

《理財篇》

瞄準未來投資

曹邦荃



一般人常問「要如何投資？」

要回答這個問題，就要先了解以前曾經的投資趨勢。這些趨勢以後可能又會有什麼重大的變化。因此在設定投資目標時，至少要能了解趨勢避免誤判。

又有人說「選擇比努力更重要」當事情過後，有了共識，了解了方向，我們自然會作正確的選擇。但是問題的重點是「在目前時間點上，我們不知道如何選擇，我們不知道方向在哪裡？」

本文就嘗試說明以前發生了什麼？以後投資要考慮什麼？

首先觀察 80 年代，當時利率與通貨膨脹走高，股票市場價

位偏低，政治動盪不安。當時沒人理解我們即將面對一個世紀性大多頭。

從這裡我們要開始談一點經濟知識。雖然有點枯燥，但是卻不可避免。

經濟學中有所謂「生產要素」的觀念。生產要素又稱「生產輸入」「生產資源」。是指為了創造社會所需要的產品或服務，這部大機器需要投入的原始材料是什麼？這就是

「土地，勞動，資本，生產創新」。

也就是說，一個人如果能取得或產生其中任何一個要素，都可以創造生產條件。就個人立場，用最通俗的話語，就是成為別人眼中的成功人士或是有錢人。

在 80 年代開始，全世界產生了幾個巨變，任何一個都足以改變世界或每個人的生活。

首先，中國開始了改革開放進程。中國政府將原先凍結在地方及農村的勞動人口開放進入市場。沿海城市（以廣東為代表）開始配合國外需求，利用這些勞動力採用「三來一補」政策（來料加工，來樣加工，來件裝配，地方政府補貼措施）當時的中國缺乏資金技術與先進的勞動知識。最充分的就是當時最便宜的勞動力及土地。如果你當時在農村，最好的選擇就是走出大山。如果你在都市，你會發現你突然變得不認識了這個世界。某些「倒爺」竟然可以過得比自己還好。

在蘇俄方面，1991 年蘇共總書記戈巴契夫宣布，蘇維埃社會主義聯邦共和國自行解體。蘇俄立刻分裂成立以俄羅斯為首的各別小獨立體。當年的蘇聯經濟與現在類似，就是各種原物料的生產與初級加工。最先進的技術集中在武器生產方面。獨立以後，各個新興獨立體為了生存，最簡單的方法就是維持以往的貿易方式，以本身最盛產的原材料對外國傾銷。2005 年尼

瞄準未來投資

可拉斯·凱吉主演的電影「軍火之王」就體現當年的現象。此時的蘇俄滿街的倒爺。如果你是拿固定的工資或公務人員，你會發現政府幾個月發不出薪水，偶爾發出的薪水甚至不夠買原來的麵包。

可是這個可憐的慘況對全世界的正面貢獻，就是原物料開始長期供過於求，價格向下。此後的世界基本上有相對穩定的物價與豐富的原物料。

以最重要的原物料石油為例，當時間延續到了 2020 年 4 月 20 日，因為新冠疫情在全球爆發，燃料需求大幅下降，市場擔憂石油供應過剩，石油期貨價格首次跌入負數區間，甚至曾經暴跌至-38 美元。

這時候，原物料價格的下跌幾乎是極限了。「負」的交易價格你期望能持續多久？

美國方面，80 年代美國的生產與金融都處於巔峰狀態。可是工廠老闆卻要面對不知足的勞工天天要求罷工，要求漲薪水。

面對國外認真又便宜的勞工，幾乎免費又不需擔心環保的土地，大量便宜的原材料，最好的選擇就是將工廠的苦活累活，移轉到那些地方。如果成本開支再能用美金支付更好，如此連匯率風險都免除了。美國企業開始逐步外移。政府也配合開始金融開放政策。放寬的金融管制讓各種金融創新層出不窮，貨幣交易成本大幅下降，表現在外的就是利率開始長達將近 40 年的跌勢。

到了 2021 年，美國利率幾乎跌到 0。歐洲或日本甚至跌到負利率，這是人類歷史上最稀罕的現象，存錢的人要支付利息，借錢的人可以賺利息。

土地，勞動，資本 三項要素都到齊了。還缺少了什麼？企業的創新。

剛好，戰後嬰兒潮人口開始成年了。所謂戰後嬰兒潮，是指二次世界大戰後 1946 年到 1964 年左右的世代。當年戰爭劫後餘生的人民，在廢墟中重建家園，開始新生活。到了 1980 年代，嬰兒潮世代成為社會新鮮人，面對冷戰後大量從軍工企業移轉出來的技術，聰明人發現，這些技術的開發成本都被原有的軍事單位吸收了。創業者只要利用現成技術轉為民間用途，再加上前面生產要素，創新開始。

