

經濟政策自相矛盾 通脹低息難並存

安倍重震日本

日本首相安倍晉三去年上台後，推行以極寬鬆貨幣政策為本的「安倍經濟學」，試圖以極低息重振日本經濟、擺脫長年通縮。政策最初的確令日圓匯價大跌，起立竿見影之效，但市場慢慢察覺當中邏輯矛盾——刺激通脹與壓低利率不可並存，結果令投資者對安倍信心動搖，導致日股過去兩周劇烈波動。究竟安倍在重振日本？還是在重「震」日本？難題如何解決？

日本央行在安倍指示下，訂立2%通脹目標，又將買債規模加倍以壓低長期利率，以刺激借貸推動經濟。正常情況下，當通脹告終、通脹因經濟增長加速而上升，作為市場利率基準的長期國債孳息自然亦會水漲船高。但若央行持續大規模買債，債息又應該不升反跌。

股匯債波動 恐步希臘後塵

如此矛盾，漸漸形成投資者心中一大問題，令他們難以根據傳統市場原理預測日本債息走勢，導致債息近兩周不斷波動，加上市場預測美國退市會推高美債孳息，令日股和國匯大起大落，國匯上周更升穿1美元兌100日圓水平。

日本債務佔國內生產總值(GDP)高達240%，政府嚴重入不敷支。在央行超寬鬆政策下，日圓急速貶值，通脹水平不斷回升，將促使資本外流、債息上升，增加日本融資壓力。債息上升而經濟無明顯改善，將削弱銀行資本比例，損害金融穩定。分析認為，若情況持續，日本甚至可能步希臘後塵，國債失去信用，政府財政崩潰。

影響經濟的關鍵，是反映購買力的實際利率，日本消費物價指數按年跌0.5%，而10年期息率約0.9厘，意味實際利率為1.4厘。美國雖然名義利率比日本高兩倍，但計算通脹後，實際利率為1厘。若日本能實現2%通脹，即使債息升至3厘也可接受，但若消費物價指數繼續跌，債息上升將打擊投資和借貸。

宜控日圓跌勢 彈性買債穩債息

評論指出，日本經濟癱瘓在於人口老化，這是單靠貨幣政策難方不可能治癒的慢性疾病。而且日本經濟隱憂多，不足以支撐「政策牛市」，出現大調整在所難免。依賴進口能



源，令國匯急貶的利弊互相抵銷，出口增加的好處被進口物價上升消弭，日企工資水平停滯無助消費支出增加，經濟引擎難以維持運轉。

要解決通脹與息口上升的矛盾，野村總合研究所首席經濟師辜朝明認為，央行及政府應明確向市場保證不會放任日圓暴跌，並承諾好好控制通脹，從而消除長息急升風險。安倍亦應盡快推出結構性改革及整頓財政措施，減低經濟增長對寬鬆政策的依賴。

分析也指出，要穩定近期波動的債息，央行應由每月一次過買7萬億至8萬億日圓(約5,573億至6,369億港元)日債，改為日買3,000億至4,000億日圓(約239億至318億港元)，以及提早1個月公布買債時間表，令市場有更多時間消化消息。

英國《金融時報》/路透社

民眾樂觀 經濟師憂曇花一現

沉寂多年的日本經濟在「安倍經濟學」帶動下顯得生氣勃勃，民眾消費氣氛濃厚，對日本前景普遍樂觀，似乎反映安倍的休克療法見效。然而有經濟學師認為，安倍動搖既得利益集團和日企根基的產業改革成效未明，要評價言之尚早，強調日本經濟是復甦還是曇花一現仍有待觀察。

安倍為日本定下2%通脹目標，促使民眾在貨幣貶值前消費，全國掀起購物潮。東京金融區高島屋百貨店員透露，約2萬美元(約15.6萬港元)的手錶成為搶手貨。早前以廉價招徠的連鎖壽司店亦開設高檔餐廳吸客。一名64歲企業高層稱很多70後已忘記日本盛世境況，希望安倍帶領日本復甦。東京瑞德研究所首席經濟師高田創稱，這是日本擺脫20年「通縮思想」的最佳時機。安倍經濟學帶動日股急升，不少股民賺個盤滿鉢滿，亦支撐消費。

