



● 作者/Ruchir Sharma ● 譯者/周茂林 ● 審者/郭啟銘

政治領導是經濟的指標

Leaders Indicating: Why Markets Now Use Politics to Predict Economics

取材/2014年9-10月美國外交事務雙月刊(*Foreign Affairs*, September-October/2014)

如果國內股市恰足以反映全球經濟對政治新面孔之殷殷期待，則股市的失望下跌也足以說明政治新領導者必須不斷持續地進行經濟改革，否則股市投資客的耐性有限，政治人物可能隨時遭到淘汰。



圖為2015年世界經濟論壇年度會議一隅。政治人物必須引領經濟發展，國家才能有未來的發展前景。(Source: AP/達志)



一般的政治節奏通常是以循環的方式，引導著絕大多數國家的經濟活動，周而復始。這種生命周期肇端於某個危機，危機迫使領袖進行改革，改革誘發了經濟復甦，但是經濟復甦又往往使當政者自滿，因而讓經濟陷入了另一個危機。儘管以上的循環模式會不斷重覆，但相較於其他國家長年沉溺於自得意滿，的確有些國家即使在景氣好時仍努力改革——這有助於說明為什麼全球大約200個經濟體中，只有35個經濟體成為已開發國家，而其他的經濟體仍在「崛起」，其中有許多國家，可能永遠都在「崛起」。

然而，從2003年起，這種周期似乎不再循環。世界經濟進入了一段特別的繁榮期，是以降低利率、增加出口與高價成品價格為主要動能。這股全球強勁的貿易順風影響所致，各國主政者不必再進行改革，以刺激經濟成長，經濟果實就會自己出現。在2007年，也就是全球經濟景氣尖峰前，當時大約60%全球經濟體的年度經濟成長率，都達到百分之五以上，相

較於第二次世界大戰結束後，平均只有35%的全球經濟體超過該數值，這是一個歷史新高的數據。更不尋常的是，2007年時，只有五個經濟體出現經濟活動萎縮。當時幾乎是所有的國家都充滿商機，全球投資客挹注數千億資金於各個新興股票市場，可能不需分辨投資的國家，像是印度跟印尼的差別都無所謂。

2008年金融危機發生後，這股經濟順風戛然而止。到2014年時，全球的經濟體經濟成長率達到百分之五或以上之比例者，從當年的60%降到30%。經濟危機和衰退的威脅報復而來，迫使投資客得更加有洞察力——以一種全然不同的方式。股市玩家通常聚焦於關乎一國經濟前景之數據，諸如：國內生產毛額、就業率、貿易量等測量值，再做出反應。但是目睹艱困的經濟氛圍，投資客近期已開始將目光移向他處：政治領導人。近年來，從日本到墨西哥的股市，已經匯流出一股對政治改革之期待：尤其期待可能推動經濟改革的政治新面孔能帶來希望。

由於政治領導人對於經濟成長前景似乎愈來愈舉足輕重，這些股市寄望於政治之趨勢，也愈來愈普遍，尤以2014年為最，因為是個熱鬧的選舉年。全世界110個新興民主國家裡，包括6個大國在內的44個國家，會在2014年辦理全國性的選舉活動。並非所有的競選都會影響股市：在南非和土耳其等國，選民對選舉結果不抱期待，因為穩定的執政者不會下臺，其股市大都對競選活動無感。然而在出現政治新面孔而有政治新動能的國家，股市會密切注意。在印尼，從2013年12月開始出現分析師所謂的「佐柯威旋風」(Jokowi rally)後(編按：rally原指股價行情的回升)，民調開始預測佐柯威(Joko “Jokowi” Widodo)可能會成為下一屆總統，這股旋風一直持續到他於2014年7月勝選。印度也經歷了類似現象——莫迪旋風——自從2013年9月起，莫迪(Narendra Modi)以反對黨領袖之姿參選印度總理，直到2014年5月他贏得大選。

氣象學家向來以人名為颶風命名，但股市投資客現在也開始以人名為股市上揚命名。即



莫迪(圖中)以反對黨領袖之姿贏得印度總理大選，圖為莫迪向擁護群眾揮手致意。(Source: AP/達志)

使在已開發國家，經濟比較成熟，政治人物對經濟成長影響力較小，但是人們已經開始注意到環繞某些政治人物之旋風效應。例如，富改革理念的倫齊(Matteo Renzi)於2014年2月就任義大利總理時，輿論界突然間也出現了「倫齊旋風」的說法。

