

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

在金融海嘯爆發後，龐大的去槓桿效應打擊了銀行的放貸能力，而負財富效應則使消費者削減支出，使各國經濟面臨沉重的壓力。及後，多國政府及央行均大力推出低息及量化寬鬆等措施，以圖拯救經濟，避免再度陷入衰退。

貨幣政策對於經濟的刺激，主要在於增加貨幣供應；這對於金融海嘯後初期，去槓桿化壓力仍大時，可算是對症下藥。然而到了後期，市場上的資金早已泛濫，而經濟仍然未見起色，主要是企業對前景的看法偏淡，不願借貸擴充，而願意借貸的風險型企業人，銀行又對其信心不足。總體而言，需求不足才是問題的重點，而這時候，縱使息率再低，亦對經濟沒有作用，可算是陷入了流動性陷阱。

儘管這樣，在過去幾年各國央行仍繼續加碼推行刺激措施，只是其背後的動機，卻未必單純是要刺激國內的需求。事實上，即將成為日本新任首相的安倍晉三近日便表示，日本央行應該像美國聯儲局一樣，對就業負起責任，而他直指聯儲局及歐洲央行一直在採取措施讓該國貨幣貶值，日本必須對此進行干預，應降低日圓匯率以保護國家利

益。

安倍晉三的說法，揭示了目前各國央行的措施不獨要刺激內需和投資，而更重要的，是要爭取國家間的相對競爭優勢，刺激出口活動。這種做法，也許無可厚非；始終，當國內需求無法被刺激起來的時候，能夠帶動經濟的方法，就剩下爭取外在需求一途了。

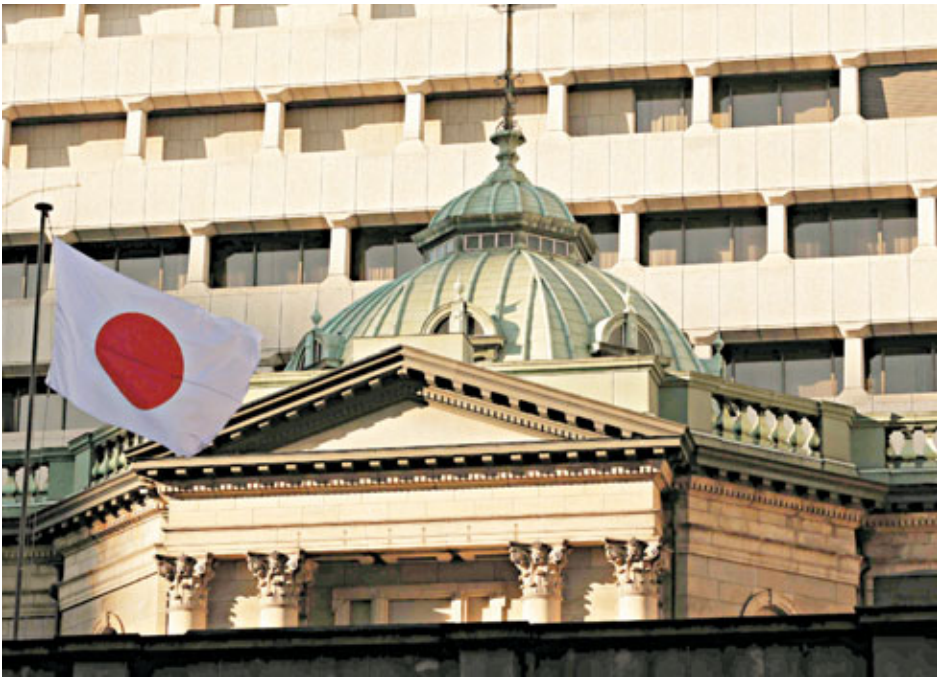
而值得注意的是，安倍晉三的言論並非特例，早前英國央行行長金默文（Mervyn King）便曾提出警告，指全球經濟決策者正面臨被捲入匯率戰的危險，甚或造成各國間緊張關係升級；而瑞士央行及澳洲央行等官員，近期亦紛紛提出本國貨幣匯價過高對經濟帶來的壓力。

顯然，這與過去主張浮動匯率者認為匯價會自動按經濟活動而調節有所不同；又或

者，各國都不甘心按浮動匯率所分到的合理經濟份額，因而要採取貨幣措施去扭曲市場，以圖佔有更大的份額。

然而，透過匯價變動爭取競爭優勢，實屬零和遊戲，極容易引起其他貿易夥伴的反彈。而這種爭取出口打擊進口的「刺激手法」，在極端的情況下，會演變為貿易保護主義，政府可能對進口施加高關稅以至配額等門檻，這一步妨礙國際貿易。

