



(法新社圖片)

■安倍晉三實施無限量寬，導致經濟坐上過山車，有利亦有弊。

安倍經濟 騎虎之勢

► 前沿思考 ► John Mauldin



數年前，筆者已一再將日本經濟表現喻為「空中亂舞的飛蟲，隨時有撞上擋風玻璃之虞」；去年年底在本欄〈「逆風」肆虐 應變攻略〉一文中指出，日本政府債券風險之高可算無出其右；今年1月更撰文把2013年命名為「擋風玻璃年」。

日本市場近期大幅波動表現，固然令人透不過氣來，但其中反映更重要的訊息，反而是日本財經已瀕臨災劫邊緣。當然，日本始終有別於希臘，但這個全球第三大經濟體的財政、貨幣策略正踏上高危之路，自然對世界各地產生非同小可的影響，畢竟國際經濟增長實由亞洲驅動。

日本實施量寬措施所觸發的全球貨幣戰，其影響之深遠，可說是自上世紀30年代以來所未曾見，堪稱真正無錨貨幣（fiat money）世界的創舉。這個島國現正推行的空前量寬政策，與克魯明（Paul Krugman）對振興經濟的主張不謀而合。不論同意與否，你我都將無可避免被迫參與其中，共同見證這場經濟實驗如何了局。

財經臨界迹象

日本首相安倍晉三以至舉國上下，均正面臨各項嚴峻挑戰。

自從史上最大經濟泡沫在1989年爆破以來，日本經濟在過去24年來一沉不起，該國名義GDP由1991年至2011年的20年間幾乎一直維持不變。即使另有計法足以證明日本名義GDP確有增長迹象，但相對於美國及中國的同期增幅，日本不免瞠乎其後【圖1】。

這些數據所以如此重要，在於國債比例亦以名義GDP為計算基礎。若國債日重而經濟卻停滯不前，債務佔GDP比例自然難免激增。

在日本政府財赤幾近10%的同時，日本家庭及企業的積蓄卻持續增加。以美國為例加以對比，10%的財赤約相當於1.6萬億美元。

要令經濟取得實質增長，途徑有二：一方面讓人口增加，另一方面則在於提高生產力。日本由於人口老化嚴重，要大幅增加人口已無能為力。基於人口持續萎縮，加上生產力增幅不足1%，日本實質GDP增長根本難以達致。

情急藥石亂投

日本曾持續多年錄得龐大貿易盈餘，但現時卻出現大幅貿易赤字【圖2】。遇上貿易赤字或財政赤字嚴重，只能以私人儲蓄或由央行大舉印鈔才足以彌補。但日本只能靠經濟增長才能脫離經濟困境；在人口老化日趨嚴重，因而不足以帶動消費開支情況下，日本亟須刺激出口，才有望振興經濟。

安倍政府及日本央行已定出2%的通脹目標，但即使上季名義GDP年率化增長達3.6%，期間該國實已陷於通縮。據世界銀行最新資料顯示，日本進口佔GDP比例僅約為16%，亦即每年須將日圓貶值15%至20%。日圓貶值之舉由今年初才告展開，但要達到振興經濟目標，則須年復年地進行。

雖然日圓已貶值超過20%，但兌美元

滙價的貶值幅度則未有如此之高。澳洲及區內其他國家紛紛開始以減息等措施作出回應，而這亦正是貶值措施所面對的最大難關。在日本這樣的經濟大國向外輸出通縮的同時，其他國家難免要作出相應調整，使國際間得以恢復平衡。

未來五年之內，假使日本每年讓日圓貶值15%至20%，勢將在國際間引起翻天覆地的變化。面對日圓滙價將於2018年前貶值至1美元兌200日圓的水平，德國、中國、南韓等國家自須急謀對策。

財策緣木求魚

在安倍帶領下，日本經濟正面臨近乎無法克服的難關。由於債務負擔再難以目前孳息率持續下去，政府必須設法將財赤控制於名義GDP增長率以下水平。問題是，要在人口持續萎縮情況下達致實質增長，所需的生產力升幅，即使任何工業國都無法長期持續。因此，日本惟有退而爭取名義增長，以通脹為道德依據，否則就會捲進債務通縮與利率不斷上升的漩渦，以致陷於崩潰。