另一方面，拉丁美洲的投資客等待政治新面孔和新政策，已經到了渴望熱切的地步，即使是在位主政者的壞消息，都能引起股市上揚。2013年底，盛傳阿根廷民粹路線的總統德基什內爾(Cristina Fernández de

Kirchner)健康不佳時，阿根廷股市卻開始大幅上揚。又如在巴西主政的勞工黨因停滯性通貨膨脹飽受批評，在2014年10月大選前，每次只要新民調顯示巴西總統羅塞芙(Dilma Rousseff)滿意度下滑，股市就上揚。根據聖保羅投資客的說法，股市上揚是一種「除了羅塞芙，誰都可以接受」的表現。

為什麼政治人物對金融市場之影響突然升高了？原因肇端於過去十年裡，全球十分依賴的高物價、低利率與景氣好的經濟成長模式，一夕之間瓦解了。景氣好時，許多主政者忽略

了持續改革，也沒有將獲利明智地投資。因此，渠等所領導的國家，此刻陷入經濟不振。例如，以商品出口為導向的三大經濟體——巴西、俄羅斯、南非——的國內生產毛額成長率於2014年跌到百分之一以下，通貨膨脹率攀升到百分之六左右。這使投資客更加注意到可能出現新政治面孔的任何蛛絲馬跡。

政治對股市影響力攀升的另一個原因，則是因為近數十年來，自由選舉和開放股市已經成為常見現象，而這兩者正是政治有序更迭和經濟快速周轉復甦的先決條件。自從1970年代的金融危機開始弱化許多專制政權後，辦理自由選舉的國家已經成長三倍，從當年40國左右，成長到約120國。但是，一直要到柏林圍牆倒塌之後，很多大型的開發中國家才開始採取必要的下一步措施，對外資開放股市。即使在當時以及在接下來的十年間，這些開發中國家仍舊不為全球投資客所青睞，因為1990年代的貨幣危機橫掃了這些開發中國家，延宕了這些經濟體崛起之時機。事實



上，大規模的股市翻紅契機，是相當晚近才可能出現的現象。

政治對股市影響力攀升的另一個原因，是因為近數十年來，自由選舉和開放股市已經成為常見現象。

股市領導者

全球股市過去曾經出現過小規模的希望旋風。一項觀察過去二十年30個主要民主國家的140場全國大選對股市影響的研究顯示，投資客對於相當類似今日情況的反應激烈：高舉改革大旗的挑戰者，在金融或政治危機後獲勝掌權，並如實履行政見。過去二十年來，共有16位領導人可被歸

為以上類型。平均而言，這些領導人就職後的18個月內，其國內股市贏過新興股市之平均股價高達可觀的40個百分點。

在這群領導人當中，有四位主政者值得一提。這四位都是在1990年代晚期數次貨幣危機之後贏取政權，且可代表晚近發展中國家裡最關鍵的經濟改革世代：1998年到2003年執政的南韓總統金大中、2000年迄今的俄羅斯領導人普丁(Vladimir Putin)、2003年到2011年的巴西總統盧拉(Luiz Inácio Lula da Silva)、2003年迄今的土耳其總理埃爾多安(Recep Tayyip Erdogan)。渠等針對負債的經濟施以紀律重整，為這些一度經濟發展遲滯的國家帶回財政尊嚴，也為後來2003年到2007年間的經濟起飛奠定基礎——此期間是這

批新興市場型國家財政經濟起飛的高峰期。

這四位主政者都以驚人的速度，將經濟體轉型為經濟成長引擎。南韓的金大中總統利用亞洲金融風暴時機，大力整頓了國內銀行與債務累累的企業集團，不僅在三年之內償清了國際貨幣基金的紓困貸款，並且在任期最後四年間，以百分之七以上之經濟成長率，讓南韓走出1998年嚴重的經濟衰退局面。巴西的盧拉總統設法約束政府部門浪費之習性，此舉不僅有助於抑止通貨膨脹，而且為經濟成長奠定基礎。盧拉未



俄羅斯總統普丁等四國領導人，是新興市場型國家中最關鍵的經濟改革世代。(Source: AP/達志)