任何人如果確實明白當時所處位置，就知道要做何事。個人的選擇與時代方向一致都是正確選擇。

諾貝爾經濟學得主馬可維茲博士曾經說過，經濟上的報酬「一切都要看你對未來的報酬率採取何種假設而定」

難就難在這裡，人們不知道生產要素這話題與我們何關？投資者各種假設與投資決策都和長期趨勢不相關。

了解了前 40 年走勢，未來十年，我們的假設跟以前一樣嗎？如果相同，我們就複製以前的作法，貼上自己現在的相片，只要更努力，報酬似乎可以預期。

快樂的前 40 年，可以用相同的方式產生未來更快樂的 40 年嗎？

如果我們觀察到，長期樹木是向上長的，我們能預期樹木會一直長到天上去嗎？

如果「市場一定會回歸長期趨勢」狀況又會如何？

我們再從中國開始觀察，我們發現中國的人口紅利似乎逐漸下降。依據 2023 年人口數據顯示，2022 年人口數較 2021 年末減少 85 萬人，這是中國 61 年以來第一次出現人口負成長。雖然國內就業人口或需要就業的青年仍然居高不下，但是未來勢必以人口的素質取代人口的數量。

瞄準未來投資

環保問題上，中國確立了環境保護的基本國策。土地與環保平衡成為一個必要條件。

世界上最大的土地與勞動力供應來源開始有了限制。

2022 年俄烏戰爭爆發，制裁俄羅斯幾乎成為西方顯學，中美雙方的科技制裁與反制裁，也改變了原物料中間半成品或成品的成本架構及生產流程（傳統作法是中國製造然後運往美國消費）

全世界最大的消費人口群，嬰兒潮世代開始步入中年或中晚年。他們的消費觀念與行為勢必與前幾十年有很大的差異。

再論資金成本，投資者對資本價格的評估，一般以美國十年期公債殖利率為標準，2020 年 8 月，次級市場交易利率（也就是債券在第二手市場上的交易利率）低達 0.57%。投資或創業幾乎只要考慮資金來源而不需考量資金成本。到 2023 年 10 月，該利率約 5%，成長 9 倍。如果你是公司老闆，面對快速增加資金成本，你的考量點還能一樣嗎？

此時，我們再觀察「生產要素」，似乎與前 40 年不同。

土地資金與勞動力長期成本走揚，創新也因為世代交替成為不可控。

如果投資侷限反應公司或市場「目前」的盈餘，投資似乎處於不利條件。

如果投資是反應公司或市場「未來的」營運，投資似乎也處於不穩定狀態。

在整體生產要素不利的條件下，投資者還可以參考什麼？

我們知道，除了個別經濟體以外，「政府」也是一個非常龐大的投資體量。

當各項成本上揚導致經濟成長趨緩，企業盈餘成長速率會較預估來的緩慢，政府就有義務代替原來各別部門出面投入。此時「政府因素」就可以成為重要參照因素。

而政府的動作可以從財政支出與央行貨幣供應量二者明顯觀察到。此時凡取得政府財政關注的企業成長率會相對較高。

另外，央行的「貨幣供應量」像水庫的閘門，水閘門「開還是關」非常容易觀察。

也就是說，當市場整體的生產要素面臨不利因素，投資人如果單獨考慮公司本身的情況，不會是最優解。此時，考慮政府財政貨幣公權力介入方向與時間反而是較佳的參考。

一般人往往過度依賴自己最近期的經驗，但是面對 40 年的世紀大多頭，以往經驗值會讓我們預期當前趨勢會永遠持續下去。如果投資人仍然前仆後繼運用以前投資模式，相信一段時間股價會回漲，甚至認為自己的投資行為可以容忍長期或兩年以上時間。忘掉回歸平均的過程需要好幾年或許是十年才能大功告成。

這個回歸過程可能呈現短期快速，長期緩慢或交替出現。投資人就必須分批分次，隨時參考政府財政政策與央行的貨幣供應量為進出時間點與投資項目參考。換成更白話說就是，未來投資觀察要分二個層面，在政策面上，就是政府走到哪就跟到哪。判斷進出時，就緊盯著央行貨幣政策是收縮或擴張。

未來我們看到差強人意的經濟成長(例如，在一段期間內，國內年成長率低於以往平均水準，或更明確說，在未來十年期間結束的時候，整體成長率低於 3%)，前面談及的方法更有參考價值。