日本《讀賣新聞》/《產經新聞》

不過，有的土司機稱民眾消費和外用午餐意雖有所提升，但仍抗拒搭的士，結果收入不僅沒增加，更面臨物價上升困境，苦不堪言。不少經濟師警告，日本須確保新生財富分配均勻，否則日本經濟恐打回原形，甚至陷入物價飛漲噩夢。

紐約時報



克魯明

經濟諾獎得主克魯明：

「日本經濟若只出現短期增長，不可能根治長久問題，但若成功則可邁向更好將來。日本今年首季表現勝歐美，國匯貶值令出口更具競爭力，若日股及息率能同時上揚，仍可反映市場樂觀情緒；相反歐美政府畏首畏尾，不敢制定重大經濟措施。」

清華大學教授李稻葵：

「國匯貶值雖令日本上季國內生產總值(GDP)按年增長3.5%，但核心消費價格仍低過去年同期，顯示安倍經濟學並無推高通脹預期，並以犧牲貿易夥伴的手段實現經濟復甦，是不公平行為。若國匯持續貶值，中國和韓國將被迫干預外匯市場，造成不利部分日本出口商的貿易爭端，最終只會使日方投資面臨嚴峻審查。」



李稻葵

日銀恐成通脹犧牲品

日本央行1月按安倍晉三要求，將通脹目標加倍至2%，更不惜推出無限期買債推動日本脫離通縮，行長黑田東彥更宣稱要在2年內達標。然而有研究顯示，即使安倍最終如願達成2%通脹目標，帶來的利率波動將重創坐擁龐大政府債的日本銀行業。

債息料升200基點

日本在2008年一度達成2%通脹率，即使市場當時堅信是曇花一現，日本10年期息率仍由1.3厘升至1.8厘。假設安倍能達成並維持2%通脹，保守估計債息會上升最少200個基點。

目前日債大部分由日本的銀行、保險公司、退休基金和日本郵政等機構持有，意味息率一旦波動，這些企業將承受一定程度的利率風險。債息上升引致的國債持續性和投資者信心變動、私人金融市場承擔政府債務增加、人口改變促使私人儲蓄減少等風險，皆反映日債市場風險已成為日本宏觀金融一大風險因素。

考慮到銀行業對本土主權債務風險較任何發達國更大，意味日本銀行更易受利率波動影響。據日央行按市值估計，單是利率突然上升100個基點，就足以令日本地區銀行和主要銀行分別損失成和1成一級資本。

分析指，隨著日本愈來愈依賴出口、匯率波動幅度增加和利率風險增大，日本在投資優勢上將難以與美國相比，日本銀行業前路仍重重障礙。

Seeking Alpha網站

安倍經濟學 模範抑或陰招？

外界對「安倍經濟學」褒貶不一，諾貝爾經濟學獎得主克魯明曾形容此舉是發達國「先鋒」，讚揚安倍晉三敢於跨過人口急劇老化及社會結構問題，推出大膽政策以免經濟停滯導致問題惡化。不過，中國清華大學教授李稻葵批評日圓大幅貶值既不可持續，亦對其他國家不公平。

欠改革恐釀貨幣戰 勢損亞洲

韓國大學經濟系教授、亞洲開發銀行首席經濟師李鐘和指出，「安倍經濟學」若無法推展成以寬鬆為輔、結構改革為主的長遠框架，日本及亞洲鄰國恐陷入競爭性貶值的惡性循環，不利地區經濟發展。

日本仿效美歐推行量化寬鬆(QE)，三者均令熱錢湧入亞洲新興市場，衍生資產泡沫。日圓急貶亦威脅鄰國出口，韓國數據顯示，如國匯跌至約1美元兌118日圓，韓國將墮入衰退深淵。因此，若情況

惡化，日本貿易夥伴可能以競貶本幣、貿易保護及資本管制等措施自保。

一時的貨幣寬鬆及出口擴張並不能拯救低迷經濟，日本只有徹底開放貿易，才能挽回日企競爭力及點燃創意，日政府亦應致力增加勞動力，以解決人口老化的經濟癥結。不過，世界銀行常務副行長英卓華認為，這場改革將同時觸及政治、經濟及社會範疇的利益集團，難度極高。

Project Syndicate網站/CNBC/英國《金融時報》

