

政府減赤 須低息環境配合

鼓勵企業減盈餘購國債



國際視野

Pierre Gave

GaveKal 亞洲區研究部主管

當世界各地的投資者都關心財政政策時，政策制定者的信譽及他們怎樣分析財政預算的前景，就變得非常有決定作用。直到目前為止，經濟合作及發展組織（OECD）的大多數成員國的經濟增長都是比預期中弱，這主要是因為未來很多年，她們都要大規模地推行財政緊縮。比任何官方預測更有趣的是，未來的財政政策和貨幣政策，會否變得更加互相倚賴？最近，我們就發覺英國有這種迹象。

英趨強化財政貨幣政策聯繫

例如，英國新成立的預算責任辦公室（OBR）的主管 Alan Budd 爵士，素以謹慎、一絲不苟和不談政治見稱。他就曾經擔任過英國央行的貨幣政策委員會的成員，以及財政經濟部的主管。

他的公開聲明看來反映他已留意到，過分進取的財政緊縮將引致經濟放緩，令政策適得其反。但他亦曾表示，原則上，有信心以貨幣政策來抵消這些風險。問題是，他會否混合兩種觀察，提議財政緊縮和貨幣寬鬆之間要有某些更明顯的聯繫？

若英國令財政政策和貨幣政策之間的聯繫明顯化，將對全歐洲甚至美國的經濟決策產生正面的影響。在我們的公司內，我們就長期要和客戶解釋，現時為了解決財赤問題而要大幅削減公共開支，將意味所有 G7 成員未來很多年都會維持接近零利率。

儘管歐洲央行繼續假裝財政政策和貨幣政策是兩個不同的世界，歐元區亦很明顯需要一套極端寬鬆的貨幣政策，以抵消債券市場要求的、比預期中更快的財政緊縮。

上月，經濟合作及發展組織

（OECD）就找來英國和其他國家，着手討論令貨幣情況正常化的重大財政手段——多個國家一起快速加息。這樣一個同時收緊財政政策和貨幣政策的政策，無疑是自尋死路。任何國家這樣做，將好像當年日本那樣——令經濟呆滯多年，兼公共開支急升。

若英國的決策者能夠了解到這個風險，公開承諾以寬鬆的貨幣政策，來抵消財政緊縮的影響，那即使是歐洲央行亦可以看到希望。否則，歐洲將要冒上重蹈日本覆轍的風險。

日過早加息 國債愈滾愈大

事實上，原意想削減政府財政赤字但卻適得其反的經典案例，首推 1990 年起的日本。日本的國債負擔是全世界最沉重的（以 GDP 比例來計算），主要因為歷屆政府想控制財政預算赤字，但卻判斷錯誤和過早出手。

這正是英國央行（英倫銀行）的貨幣政策委員會，最近找來日本經濟的研究權威之一、美國學者 Adam Posen（亞當·普森）當委員的原因。Adam Posen 曾在一次演講中表示，日本的衰退，是一連串宏觀經濟和財政政策的錯誤的結果。若泡沫經濟最初