上月底，世界貿易組織官員亦曾提出警告，指如果失業率居高不下、經濟停滯不前，一些國家可能會採取更多貿易保護主義措施。而事實上，若美國財政惡化問題得以解決，明年環球經濟應有望進一步回穩，但在增長力度不強的情況下，各國對貿易都可能會採取較為防守的取態，相信內需及基建等範疇，更可能成為拉動經濟的主力活動。



■將出任日本首相的安倍晉三近日指出，聯儲局及歐洲央行一直在採取措施讓該國貨幣貶值，日本必須對此進行干預，應降低日圓匯率以保護國家利益。圖為日本央行日本銀行東京總部。路透社

日央行擴量寬 政治考量為主

太平金控·太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

日本央行在四個月內第三次擴大量化寬鬆計劃，上周四宣佈決定將資產購買及貸款計劃規模擴大10萬億日圓至101萬億日圓，並且同時宣佈維持基準利率在0至0.1%之間。同時，日本央行還表示日本經濟疲軟已出現加深跡象，因此在下次議息會重新審視中長期的通脹目標。

上述行動符合市場普遍預期。10萬億資產購買項目，分別是長期國債和短期國債，而其他資產購買量維持不變。明年將有36萬億日圓的總體資產規模購買和抵押貸款量和15萬億的刺激銀行借貸融資計劃。其中刺激銀行借貸融資計劃旨在增加銀行向企業和家庭部門放貸量，主要通過提供給金融機構長期的低利率和無限量的資金來達到目的。

日本央行再次加大資產購買力度，但並非主要出自經濟方面的考慮。事實上，在總體經濟上，日本面臨通縮，但在本次貨幣政策委員會會議召開之前，面臨的經濟風險有所緩解。外部方面，雖然中日雙邊關係一時的摩擦加深影響到日，但整體上看，中國和美國經濟似乎正在回升，歐元區危機已在一定程度穩定下來。內部方面，日本10月份工業產值也意外實現增長。此外，日本央行二周前發佈的季度短觀調查顯示，企業支出計劃依然強勁，甚至比上一次調查還有所增加。

歐洲股神看中資股

富達投資總裁及Fidelity China Special Situations PLC基金經理
安東尼·波頓(Anthony Bolton)

我的整體觀點是全球增長疲弱、利率低企及資金充裕，將利好股票投資環境。資金充裕不單反映央行採取量化寬鬆等措施，亦由於投資者現時抱觀望態度，因而持有龐大現金結餘，以及現金回報甚低所致。這個情況已帶動全球債券價格上升，而在2012年，高收益股票開始亦受惠。

我認為這些利好因素將於2013年為普遍股份帶來支持，而市場升勢將由市盈率上升所帶動，而非企業盈利增長強勁或盈利預測上調。我認為所有金融資產最終將受惠於資金過剩的情況，特別是由於企業對投資資金的需求仍然受惠。

美國、歐洲及日本經濟體面對的重大挑戰已眾所周知，並已顯著反映於股價。股票估值相對偏低及股市氣氛普遍疲弱，將有助市場在不明朗的情況下攀升。

股票估值仍然普遍低企

中國的情況值得關注。內地在過去一年逐步放寬政策，現時開始有跡象顯示經濟活動在顯著放緩後回穩。事實上，固定資產投資等部分領域亦再現增長。信貸供應上升（儘管遠不及全球金融危機後的信貸增長規模）

日央行需有新機制達通脹率目標

路透社專欄撰稿人
Andy Mukherjee

熱點透視

日本需要一套新的貨幣機制。日本央行正迫於強大的壓力，必須採許更積極的措施終結通貨緊縮。要達到這個目的，央行必須同意政府設定的物價目標，而且國會同意增加央行的工具。這不需要損害到央行的獨立性。

如同東京大學經濟學教授伊藤隆敏所言，日本目前的政策架構受到1974年惡性通貨膨脹的影響，那時候物價飆漲30%，政界人士否定了央行調高指標利率的建議。

但今昔有別。物價至少已經跌了15年，經濟處於2008年來第三次技術性衰退，然後新當選的首相安倍晉三在選民重託之下，需達到至少2%的通脹率目標。

在大選後進行的首次貨幣政策會議上，日本央行將資產購買與貸款計劃規模擴大10兆（萬億）日圓，總額

日本央行這次寬鬆舉措，更大的原因來自政治方面。即將出任首相的安倍晉三一直呼籲日本央行採取無限量的貨幣寬鬆政策，選建議央行購買更多國債為公共項目融資。其剛在大選中勝出，使得他領導的自民黨有機會在明年重組日本央行，估計安倍將進一步對日本央行施壓，他甚至威脅稱，如果日本央行不滿足其要求，將修改相關法律，剝奪日本央行的獨立性。