若要達致2%的通脹目標，日本債券息率即使未及3%，至少也須達2%水平，較日本政府債券（JGB）近期孳息由0.5%飆升至1%之後還要高出一倍；JGB孳息飆升至1%，尚且在上周四導致日本股市急跌7.3%。正如對沖基金Hayman Capital Management創辦人巴斯（Kyle Bass）等人指出，假使JGB息率上升2%，日本政府就須將近八成收入用以支付債務利息，要付出如此高昂代價，當然並非可行商業方案。

此外，安倍政府亦正計劃加稅。日本目前的銷售稅率為5%，計劃中將於明年增至8%，再於2015年增至10%；雖然實際上還須視乎今年10月的經濟數據，才會決定是否加稅。加稅幅度如此大，若能成事則定必有損消費開支。不過，日本政府遲早亦須削減財赤，皆因二十年來年復一年，至今拖延實已過久。今年內一旦債市人心不穩，削赤自然無可避免。雖然JGB跌價卻不得不引起日本政府憂慮。

削減財政開支，定將拖累GDP，或至少令通脹率達2%的目標難以實現。須知緊縮政策並非懲罰措施，而是以往控制開支不力的苦果。要債券投資者忍耐，畢

竟也有個限度。

量寬政策是安倍與日本央行行長黑田東彥的振興經濟方案，可說贏盡主流經濟學家的掌聲。加州大學柏克萊分校經濟學教授羅默（Christina Romer）是奧巴馬總統前白宮經濟顧問委員會主席，她日前以此為題發表論文，其中指出，安倍與黑田所推行的經濟政策已產生她所謂的「制度轉移」（regime shift），而且「說不定會就此奏效」。她又將日本當前的救市措施與上世紀30年代初美國經濟大蕭條年代羅斯福總統的政策相提並論，並在論文引言寫道：

「上星期，我們見證了自上世紀30年代以來最振奮人心的貨幣決策局勢發展。日本央行採取大刀闊斧的行動，並鄭重承諾全力消滅肆虐日本的通縮。通縮揮之不去，經濟增長乏力，可見日本一直受需求不足困擾。可惜礙於官方政策，利率早已處於近乎零的水平。

自視過低之過

「此外，風險較高的長期利率亦極度偏低，可見大規模購買資產的非常措施亦無助於進一步減低名義利率。正如克魯明等學者指出，假使非常貨幣政策真能提高預期通脹，即使名義利率已降無可降，這亦足以壓低實質利率，為利率敏感開支帶來刺激作用，進而提高總體需求。」

羅默在文章結論中表示，大刀闊斧的政策還須勇於貫徹執行：

「在近期發表的一篇論文中，丈夫戴維與我談及如此觀點未免過於消極。我們證明在聯儲局歷史中，大蕭條初期銀行業陷入恐慌後，以及上世紀70年代通脹肆虐先後兩段非常時期中，聯儲局出於自視過低的情意結，生怕政策無效或代價過高，以致決策者以為按兵不動為妙。現時的共識卻是，局方當年若能及時行動，應在上述兩段時期均有所作為。」

易地而處，換了是筆者，面對安倍的處境也許亦只能採取同樣措施。在本土利益為重的前提下，日本人也顧不了鄰國的情況。在別無選擇情況下，日本亦只有以通脹抵銷債務一着可走，即使打擊日圓亦在所不計。過程中若能有助於日本出口商重拾競爭優勢，倒也可算有賺，至少可把通縮向外輸出。日本孤注一擲能否扭轉敗局，只考羅默及克魯明等學者的眼光！

至於投資考量方面，踏入今年以來，筆

者投資組合中重點一直是日本淡倉。先此聲明，筆者淡倉對象是日本政府經濟政策，而非日本公司或企業；而交易途徑則主要採用對沖基金此一非傳統手法。筆者相信不但日圓仍將持續受壓，日本利率亦勢將受壓。不過也不妨強調，萬萬不可沽空JGB！財經研究中心GaveKal亞洲研究總裁Joyce Poon就日本的金融市場近日波瀾起伏發表的以下一番言論，筆者深有同感：

「毫無疑問，投資者不免懷疑，目前種種迹象可會反映安倍經濟學效應不過是國皇的新衣，只屬曇花一現。我們機構則認為投資者應當記取，牛市期間乘勝追擊並非一帆風順，須知市場轉勢還在後頭。但由於日本已實施的財政及貨幣擴張政策過於激進，安倍經濟學可說已無退路。