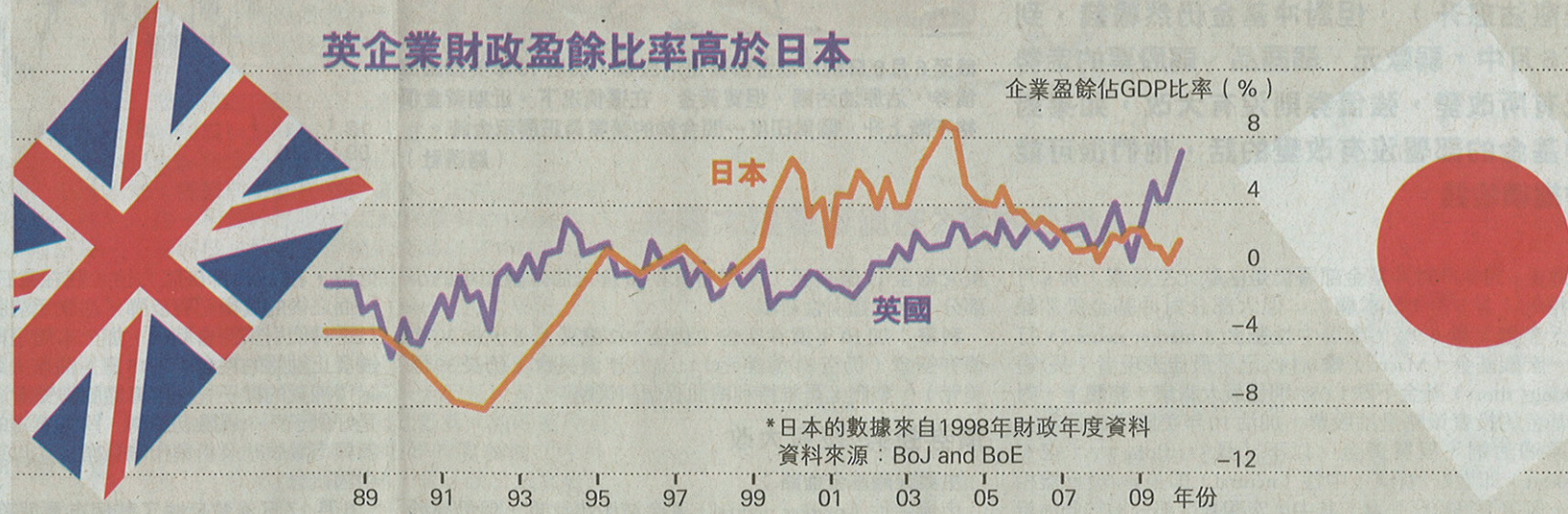


若英國令財政政策和貨幣政策之間的聯繫明顯化，將對全歐洲甚至美國的經濟決策產生正面的影響。（彭博）



以 GDP 比例來計算，日本國債負擔是全世界最沉重的，主要因為歷屆政府想控制財政預算赤字，但卻判斷錯誤和過早出手。（彭博）

英企業財政盈餘比率高於日本



爆破時引起的恐慌過去，那其實是可以避免的。這可以從 2002 年至 2003 年期間，一旦政策逆轉，日本的經濟復蘇速度即比人們想像中強勁看到。

他解釋，日本往往在經濟有些初步復蘇時就加稅，以及削減公共投資。這些過早的減赤舉動，窒礙了原來的復蘇勢頭。於是，反而令到每一次的財政緊縮努力都徒勞無功（因經濟復蘇未能長期持續），結果國債反而愈滾愈大。

Adam Posen 認為，人們不應該將由盛轉衰的日本視為一種奇怪的症候群。相反，應該將日本的衰退，視為很多教科書的理論的示範，包括舊式的凱恩斯（Keynesian）、宏觀經濟理論。

須刺激企業投資意欲

Posen 還提醒大家，若政府削減其借貸，私人就一定減少儲蓄——因為政府發出的每張債券都會成為某一

家庭、企業或外國投資者的儲蓄。

因此，要讓政府減少借貸，私人就一定要減少儲蓄。當這種情況發生前，全世界的企業手上的現金都會創紀錄，好像日本的公司 10 年前那樣。

附圖是來自 Posen 演講的圖，顯示了英國的私營非金融類企業的盈餘大升。在日本，私營企業需要使用其龐大的盈餘去償還泡沫經濟時代借下的巨大債項，但現時的西方企業沒有需要累積這麼多的現金。

若能說服美國、歐洲和日本的企業管理層，利率低企不止是未來幾個月的事，而是未來很多年的事，這些企業將會停止儲備大量現金，以及降低內部對未來投資的回報率的期望。

政府要削減財政赤字，一定會對應着私營企業的財政盈餘的同等削減，這是簡單的算術。因此，先進國家惟有低利率，去刺激企業投資強勁復蘇，從而減少企業的財政盈餘，才能創造到政府持續減債的條件。