上任前的經濟成長率是1.5%，他首任任期經濟成長率平均是百分之三以上，第二任時則達百分之四。土耳其的埃爾多安總理主導了類似的根本改革。土耳其在此之前的四十年間，幾乎每隔一年就向國際貨幣基金貸款，埃爾多安停止此項外援依賴後，土耳其國內生產毛額成長率在其首任任期間曾上揚到百分之七以上，其第二任期間降溫為百分之三左右。四位主政者當中，最戲劇化的大逆轉，也許是在俄羅斯主政的普丁總統。2000年開始掌權的普丁，接收了俄羅斯過去六年中有五年的經濟萎縮，且十年間俄羅斯貨幣兩度發生崩盤。普丁不僅穩住了盧布的幣值，同時賴高油價之助，在其前兩任執政期間，他領導俄羅斯達成國內生產毛額年平均成長率達百分之七的成績。

因為上述的經濟成就，金大中、盧拉、埃爾多安和普丁成為股市的寵兒。透過重振經濟，渠等也創造了持續多年的股市旋風，但是這些只能視為特例。這是因為股市是極端沒耐心的，即使是最強勢的領導者，或是

多麼有潛力的新面孔，如果端不出經濟成長的亮眼成績，或是就職後12到18個月之內仍看不出成果，股市必然會背離他們。許多總統和總理經歷過這種命運，包括曾很有潛力的領導者，例如，巴西總統卡多索(Fernando Henrique Cardoso)、菲律賓總統愛斯特拉達(Joseph Estrada)與日本首相小泉純一郎(Koizumi Junichiro)。這三位主政者皆曾試圖改革，卻因改革深度仍不足以提振經濟，最後必須面對股市毫不留情地懲罰。

希望躍升

就像股票市場能針對提振經濟的政治新秀現象而調整，股市也學到如何判讀隨後產生的衰敗跡象，因為成功的主政者通常也容易志得意滿，不再繼續改革。過去二十年來，新興國家新上任的領導者在第一任期間，其國內股票市場會領先開發中國家平均股市收益約20個百分點，到了第二任期間，略低於開發中國家股市平均值，但是到了第三任期間，就會滑落到少於開發中國家平均值達六

個百分點。連續執政三任的案例極少，但是這些統計數據提供了軼事般的證據，股市對漸露疲態的政權，是不假以辭色的。最近的兩個案例是埃爾多安與普丁，他們曾是股市投資者的寵兒，但志得意滿後，其第三任任期的經濟都已遲滯。在土耳其與俄羅斯，國內生產毛額的年成長率近年來已下降到略高於百分之二而已。

近期股市出現希望旋風跟引起這些旋風的領導人，係源自2008年金融危機產生的大規模衝擊，以及隨後出現的長期全球經濟停滯。在許多受到經濟衰退衝擊的國家裡，原本是短期金融危機造成之憂慮，卻因為過去長期經濟成長不振而更加深。這些憂慮導致選民樂於接納大膽的新領導者——而股市也特別傾向展現回饋新領導者的善意。

這一連串的旋風始於2010年的菲律賓總統艾奎諾三世(Benigno Aquino III)於總統大選獲勝，選前他矢志解決國家的貪汙現象，並處理飽受債務糾纏之經濟問題。沒多久，長年落後的菲律賓搖身成為全球成長最



菲律賓總統艾奎諾三世矢志解決國家貪污現象，並著手處理經濟問題。

(Source: AP/達志)

迅速的經濟體之一。其次是希臘——歐元區危機的中心。希臘自從薩馬拉斯(Antonis Samaras)於2012年6月出任總理後，股市翻紅兩倍以上，薩馬拉斯開始兌現所承諾的積極改革，包括公部門減薪及裁員。隔一個月，2012年7月，墨西哥總統尼厄托(Enrique Peña Nieto)勝選底定，墨西哥股市大舉上揚，主張打擊壟斷經濟的尼厄托已於同年12月就任。同樣是2012年12月，日本股市也在安倍晉三選舉獲勝前後一段時間翻紅，安倍首相矢言要針對日本長期疲弱的經濟，祭出刺激手段並致力於結構性改革。

緊接著，2013年的巴基斯坦刮起了迄今最令人意外的旋風。儘管巴基斯坦向來被稱作恐怖分子的溫床，但是巴基斯坦的股市在2013年卻是全球表現最好的股市之一，主要原因即是股市對新

勝選總理沙里夫(Nawaz Sharif)之期待，渠等咸認沙里夫可能一如選前承諾，包括增加稅基、將國營事業私有化、嚴控預算紀律以及推動其他基礎經濟改革。到目前為止，儘管巴基斯坦政府仍在與塔利班組織作戰，沙里夫迄今表現一如承諾，而股市投資客自然也就正面回應。