主張採取更激進寬鬆措施是安倍晉三競選綱領的關鍵內容，安倍晉三日前表示，選舉結果表明民眾支援其觀點。日本央行今年2月首次給出短期內通脹率達1%、長期內通脹率達到或接近2%的目標，包括安倍晉三在內的許多國會議員認為日本央行這一目標過低。

安倍晉三有明顯的貨幣寬鬆政策意向並將出任首相，其將對日本央行施加壓力。市場因此對日本央行採取進一步措施抱有很高預期，如果央行不選擇採取相關舉措，向滿足安倍晉三的通脹目標要求靠近，則可能引發日圓大幅上漲。

日圓持續貶值預期升溫

自11月14日日本宣佈提前大選以來，因為市場預期日本央行將進一步寬鬆，日圓對美元已經下跌約5.75%，美元對日圓匯率最高漲至84.61。若日央行立場逐漸與政府靠近，將強化市場對日圓持續貶值的預期。

勢必帶來支持。然而，在這個情況下，股票估值仍普遍低企，而投資氣氛（特別是內地A股市場）為負面。不過，這是一個可以瞬間轉勢的市場，若A股市場持續下跌超過三年後而未能於2013年顯著回升，將使我感到非常意外。

誠然，中國面對自身的挑戰，包括不少銀行及地方融資平台的壞賬或會大幅上升，當中可能包括信託及財富管理產品。然而，正如較早前所述，我相信中央政府有足夠的資源應付有關問題。我仍然不太憂慮這些財務挑戰，反而認為中國未來的主要問題與長期社會及政治轉變的需要相關。我認為我們應密切注視明年出台的改革，以確定新領導層的取向。

增長性質及質素正在轉變

中國的經濟增長性質及質素正在轉變。出口與投資主導的增長模式已逐步被消費帶動的模式所取代，意味着未來的國內生產總值增長率將下降，但其增長質素將較高。

投資如常涉及風險。中國與鄰國（特別是日本）的關係惡化，令人感到憂慮。朝鮮與韓國之間仍可能發生衝突。儘管面對有關風險，我仍然認為中國股市將於2013年為投資者帶來驚喜。

（摘自富達《市場分析》）

金融全球化增加監管難度

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

近年香港市民最關注的話題是樓市泡沫，政府不斷出招，金管局又不斷注資維持聯匯，遠水近火，令人目不暇給。資本管制原本充其量只是海市蜃樓，但國際貨幣基金組織(IMF)又正式宣布批准了資本管制。從此以後，各國可使用稅收和其他手段限制跨境資金流動。這令一直大力敦促各國金融開放的IMF都不得不承認金融全球化可能造成破壞的現實。

凱恩斯的經濟理論認為，開放資本賬戶與宏觀經濟穩定並不可互相包容。這個觀點早在1944年《布雷頓森林協議》反映出來，更將資本管制寫入了IMF章程。可是在80年代末期，資本流動自由化的浪潮再次捲土重來。歐盟在1992年宣布資本管制為非法活動，經合組織強迫其新成員國實施金融自由化，這可能是造成94年的墨西哥危機和97年的韓國危機背後主因。IMF的領導人又成功地授予成員國資本管制政策的正式權力。

在97年，IMF的經濟學家指出，墨西哥、韓國、巴西、土耳其等政府沒有好好運用金融全球化，反而利用了審慎監管、財政克制和貨幣控制等國內政策，因此解決辦法並不在於管制跨境金融流，而在於國內改革。到了2008年，發達國家也成了金融全球化的受害者，繼續堅持這個論斷就變得更加艱難了。於是IMF一改論調，很快就流行起來。

中國金融改革刻不容緩

復旦大學經濟學院副院長、復旦大學金融研究中心主任
孫立堅

聯合Blog

面對當前錯綜複雜的內外形勢，剛剛閉幕的中央經濟工作會議（12月15日至16日在北京舉行）向我們提出了「必須全面深化改革，堅決破除一切妨礙科學發展的思想觀念和體制機制障礙；必須實施更加積極主動的開放戰略，創建新的競爭優勢，全面提升開放型經濟水平」的戰略方針。以下，就針對這次中央經濟工作會議的精神，重點談一下自己對「創新驅動和轉型發展」過程中金融改革重要性的認識。

