

《信報》專欄〈文人經略〉

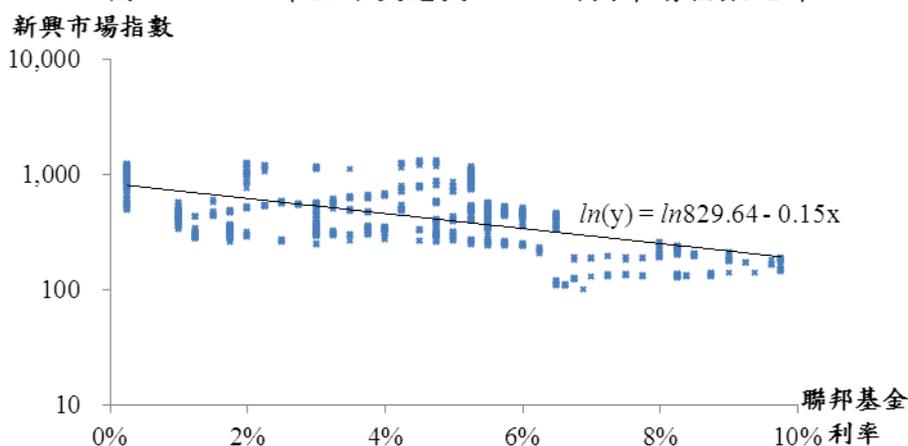
美國息魔爛得咸 好彩世界是平的

2015年首次開壇，為祝大家笑口常開，先轉述一個有關全球化和翻譯的笑話。剛好十年前，美國人割馬屎·忽得聞(Thomas Friedman)出版了一本討論全球化的暢銷書 *The World is Flat*。當時兩岸出版市場正爭奪此書的中文命名權，台灣搶先翻譯，將「Flat」譯作「扁」，書名為《世界是扁的》；其後，內地譯者認為該譯名不好，經考證後發現「Flat」=「扁」=「不厚」=「薄」，故將書名譯為《世界是薄的》。最終這本暢銷書的中文版面世時，正式譯名為《世界是平的》。

哈哈，這種水平的玩笑，精明的《信報》讀者可能覺得小學雞；不過，該書對全球化的論述堅過石堅，影響了2008年金融海嘯前的全球思潮，倒是事實。來到2015年，說不定「世界是平的」這個主題將以全新的區域化形象出現，成為今年新興市場（特別是亞太區新興市場）抵抗美國息魔的護身符！

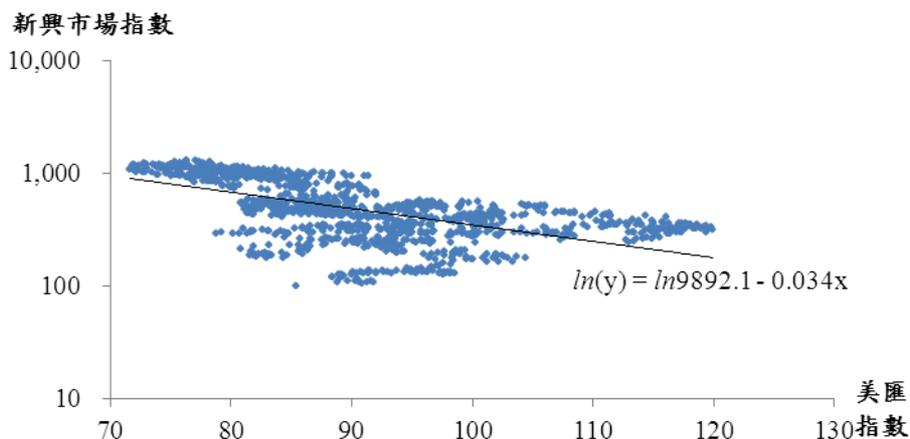
自古文人多大話，新一年就咁浮誇？非也非也。觀中外各大行家媒體袞袞諸公對今年的大市展望，近乎一面倒為美息必加、美元必升、新興必死之局。以圖論圖，假如美息真加、美元續升，新興市場確合該有事（圖一、二）。

圖一：1988年至今美息與MSCI新興市場指數迴歸



截至剛過去的2014年底，在MSCI新興市場指數的成份中，中、韓、台三地合共佔比近半。要是指數被美息和美元「隊冧」，三地股市顯然無運行；當中金融股和科技股在所有板塊中佔比同樣近半，投資者要趨吉避凶，自己「單撈」張指數 factsheet 睇睇執生好了。不過如果是咁，「世界是平的」這張護身符又從何說起？

