

日央行褪軟？一場誤會



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

美國聯儲局和日本央行上周議息，但相對於聯儲局只需決定加息還是不加息，日本央行面對的決定卻較為複雜，而市場對於它的工作力度，亦不太了解。日本央行目前一輪量化寬鬆已推行差不多4年，負利率政策也已實施了8個月，但近期通縮重現，日本央行承諾全面評估政策。這令部分投資者以為日本央行行長黑田東彥（圖）正準備撤回他看來已經證實失敗的政策，可是，他們其實誤讀了日本央行的信息。

不錯，日本央行的官員，包括黑田東彥本人，最近都在考慮負利率及量化寬鬆政策給金融體系帶來的代價。在過去8個星期，日本國債的孳息率曲線卻顯著變陡。但沒有證據顯示，日本央行正準備減弱其政策力度。恰恰相反，全面評估的目的不是去準備逆轉其政策，而是想找到一個方法去減輕負利率和量化寬鬆政策給金融體系帶來的痛苦，讓日本央行可以進一步加強其異乎尋常的寬鬆政策。

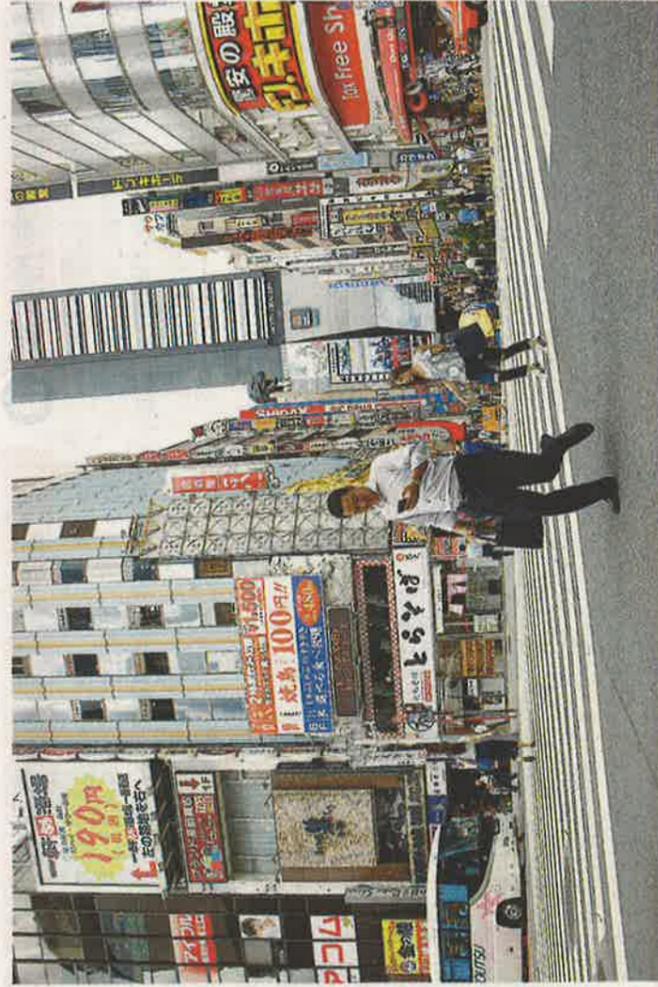
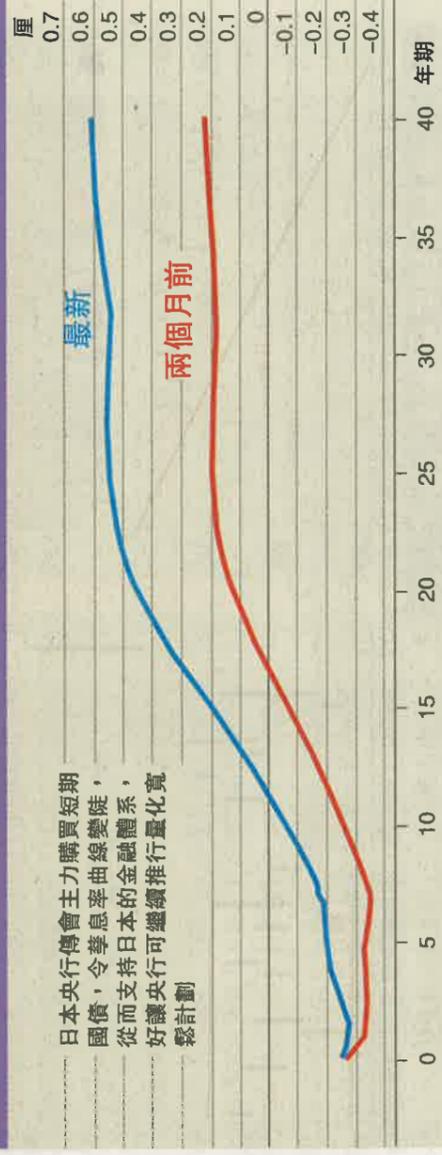
減輕痛苦 替寬鬆加碼作準備