面對這次中央經濟工作會議上所指出的錯綜複雜的世界經濟的動盪格局，我們一定要清醒地梳理清楚三種不同性質的矛盾，對症下藥。否則，不尊重市場經濟規律，盲目行事，不僅事倍功半，而且事與願違，得不償失。首先是結構性的矛盾。集中體現在全球化紅利、資源紅利和人口紅利開始出現程度不同的單邊衰竭趨勢時，中國現有產業結構和制度安排下的外需主導增長方式是否會面臨巨大的阻力？

關注投機行為有加劇現象

而跳躍客觀的發展階段和無視稟賦約束下的比較優勢原理來推進企業自律地產業升級和結構調整是否能如願以償？其次是周期性的矛盾。集中體現在實體經濟部門企業利潤下滑，融資困難，投資意願不足；而在虛擬經濟部門卻出現流動性氾濫，價格扭曲，投機行為加劇的現象。

雖然這裡提到的流動性氾濫是前期泡沫經濟膨脹和事後政府大規模救市所產生的後遺症，但是，脫離經濟基本面支撐卻被大量「激活」的金融資本和產業資本，今天一起繞開了正在不斷「去庫存」和「去槓桿化」的實體經濟部門，而奔向稀缺的全球資源市場，或去波動的國際金融市場與脆弱的新興市場尋求短期套利的機會，這種投機現象給各國生產

自由資本流動只需各國達到的金融制度有充分的發展便足夠，於是令資本管制變成最後的手段。只要在其他宏觀、財政或審慎的措施不能阻擋資金流入狂潮、匯率便會明顯處於高估狀態、令經濟過熱，並且須在外匯儲備充足下才能實施。這反映了過分樂觀的狀況：首先是關於政策能否得到合理安排以直接針對導致全球金融不穩的問題；其次是關於國內金融監管趨同將跨境流動的治理需要降低至哪種程度的問題。

需權衡金融創新與穩定

問題的難處在於國內金融監管模式並不在趨同，而是在增殖，即使在發達國家間也是如此。在金融監管的效率前，我們需要考慮金融創新和金融穩定之間的權衡。一些國家會選擇更大的穩定性，對銀行實施嚴厲的資本和流動性要求；而其他國家偏好更多創新，監管更寬鬆。

自由資本流動在這裡形成了一個重大難題。借款人和貸款人可以利用跨境金融流規避國內管制，破壞國內監管標準的完整。為了防止這類監管套利，國內監管者可能被迫採取措施針對源自監管更寬鬆地區的金融交易。

不同主權國家以不同方式監管金融世界需要交通規則，以管理相互獨立的國家政策之間的交匯。所有國家都會向有資本流動理想狀態聚攏的假設，令我們的注意力從努力設計這些規則上移開。

部門的復甦造成了成本上升和銷售環境惡化的不良後果，尤其作為世界製造大國的中國，更是出現了讓宏觀調控政策左右為難的「錢流」和「錢荒」並存的狀況。

為此，中央經濟工作會議確立了明年「寬財政、穩貨幣、壓投機」的宏觀調控基調：即通過給企業減稅和增加解決民生後顧之憂的財政支出，來釋放企業投資和居民消費的潛力。同時，再利用提高貨幣政策的有效性和控制資產泡沫的做法，來引導虛擬經濟部門過度膨脹的資金進入到因「錢荒」而投資不足的實體經濟部門（這次中央經濟工作會議又再次強調「要繼續堅持房地產市場調控政策不動搖」的「價值觀」取向！）。

最後是外部性的矛盾。由於建立在信用基礎上的各國消費、投資、貿易和政府支出之間的「相互平衡機制」被打破，於是針對自己不同性質的經濟結構失衡所帶來的尖銳的矛盾，各國政府都採取了程度不同的救市干預政策，甚至很多向市場注入流動性的貨幣救市政策給發展中國家造成的負面影響要遠遠大於擁有貨幣主導權的發達國家。而且，歐美發達國家更是利用他們在國際金融和世界經濟舞台中的「話語權」，而不顧中國等新興市場國家的發展階段對現有「一刀切」的平衡調整思路的消化能力，一味強化國內貿易保護主義的措施和國外利己性的市場開放要求，以達到緩解他們結構調整所帶來的財政壓力和經濟硬着陸風險上升的效果。

這種只站在自己國家利益至上的立場上所推進的缺乏「共贏」的國際政策協調方式，確實增添了世界經濟利益不斷分化的複雜性，給中國這個「務實型」發展模式所造就的世界經濟第二大國來說帶來了不可低估的挑戰。最突出的問題莫過於來自於大宗商品市場的輸入型通脹與通縮壓力，以及海外游資短進短出所產生的外匯占款的大幅波動，從而導致既要保持幣值和價格穩定又要確保經濟增長和就業目標的我國貨幣政策等宏觀調控措施的效果大打折扣。（摘錄）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。