

復蘇阻力大 結構性周期性問題多

新興經濟體難快速反彈



今年的一系列數據表明，新興經濟體正錄得自全球金融海嘯以來最低的增長率。數據顯示，新興經濟體的年增長率自2009年以來首次低於4%。有外媒分析稱，短期而言，新興經濟體的整體表現將主要取決於中國。不過，取決於中國經濟有可能是對刺激政策作出反應，也有可能是進入伴隨低迷增長的長期調整。但即使整個新興市場真的復蘇，也基本不可能重演前兩次大幅放緩之後出現的那種急劇反彈。

國內政策放鬆效果有限

新興市場當前局勢令人不安的是，強勁增長面臨的阻力似乎既是結構性的，又是周期性的。這說明，即使國內政策得到放鬆、外部環境變得更為有利，增長也仍將是有限的。不同的新興市場國家面臨着不同的結構性問題，但這些問題共同造就了這樣一種局面：確保未來5年的增長要遠比克服未來幾個月的阻力棘手得多。不只是中國經濟增長放緩，其他大型新興經濟體的增長也遇到了困難。巴西仍在竭力應對高於目標水平的通脹，並努力展示財政鞏固以恢復政策信譽。俄羅斯的地緣政治和債務危機正在拖累整個中東歐地區的經濟增長，儘管只是通過拉低平均增長率的方式拖累的。當然，新興經濟體的部分放緩是由中國經濟放緩引起的連鎖反應所致，但這一事實卻恰恰顯出，許多新興經濟體的中期增長前景不佳、而且容易受到外部衝擊的影響。



「中國」[私募]及「基建」成投資新寵

由於「低利率、低增長、低收益」等「三低」時代模式化，為將運用收益率提高，資本的大幅移動已經開始。韓國《韓國經濟》近日指出，目前國際投資資金正在向中國、私募基金以及基礎設施建設等三個方向移動。專家分析，對美國及歐洲的商用建築投資的主權財富基金等國際「大腕」，選定中國、日本以及東南亞等國收益率高的地區為投資地區，是一個很大的變化。專家認為，特別是中國的救助金融與健康管理，亞洲的私募基金與私募貸款基金，歐洲與澳洲的基礎設施建設市場等有望成為投資集中區域。

就業缺口過大 美應明年加息

高盛認為，美國就業缺口比聯儲局預想的大得多。聯儲局「官方」定義的就業缺口是失業率（現為5.4%）與FOMC「長期」失業率中趨勢範圍（現為5.1%）的差值。如果這與實情相符，那麼聯儲局有理由盡快加息。但高盛認為這是對就業狀況的誤讀。原因有兩個：首先，FOMC有可能繼續下調結構性失業率估值。在過去兩年中，FOMC結構性失業率預期中值的確不斷下降；此外，芝加哥聯儲最新研究報告表明，人口老齡化可能會隨時間推移大幅壓低結構性失業率。因此，聯儲局可能應該等到2016年再加息。

總理信暗示希已迫近破產

自從上周向IMF償還了7.5億歐元的貸款以來，希臘違約的風險越來越大。IMF總裁拉加德此前曾表示，沒有歐盟的幫助，希臘或將無法支付這筆貸款。不過，希臘最終向IMF支付了貸款且並未借助歐元區集團的幫助。但在歸還這筆貸款之前，希臘總理齊普拉斯曾寫信給IMF總裁拉加德警告稱，除非歐洲央行上調希臘發行短期債務數額的上限，否則IMF的貸款將無法支付這筆貸款。這封信的內容首先由希臘報紙報道，但後來被英國《金融時報》獨家證實，使得輿論紛紛猜測希臘已迫近破產邊緣。

地球總人口離見頂不遠

地球總人口已經超過了70億，而在200年之前，地球人口還不足10億。近三個世紀以來的人口大爆炸令包括金融市場在內的人類活動發生了翻天覆地的變化。《數據中的世界》作者羅薩指出，18世紀之後，全球人口增長開始加速。人類人口增長史可以分成三個階段。第一階段前現代見證了相當長時間的人口低增速。第二階段則隨着現代化社會而出現高速增長。生活水平和醫療水平的改善令人口不斷增長，這一階段在1962年觸頂。現在正身處第三階段，人口增長不斷下滑。本世紀結束之前人口將結束正增長。



