儲蓄與借貸危機、科技泡沫爆破，現在則是按揭信貸危機。每次危機都源自金融創新：垃圾債券、銀行監管放寬、互聯網（支持互聯網產業發展的創投基金、股票期權）、新穎的按揭證券化方法。在每一個案例中，市場參與者都過度興奮，承擔過度風險。這些風險的應有代價，都被市場嚴重低估。無可避免地，這些風險要重新訂價，這令泡沫爆破，並帶來一波又一波的破產潮。某些情況下（就像現時），監管上的失誤，會令危機惡化。

在前面提過的情況中，瘀血清除後，美國經濟依然會受益於其不斷創新。很多公司能更容易地接觸到融資渠道、一個很有效率的銀行體系、互聯網，其風險溢價亦會適當地評估。如果監管者能和衷共濟，現在的危機應能很快解決。金融體系將更精簡、有效，融資途徑更廣泛，按揭證券融資體系將更有彈性。