圖二：1988年至今美匯與MSCI新興市場指數迴歸



投資者記性好的話，應該記得去年3月MSCI曾就A股可能被納入其中國指數和新興市場指數方案，向業界進行諮詢。後來雖有總理李克強宣佈滬港通計劃，但最終MSCI仍否決將中國A股納入新興市場指數，僅保留在審核名單內。所以，現時新興市場指數內的中國股份，其實是指在香港上市的國企股和紅籌股，A股暫時是無份的。

正因如此，假如美息和美元「隊冧」新興市場指數，肯定無運行的只是佔比重重的香港中資股；A股相對封閉，有權獨善其身。去年新興市場指數跌近半成但上證綜指卻升逾五成，已是明證。何況，自滬港通開通以來，A股強於H股、H股強於恒指的情況益發明顯，香港股民要找救命繩，要麼在歷史高位接美股（假設美國同樣可獨善其身），要麼在近年高位接A股。

A股這條救命繩，跟「世界是平的」這張護身符有何關係？關係可大了。眾所周知，近月A股之升，並非基本因素有什麼改善，而是在政府連番推出支持及改革措施下，投資者對未來穩增長和改革紅利的憧憬大大增強所致。上期本欄引述日韓學者的研究，指出投資者對改革的預期可帶動資金流入；去年下半年內地股市與FDI齊升，適足印證研究結果。

改革不僅是當地股市的救命繩，配合「世界是平的」這張護身符，更能對周邊國家起傳染作用。三名瑞士及澳洲學者對1995年至2006年期間144個國家進行研究(註)，發現經濟改革的特性是「隔籬飯香」：一個國家「無啦啦」肯改革，往往是因為鄰國首先進行改革，然後出現傳染性（「逆向骨牌效應」），於是你改我又改，形成風氣。

研究認為當中最重要之傳導機制，是「世界是平的」這一環，包括生產要素自由流動、國與國之間的地理位置接近，以及文化語言相通。相反，經濟學者普遍關注的貿易元素，原來不太重要。由是之故，處於同一區域的國家，距離愈近、文化愈似、資本和人力愈通，改革的傳染性愈高，自然愈能推動整體區域發展，加強對外部衝擊的抵抗力。

細心想，國家主席習近平提出的「一帶一路」戰略構想，沿線大多是新興經濟體和發展中國家，今年固然面對美息、美元齊升的威脅，同時卻有廣闊的改革開放空間，正是典型新興市場所面臨的情境。況且，「一帶一路」強調基礎建設及海上區域的互聯互通，莫非是「世界是平的」的體現，甚至是威力加強版？

「世界是平的」加「改革紅利」，概括了中長期的內外國策方針；一如上文引述的學者結論，逆向骨牌效應會將經濟改革傳染開去，最終有利整體區域的發展。不過，這些都是中長期的趨勢，美國息魔正步步逼近，以長期策略應對短期風險，有點像金融市場的期限錯配，難有效避開危機。因此，要實現長遠的「改革紅利」，還需中短期的「穩增長」措施配合，才能真正發揮「世界是平的」的護身符作用。

從聯儲局內各好息之徒的嘴臉及利率期貨走勢看，美國息魔的祿山之爪很可能於半年後伸出；為自我抗疫，近年多個亞洲新興國已相繼推行改革，包括印尼、泰國、新加坡及馬來西亞等東盟四國的財政改革，以及印度莫迪政府上台後的市場化改革。當然，數規模最大、影響區域及全球格局最深者，還是內地的全面深化改革。

在「世界是平的」大旗下，亞洲新興國的改革風潮有望快速互相感染，甚至在一定程度上對美國息魔產生抗體，避免1997年的悲劇重演。去年初至今，MSCI新興市場指數跌逾6%，反映歐美發達股市的世界指數僅升0.6%，但新興市場亞洲指數卻升近2.2%（圖三）。除非一注獨贏美股不買新興，否則，識買嘅，一定係買亞洲新興。



註：Gassebner, M., Gaston, N. and Lamla, M. J. (2011), THE INVERSE DOMINO EFFECT: ARE ECONOMIC REFORMS CONTAGIOUS? *International Economic Review*, 52: 183–200.

何文俊
環球金融市場部