中國從投資拉動型增長模式轉向消費拉動型增長模式，恐怕要花很長時間。資料圖片

正如凱投宏觀指出的那樣，前兩次新興經濟體增長大幅放緩是需求銳減導致的產出缺口，後來隨着政策放鬆和全球需求復蘇，這種情況很快得以逆轉。這一次，並沒有那麼多的證據顯示產能大規模過剩。新興經濟體的失業率沒有大幅上升；另外，雖然因全球油價下跌，過去一年的整體通脹率大幅下降，但核心通脹率的變動卻小得多。因此在許多新興經濟體，出於激進的貨幣寬鬆以抵銷經濟放緩影響的潛力有限。

中國經濟轉型耗時料長

先從最大的新興經濟體中國說起，中國已開始放鬆貨幣政策以應對經濟放緩，但此舉在中短期內對促進增長有多大效果目前尚不清楚。中國的結構性問題包括大規模的過度投資，及其導致的供應能力過剩和企業槓桿高企。下調利率將有助於去槓桿化，但也可能加劇產能過剩問題。中國從投資拉動型增長模式轉向消費拉動型增長模式，恐怕要花很長時間。此外，轉型期間乃至轉型之後，被大肆鼓吹的、所謂其他新興經濟體向中國出口消

費品獲得的好處，恐怕也要花很長時間才能變成現實。就目前而言，中國經濟放緩的影響已經波及了其餘的新興經濟體：大多數新興經濟體的對華出口額都在下降。

亞洲產能及槓桿問題普遍

同樣，中國的產能和槓桿問題也出現在其他新興經濟體，尤其是亞洲新興經濟體，雖然它們的問題沒中國那麼嚴重。馬來西亞等國的私人部門債務水平很高，可能需要很長時間才能消化——如果美元升值和美國利率上升推高債價成本，情況就更是如此。儘管增長放緩、通脹持平或者下降，但大多數新興經濟體的債券收益率卻在近幾個月有所升高，這將讓這個問題變得更為棘手。一段時間以來，企業盈利水平也一直不高，這意味着即使利率下降，企業想的也將是緊縮開支、而不是投資。巴西繼續做出壞的表率，它的政策加劇了結構性的供應面問題，導致需求面舉措很難重振增長。儘管經濟在放緩，但巴西看起來很可能會進一步收緊貨幣和財政政策，因為當局正竭力將通脹和通脹預期降至目標水平之下，以使外界對該國財政的可持續性產生信心。

羊群效應易致風險意外逆轉

投資者一直習慣性地認為，面對央行的大量廉價資金要單邊押注金融資產。而最近幾周他們猛然意識到情況不對，正是這條經驗法則造成了市場運轉失靈。

單向押注致流動性匱乏

最近的市場調整在八年牛市中也許只是一個小小的雜音，但卻在流動性這個根本問題上揭示了一個令人痛苦的真相。全球央行自2007年以來向經濟注入了11萬億美元。如此充沛的資金，使得投資者更難在價格波動不大的情況下出脫手中的金融資產。流動性大潮把資產價格推上了紀錄高位，也讓投資者相信，無論是避險的公債還是高風險的股票，都會不斷攀高。問題是，從定義來看，高流通性市場應該是雙向的，而越來越多的投資者發現他們全都在朝一個方向押注。用術語來

說，市場已變得缺乏流動性。花旗分析師邁特金表示，只要有點風吹草動，價格波動就很大，每個人都越來越意識到，最基本的理由就是羊群效應，這些趨勢強勁的市場容易在沒有理由之下突然逆轉。