與過去主政者相比，這一批新改革者更不拘一格。1980年代，雷根總統、柴契爾夫人等明星級的領袖推動過自由市場改革；而在1990年代晚期和21

世紀初期，金大中、盧拉、埃爾多安和普丁所奮鬥的目標，是建立金融的穩定性。然而，新一代改革者缺乏清晰的主軸。目睹各國在艱困的全球經濟環境下汲汲於競爭利基，新一代的執政者追求一種混成的政策，除可鞏固經濟體的堅實基礎(做法包括降低國債、平衡政府預算)，也可建立更具競爭力的企業(免除官僚程序，打破壟斷)。在菲律賓，艾奎諾三世全力與其前任領導人的貪腐或無能做出區隔，包括菲律賓強人總統馬可仕(Ferdinand Marcos)、奢浮的馬可仕夫人伊美黛(Imelda Marcos)，以及前總統愛斯特拉達，愛斯特拉達原是菲律賓偶像級的動作派演員，但其執政後也活力不再。筆者在2012年8月於馬尼拉拜會艾奎諾三世總統時，他避免高談闊論，而是鉅細靡遺地談論了馬尼拉市區水利工程以及地方沙

丁魚工廠之發展。單是其質樸的態度，就足以使人感覺出改變即將到來，而股市的投資客也認為艾奎諾三世正是菲律賓所需要的、執行導向的技術型官僚。

相對之下，日本首相安倍提出了要大幅改革日本之承諾。安倍上任100日內，以勢如破竹的計畫來激勵幾近停擺的日本經濟，提升日本長期發展的潛力，他簡化官僚體系流程，並讓受扶植的產業面對真正的競爭。與安倍同一月份就任的墨西哥總統尼厄托，做法更是吸睛。尼厄托刪除了一項重大的政治協議，對抗那些阻撓前任總統的反對人士，導致其無法處理墨西哥一些最嚴峻的經濟挑戰，包括根深柢固的工會力量和獨占事業。尼厄托總統上任後數月間，即通過改革方案，削弱了極具影響力的教師工會，並瓦解了由墨西哥首富史林(Carlos Slim)獨占的電信業。

但是，日本首相安倍選擇了方便之門提振經濟成長(提供較低息的信用貸款以及貨幣貶值)，他迄今尚未採取更具挑戰性的競爭改革方案(讓企業對

員工去留有更大的決策空間，以及讓日本開放更多移民)。墨西哥總統尼厄托雖持續不懈的改革經濟(例如開放外資進入國營能源事業)，但短期內仍無法推動經濟成長。面對執政長期願景所帶來的頓挫和疑慮，股市開始對安倍和尼厄托出現退燒，時間恰好是2014年5月，也就是這兩位主政者就職滿18個月之時。

然而，對於安倍或尼厄托的表現，還不能就此蓋棺論定。截至2014年中，安倍、尼厄托乃至所有的新一代改革者，仍然主導著國家經濟，何況在渠等領導之下，國家經濟仍相對優於主要對手主政之時。儘管近期經濟出現疲軟跡象，但是日本是過去兩年內，已開發國家中經濟成長率最耀眼的三個國家之一。墨西哥的經濟動能雖仍待提升，但是一如希臘和巴基斯坦，墨西哥是少數新興國家中，未來三年經濟成長率預估將迅速上揚的國家之一。自從2012年以來，菲律賓的經濟成長率幾乎是所有經濟體之榜首。莫迪勝選後為印度所帶來的信心，令人期待印度經濟未

來蓄勢待發，至少2015年會是如此。

到底有多少希望旋風足以預言長期的強勁經濟成長，此刻還言之過早。但是歷史的軌跡清楚可循：股市的動向具有呈現經濟走勢的指標意義。一般而言，任何國家股市之現況評量，皆可反映出全球投資客對該國經濟成長的一種集體判讀。該項評量成果是根據來自當地和全球投資客蒐集之所有經濟訊息。最近，股市將可能開始出現政治新面孔列為經濟改革的前兆的因素，而股市似乎注意民調資料和選情新聞多於最新的經濟數據。投資客在政治上越來越有冷酷的洞察力，可能隨時懲戒那些自我感覺良好的政權，同時樂於回饋勇於開創新道路的新領導者。

作者簡介

Ruchir Sharma是摩根史坦利投資管理公司的新興市場暨全球宏觀部門主管，也是《誰來拯救全球經濟？》(*Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles*)一書作者。

Copyright © 2014, *Foreign Affairs*. Distributed by McClatchy-Tribune Information Services.