

# 日政府技窮 勢累全球資產價格



國際視野 潘迪藍

Gavekal Dragonomics  
資深經濟師

過去三星期，環球風險資產價格居然反彈甚至大升，即使是那些相信英國脫歐對基本因素屬正面影響的投資者，也沒有預料會出現這情形。日經指數已經由英國公投後的低位回升了大約10%，標普500指數更創新高，而上證指數亦升破了3000點。更令人意外的是，幾乎任何地方的債券孳息率都創新低（債價上升），而金價也有不錯的升幅。唯一不賺錢的，就只有揸現金。但不幸的是，英國公投前後，大多數投資者都選擇了增持現金。

我們再次見證了「傳聞時賣出，作實時買入」(Sell on rumour, buy on fact)引發的升浪。由於大多數投資者都傾向採取防守，這次意外升市令他們顯得愚蠢。更令人擔憂的是，投資者正在準備政府作出新一輪的干預。我們對此感到憂慮的原因是，若真的如此，投資者不是對市況失望，就是對未來過分樂觀。事實上，我們環顧世界市場之後，發現了以下幾個現象：美國：在現階段，並沒有甚麼需要推出新一輪的寬鬆貨幣或財政政策。畢竟，美國聯儲局是應該在今年內加息的，而不是注入新的流動性。更重要的是，從最近的非農業新增職位數據看來，美國經濟仍然在穩步增長。因此，並沒有什麼理由去推出新一輪的寬鬆貨幣或財政政策。

歐洲：可以說，這裏最應該推行寬鬆政策。但是，從過去幾年可以看到，在當地唯一能夠擔此大任的只有歐洲央行。事實上，如果沒有出現重大的危機，以歐盟典型的決策方式，它將不會推出大膽的行動。因此，如果歐洲有任何實質性的刺激措施，那必定是來自歐洲央行。

## 中國暫不會貿然刺激經濟

但問題是，進一步的負利率政策，會否影響銀行和保險公司？進一步的量化寬鬆政策，又是否會被歐洲央行自己設定的貨幣政策限制所約束？事實上，若歐洲央行繼續買債的話，可以按過往的條款規定，其中26%繼續購入德國國債嗎？畢竟，90%的未償還德國國債的孳息率現時已經是負數，歐洲央行再買債的空閒其實非常有限。

中國大陸：刺激經濟已經是家常便飯。現時，服務業有大約10%的增長，建造業正在反彈，房地產價格更創出新高，消費仍有增長，而內地出口佔全球出口的比例仍在上升，很難想像，正在大談供給側改革和削減過剩產能的內地政府，將會貿然推出新一輪的龐

大刺激措施。

日本：日本投資者似乎對美國聯邦儲備局前主席伯南克上星期訪問日本，與日本央行行長黑田東彥和日本首相安倍晉三會面而感到興奮，也許這可以解釋到我們目前為何何不安。如果市場反彈，純粹是因為假設了日本將會推出龐大的綜合刺激經濟方案（傳聞刺激措施和增加公共開支合計的規模可能超過20萬億日圓，取決於政府與執政聯盟達成的協定），那我們就要考慮以下幾點：過去25年，日本已曾多次令外國投資者期望過高，繼而令他們失望。未來幾個月會否再一次出現這情形？必須說明，過去20年，我亦曾經多次次因為誤以為日本決策者將會推行大膽的新政，而在日本市場損手。

現時，在我的辦公桌上，我有一塊牌匾刻上了一名老朋友教我的格言：

第一，若日本人願意一起承受痛苦，永遠不要低估他們承受痛苦的能力；

第二，永遠不要低估日本決策者制出這種痛苦方案的能力和意願。

## 「直升機撒錢」如打開潘朵拉盒子

若日本真要有所行動，日央行將有哪些具體選擇？目前，如果日本央行要達到將貨幣基礎擴大80萬億日圓的目標，在2016財政年度之內，它就必須購買120萬億日圓的日本政府債券。然而，預料日本政府在這個財政年度淨發行的債券，已有大約46萬億日圓。考慮到私營企業可能出售的日本國債，日本經濟研究中心估計，日本現時的量化寬鬆(QE)政策，到了明年中就會達到極限。(或許這可以解釋到，為何幾個月前，黑田東彥沒有擴大量化寬鬆政策而令市場失望。)所以，日本現時要的量化寬鬆政策的極限意味看，若日本央行要做一些實質性的東西，那就要在量化寬鬆之外另闢蹊徑。這就帶出了我們的最大疑問：日本是否會走上「直升機撒錢」的方式？「直升機撒錢」無疑是比QE公平(後者較有利有錢人)，從這一點來看，它在提振經濟活動方面可能較有效。(但對資產價格卻可能沒好處。畢竟，若「直升機撒錢」引致債券孳息率上升，資產價格可能會面臨壓力。)但「直升機



作者認為，目前日本經濟還不算很差，而在未來幾星期，安倍晉三很可能會宣布一個大規模的刺激經濟方案，包括增加國防開支，以及為了東京奧運的建設項目等。圖為日本銀行總部。

(資料圖片)

## 成熟市場債息情況

| 國家  | 整體債券<br>佔比(%) | 負利率債券<br>佔比(%) | 正利率債券<br>佔比(%) |
|-----|---------------|----------------|----------------|
| 美國  | 37.1          | 5.6            | 60.6           |
| 英國  | 6.7           | 3.2            | 9.3            |
| 意大利 | 6.5           | 5.7            | 7.2            |
| 日本  | 27.6          | 56.3           | 6.2            |
| 西班牙 | 3.0           | 2.0            | 3.7            |
| 法國  | 5.6           | 10.5           | 2.0            |
| 德國  | 3.9           | 8.1            | 0.8            |

撒錢」的真正問題是，怎樣以及何時停止。若「直升機撒錢」成功的話，政客們爭相叫出更高的價碼，承諾派出更多。若「直升機撒錢」不成功，就好像其他的「凱恩斯」式(Keynesian)刺激經濟措施一樣，結論都是，這道藥方是對的，只是分量不夠。於是，「直升機撒錢」一旦開了頭，就好像打開了「潘朵拉盒子」一樣，帶來無窮後患。

## 料推大規模刺激經濟方案

雖然我們不能說了解日本央行或日本財政部職員的心理，但日本的經濟還不算很差，而安倍晉三領導的執政聯盟在參議院選舉中取得大勝還沒多久，在這時候，採取這麼激進的行動機會看來很低。這類措施在選舉之前推出的機會，遠高於在選舉之後推出的機會。

綜合來看，可能性較大的是，在未來幾星期，安倍晉三會宣布一個大規模的刺激經濟方案，包括增加國防開支，以及為了東京奧運的建設項目等。若出現這情形，是否足以令環球債券、股票和貴金屬的價格大幅反彈？簡而言之，投資者在過去兩周流露的激情，就好像火雞在聖誕節之前因為飼料加碼而興奮一樣。

我們認為，後市有兩個可能。一是日本真的使出什麼招數，全球繼續追逐回報；又或是日本再一次令人失望，那麼經合組織(OECD)成員國的國債將可能會回軟，令其他估值過高的資產價格也回落。