



祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

興騰投資管理(香港)  
有限公司董事總經理  
特許財務分析師  
曾經在不同國際投行研究部  
擔任分析師及主管逾14年之久，  
專長中小型股研究，  
後轉職往對沖基金擔任基金經理，  
2010年創立興騰。

# 槓桿泡沫

全球最大對沖基金Bridgewater Associates (管理超過1,500億美元資產) 創辦人達里奧 (Ray Dalio) 曾經發表了不少著名的投資及市場理論，其中之一是描述加槓桿 (信貸) 及減槓桿形成市場盛衰的不同周期。

簡單地講，市場系統可以由：1) 短期債務周期及；2) 長期債務周期來闡述。而每次經濟低潮或金融危機都是由於過度信貸膨脹 (即槓桿過高) 所造成。

## 一、短期債務周期

即商業周期，通常5至8年期。此周期的形成乃由於支出 (由貨幣供應及信貸導致的增長) 增速高於可生產產能的增速。當支出受制於緊縮的貨幣供應及信貸時，經濟衰退便出現。換句話說，經濟衰退來自中央銀行的緊縮政策引發私營企業的信貸收縮。而經濟衰退最終則由於中央銀行開始寬鬆 (透過減息及增加信貸)。

## 二、長期債務周期

此周期通常長達50至70年，形成由於信貸增長快速於收入及貨幣供應。當息率不能再減，而債務支出過於龐大，而市場需要去槓桿 (包括減債，緊縮，財富重新分配及債務貨幣化)，經濟蕭條便出現。經濟蕭條發生由於私營企業的信貸收縮不能由中央銀行下調貨幣成本所修復。經濟跌入蕭條時，中央銀行的寬鬆貨幣政策也無效 (因為息率已接近零)，不能刺激信貸增長。

一個普通的經濟衰退可以由中央銀行減息終止。去槓桿則較難做，需要通過債務重組，撤帳，緊縮，財富轉移 (由富人至窮人) 及印刷鈔票。達里奧認為當綜合以上元素令經濟增長的名義速率高於名義息率時，「漂亮的去槓桿」 (Beautiful Deleveraging) 便出現。

達里奧的環球宏觀投資策略，就是基於他對不同的經經周期點作出的判斷，從而作出合適的資產配置及投資。雖然美國已經進入加息周期，但經濟仍處於復甦當

中，個人及企業的槓桿比例仍然不算高，所以加息並不同美國牛市會終結。應用他的信貸周期理論於香港市場，關鍵的是：1) 聯儲局的貨幣政策對香港資產價格 (包括股市、債市及樓市) 的影響。其中包括香港銀行系統內的流動性及未來資金流向；及2) 現時香港投資者的信貸及負債情況。

## 香港銀行流動結餘有可能下滑

根據香港金融管理局的數據，今年4月份香港銀行同業市場流動資金結餘高達2,595億元 (2009年4月只有1,592億元)。銀行界經常強調香港不須立刻追隨美國加息。最近聯儲局議息紀錄顯示部分官員認為應該開始削減該局持有的4.5萬億美元資產負債表。其中一方法是停止再投資將會到期的國庫債券。把負債表收縮即減少貨幣供應，令市場流動性下降及利率趨升。另美國總統特朗普 (Donald Trump) 政綱之一是要要求美國企業將存放在海外的利潤班師回國。

筆者猜測很多與中國有緊密業務關係的美國公司都極有可能將一大部分海外利潤存放在香港銀行體系。所以香港銀行流動結餘有可能在未來數年大幅減少，導致香港加息速度加快及銀行收緊信貸。現時私人銀行的高淨值客戶很容易獲得低息及以倍數計的槓桿進行投資活動。雖然個人投資房地產的負債比率並不高 (肯定遠低於1997年時)，但透過私人銀行提供的信貸投資債券及結構性產品的比例應該非常高。一旦銀行削減槓桿比例，其所造成的拆倉破壞力 (尤其是對債市及樓市) 絕對不能忽略。假如香港銀行流動結餘減少，對香港股市的影響反而不會太大，因為近數年股市不景氣，絕少投資者長期使用高槓桿買入股票及股票基金。