德債成市況逆轉暴風眼

歐元區債券上月開始出現的拋售，如今卻正好表明投資避風港是如何的經不住打擊。分析師一直難以斷定這次市況逆轉的成因，但擁有最高評級的德國債市卻成了暴風眼。摩根大通稱，央行慷慨放錢的後果之一，就是投資者會假設金融市場將有一段太平時期。他們應用「風險價值模型」，增加持倉規模以反應低波動性。大多數情況下這麼做是有用的。但是，這種模型的擴散卻意味着一旦市場信心轉變且每個人都再賣出時，情況可能會很慘。

歐版QE副作用：股債榮辱與共

歐洲央行於今年3月正式啟動歐版QE，初衷是拉升歐元區通脹並提振經濟。然而令行長德拉吉萬萬沒想到的是，QE的副作用竟令歐洲股市和債市正關聯度升至2013年9月以來新高。

3月歐股債齊漲 4月同跌

Euro Stoxx 50和彭博歐元區主權債指數60日的正向關聯度上周二升至0.5，而3月10日兩者的關聯度不到0.1，越接近1說明關聯度越高。管理規模達850億美元的史多本資產管理負責人菲內斯認為，在低利率和負利率環境下，債市和股市的同步率會明顯提升。而債券收益率走高對於股市而言是利空因素。

乏監管 藝術品漸成洗錢手段

近日，有「末日博士」之稱的紐約大學斯特朗商學院教授魯賓尼在米爾肯研究院全球會議上稱，高端藝術品市場內幕重重，卻沒有足夠的監管政策。該市場或因此成為逃稅、甚至洗錢的好去處。

藝術品市場須增透明度

魯賓尼在聽聞西班牙現代抽象派大師畢加索一幅畫作或將以1.4億美元成交後，作出了這樣的評論。事實上，這幅畫上周由佳士得拍賣行拍出1.79365億美元（約14億港元）的創紀錄成交價。同為現代藝術收藏愛好者的魯賓尼，因正確預測金融危機而聞名。他說，任何人都可以購買百萬美元以上的昂貴藝術品，用現金支付，不必在任何系統中登記註冊。藝術品市場與金融系統幾乎沒有任何聯繫。魯賓尼稱：「一些人利用藝術品，特別是非常昂貴的藝術品，作為洗錢的手段。」魯賓尼表示：「瑞士銀行可能有一個代替品，不法分子可以購買昂貴的藝術品，藏在任意一個歐洲自由港口，就像銀行保險箱一樣。」瑞士銀行已受到高度監管，不再受逃稅者青睞。在全球金



畢加索《阿爾及爾女人（O版本）》由匿名買家以14億港元奪得，是歷來最貴的拍賣藝術品。資料圖片

玄永哲事件凸顯金正恩挺文防武



上個月末，當朝鮮頂尖女子樂團在平壤為身穿軍裝的部隊官兵登台獻藝，演唱《光輝的祖國》等愛國歌曲時，朝鮮人民武力部長玄永哲正是台下的貴賓。據韓國情報機構表示，不到3天玄永哲就死了，他因為在朝鮮最高領袖金正恩講話時打瞌睡等不敬行為而被高射炮處決。英國《金融時報》近日分析稱，如此迅速的落馬，在金正恩統治下的朝鮮算不上史無前例，金正恩對朝鮮高層官員進行了一場似乎是幾十年來最大規模的清洗。

玄永哲被處決說法遭質疑

不過，玄永哲出席活動的報道仍然出現在朝鮮國家媒體上，引起了一些分析人士的懷疑，這也凸顯了對朝鮮不透明的政治局面實施評估的難度，尤其此時金正恩正在尋求鞏固權力之際。朝鮮官方報紙《勞動新聞》最後一次提到玄永哲的那一期出版於4月30日——他出席觀看牡丹峰樂團演出。韓國智庫機構世宗研究院的研究員鄭相昌表示，這使人們對韓國國家情報院(NIS)聲稱玄永哲被處決的日期不晚於那天的說法產生懷疑。首爾東國大學教授高有煥稱，在朝鮮，當某個人遭到清洗，他就不再被朝鮮媒體提及，其在官方文件中的記錄也會被抹去，我們應該等待進一步的消息來核實NIS的說法。NIS並未給出該機構如何獲得朝鮮政壇情報的具體細節。