有別於投資者，日本央行官員拒絕承認該行推行的負利率和量化寬鬆政策已經失敗。他們聲稱，過去4年，就是藉着量化寬鬆政策，令日圓貶值超過20%，日本企業盈利回升，產出缺口（Output Gap）明顯縮窄（即是產能利用率上升），失業率下降，工資上升，以及股市大幅上漲80%。

他們認為，這些經濟環節的改善沒有在通脹數據上反映出來，是因為油價大跌、全球需求放緩，以及國際金融市場波動對消費者情緒造成負面影響。換句話說，黑田東彥和他的同事都認為，他們的政策正在拉動日本經濟，只是需要更多時間。

可是，日本央行卻不能無限期地以目前的形式繼續推行量化寬鬆政策。首先，日本央行每個月購買10萬億日圓的日本政府債券，正在嚴重壓縮日本國債市場。按照目前的速度，在3年之內，日本央行就會買光所有可以自由交易的日本國債。其次，量化寬鬆政策引致的

日本國債孳息曲線最新變化



日本央行官員仍拒絕承認，該行推行的負利率和量寬政策已經失敗。他們認為過去4年，量寬令日圓貶值超過20%、日本企業盈利回升、產出缺口明顯縮窄、失業率上升，以及股市大幅上漲80%。圖為日本東京。
(資料圖片)



負利率和孳息率曲線變平，正在壓縮銀行的淨息差，削弱銀行的盈利能力。如果現行的政策繼續下去，到了某個時間，銀行批出新貸款的能力將大減。屆時，日本央行現行政策的代價將會超過其好處。

購企債減壓 規模有限

因此，如果日本央行要繼續推行非常規的量化寬鬆政策，它就必須找到一個方法來減輕金融體系的壓力。日本央行想到的方法是改變購買資產的模式。日本央行可能會購買多一些企業債券、交易所買賣基金（ETFs）以及房地產投資信託基金（REITs）。這些選擇全部都在日前會議的議程之內。然而，相對於現時購買日本國債的規模，增加購買這些資產的規模仍將是有限的。

因此，日本央行首選的，似乎是一個和日本財政部協調一致行動的方案。即是日本財政部增加長期國債的發行量，而日本央行則改為主要購買短期的國債。現時，增加長期國債的發行量已經十分明顯，而日本央行將會改為主力購買短期國債的傳言，亦傳得很盛。日本央行似乎希望，孳息率曲線變陡，能夠支持該國的金融體系，讓它可以繼續推行量化寬鬆計劃，並且可能在日後的會議中，將現時已經是負數的短期利率進一步壓低，以刺激國民的通脹預期。

這樣的企圖會不會成功，是值得懷疑的。儘管日本央行已經努力了好幾年，日本的通脹預期至今仍然很低。但有一點可以肯定。那就是，正如日本央行副行長中曾宏在本月較早時所說，減低貨幣政策的調控力度，並不在日前的會議議程之內。