量寬進退兩難

「除非日本能大大加快經濟增長，否則安倍通過宏觀刺激措施進行的激進實驗，就會造成債務及貨幣巨量餘額（overhang），以致金融體系崩潰，甚至觸發惡性通脹。因此，安倍的激進改革措施只得繼續維持下去，而貨幣政策則終須以進一步結構改革加以配合。

「另一種風險更高的波動性隱憂則在於JGB。由於日本境內銀行投資組合中持有大量JGB，孳息率激增勢將引致資本虧損。事實上，據日本央行表示，若所有年期的債券息率上升100基點，地區銀行按市值計算的損失（mark-to-market losses）佔一級資本（Tier 1 capital）比例就會高達20%；而大行的損失則達10%。由於銀行在量寬及通貨再膨脹經濟學（reflationary economics）的轉移機制中佔有重要位置，銀行資產負債表受損勢將大大削弱安倍經濟學的效用。

「至於日本央行的大舉買債行動，亦足以妨礙JGB市場的其他投資者，因而加劇息率波動的情況。JGB流動性減低，則表示金融機構不易快速覓得交易對手，難以進行大手買賣。債券投資的風險還在於息率大幅波動或會引致JGB進一步拋售，以致形成摧毀銀行資本的惡性循環。

「為防止出現JGB市場崩潰的災劫，日本央行有必要進一步採取行動，其中包括提高注入流動性的靈活性、購買策略多元化，以及加強與市場溝通。但流動性

收縮、波動性增加，以至環球孳息趨升，都會繼續迫使JGB孳息上升。雖然這並非表示日本牛市已告一段落，但正如我們在最近發表的通訊中所指，以對沖方式穩守依然是上上之策！」

事到如今，日本政府已別無選擇，惟有硬着頭皮繼續向前走，才有望避免經濟陷於崩潰。日本新政所發動的貨幣戰，其規模之大無疑史無前例。至於上世紀30年代的一場貨幣大戰，環球經濟當時仍以黃金本位為主，但卻早已變為無錨貨幣當道。假使今日日圓貶值五成，德國和中國可會坐視不理？若兩國以牙還牙，同將本國貨幣貶值而冒上通脹風險，若非如此，就會喪失出口份額以及流失職位。

曾幾何時，各大央行一度只能維持現狀，只因既無終止量寬之理，亦欠缺以貨幣政策改善本土經濟之途；如今也只能舊調重彈。正如筆者上周在本欄指出，日本在量寬方面不過是「後起之秀」。若能以日本經驗為鑑，當可從中汲取教訓。

日本計劃向外輸出通縮之舉，既已獲一眾經濟專家首肯，只會一往無前，開創先河。事實上，日本政府亦騎虎難下，只能勉力為之，否則其金融體制就會陷於崩潰；事已至此，亦只好順其自然。

筆者只好寄望持有央行無法大量印發的資產，但即使如此，央行政策影響無孔不入，任何產品均難幸免。無論如何，市場波動在所難免，但與此同時，亦能為投資者帶來新機會；日後本欄將就有關問題作出深入剖析。

作者為著名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載John Mauldin投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「跳出思維定式」及「前沿思考」分別於每周一、周五在《信報》（精華版）及信報網站www.hkej.com（全文）刊出。

圖1 日本、北美洲、中國 GDP 對比

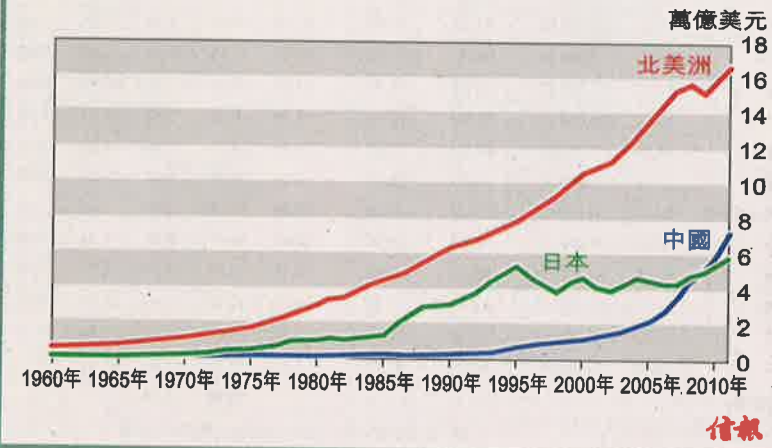


圖2 日本貿易差額走勢



圖3 日本10年期國債期貨價格