但是，沒有多少人質疑金正恩正對朝鮮高層進行異常洗牌的說法。據NIS消息，金正恩上台不到兩年，朝鮮218名頂級官員就有約一半遭到撤換。NIS上月告訴立法者，2014年有41名朝鮮高官遭處決，今年到目前為止已有15人遭處決，罪名包括質疑金正恩對一座新大樓設計的決定等。在朝鮮用高射炮處決玄永哲的說法傳出之前，美國非政府組織朝鮮人權委員會上月發布的一份報告稱，衛星照片顯示朝鮮在去年10月曾使用這類武器實施了一次集體處決。

金正恩正試圖加強執政地位

《金融時報》猜測，金正恩似乎已經削弱了軍隊精英的權力，將越來越多的權威賦予黃炳誓等文職官員。黃炳誓晉升前，在頗具權勢的朝鮮勞動黨組織指導部任職。去年黃炳誓被授予少將軍銜，他在朝鮮官方媒體的報道中佔據顯眼位置，表明他已被確立為金正恩手下的最高級官員。韓國統一研究院研究員鄭永泰表示，頻繁的洗牌表明金正恩對局面有完全的掌控，現在朝鮮經濟比過去略微好一些，他正試圖加強執政地位，以防範軍方。

軍方仍被視為重要政治力量

然而，大多數分析人士依然將朝鮮軍方視為一股重要的政治力量。儘管金正恩的公開講話著重強調提高生活水平和改善國民經濟，但他並未給外界留下多少可以指責他在國防上表現軟弱的話柄。核科學家黑克爾根據中國專家的調查稱，中國專家相信朝鮮正迅速生產核武器：他們認為朝鮮在去年年底就擁有至少20枚核武，在明年年底這個數字可能會翻一番。高有煥分析，不管朝鮮的核能力水平有多高，金正恩的這種大肆張揚是其保持對國內控制努力的一部分，他試圖通過加劇外部緊張局勢和國內的恐懼政治來防止內部反抗，但這種反覆無常的統治無法長久。在夯實權力基礎後，他可能會變得更為溫和。



玄永哲(右)事件凸顯了朝鮮不透明的政治局面。資料圖片

新安保法將今日難拒美要求

據日本共同社早前報道，日本首相安倍晉三日前在國會答辯時稱，新安保法案一旦成立，自衛隊的海外派遣將基於日本的「自主判斷」來決定，否認會因「追隨美國」而捲入「美國的戰爭」。但有關專家指出：「毫無疑問，新法案一旦成立，美國的要求將變得更加難以拒絕。」

安倍上周在日本眾院全體會議上表示：「關於自衛隊的海外派遣，將在考慮國家利益和自衛隊能力的基礎上自主判斷。」對此，日本前防衛省官員、曾任內閣官房副長官助理的柳澤協二表示，「本次法案的最大要點是可以在全球範圍內毫無限制地支援美軍」，強調安倍所說的「自主判斷」難以實現。柳澤是由憲法學者組成的「國民安保法制懇談會」的成員之一。柳澤關注的是4月份先於安保法案被修訂的《日美防衛合作指針》。

不能再拿憲法限制當理由

日本前外交官、曾任明治學院大學教授(國際關係論)的淺井基文分析稱：「法案獲得通過後將不能再以『憲法上的限制』為由拒絕美國的要求。」在與阿富汗戰爭和伊拉克戰爭有關的維和重建領域，日本為派遣自衛隊制訂了「特別措施法」。本次的「國際和平支援法案」則規定日本政府隨時可向海外派遣自衛隊。淺井預測稱：「一旦美國有所要求，自衛隊將馬上被派出。」淺井還以北大西洋公約組織為例表示：「北約是由28個國家組成的多國同盟。在處理境內外的地區衝突時，各國可以不依據美國的意願而自主決定。實際上也是這樣運作的。但是，日美同盟作為僅有兩國組成的同盟，日本拒絕美國的要求是難以想像的。相反，安倍政府將更積極地響應美國的要求。」