

長期低息後遺症 央行耗盡彈藥

歐美經濟難捱 僅靠財政措施打救

今年新冠肺炎疫情重創環球經濟，各國政府及央行紛紛出招救市。但經過金融海嘯後的長期低增長和低利率後，各國央行，特別是歐美央行已技窮，明年救市的空間變得非常有限。故今年除了央行外，市場亦同樣寄望西方政府能同時推出財政措施，以大舉發債的方法紓緩疫情下的西方經濟壓力，相信這將繼續成為明年救市的主軸。

大公報記者 李耀華

在今年7月份，當疫情經過了首輪的大規模爆發後，國際貨幣基金組織（IMF）首席經濟學家Gita Gopinath等估計，全球已動用了11萬億美元的財政政策以作應付。而在6月份，「惠譽20」國家財政刺激規模已遠超2008年金融海嘯之後的水平，當時發達經濟體的財政擴張規模，約佔GDP的3%至4%。

當然，救市絕對不能沒有央行參與。至11月底止，光是歐、美、日、英等4大主要央行的資產負債表總額，已暴增至逾23萬億美元。美國聯儲局曾在3月份重手減息1厘，令利率變相降低至零水平，同時推出了總值達7000億美元的量化寬鬆措施。另外，亦推出了龐大的財政措施，訂立了總金額達2.3萬億美元的新冠肺炎救助、紓緩和經濟安全法案（CARES）。歐元區方面，歐洲中央銀行監理局容許大部分金融機構暫時暫停遵守資本比率的規定，同時歐央行的量化寬鬆措施金額將會增加至逾7500億歐元。

聯儲減至負息機會微

需要注意的是，這些救市行動並非為了救援銀行，銀行在資金和流動性方面，比2008年時都要強勁得多，救市真正的目的，是要改善銀行融資公司、小企業和國民財政方面的能力。

新冠肺炎在美國和全球各地再度肆虐，令人對來年全球經濟復甦再起疑慮，近日各國雖然安排民眾大規模注射疫苗，但在達到群體免疫的效果前，財政和貨幣措施將會繼續擔起重重責任。

例如美國，新冠疫情不斷擴大，令短期經濟遇到逆風，而美國總

統換屆，和疫情產生的結構性轉變，都會令經濟在中期面對巨大挑戰。聯儲局官員也相信，他們日後在刺激需求方面，已難做到什麼，而實施負利率的可能性亦看來較低，惟亦不可排除其加推量化寬鬆的可能。另外，儲局主席鮑威爾在今年最後一次會議上，發表了疫情爆發以來最樂觀的預測，便令人相信聯儲局明年再次出手的機會較低。

歐元區方面，通脹率令歐央行委員再次分化，鷹派官員認為，負通脹率只是短暫，分析師則認為，鴿派將會勝出這一番，尤其是今年年尾歐洲經濟恐現雙底衰退，故他們相信歐央行將會增加量化寬鬆和公共部門資產購買計劃（PSPP）。

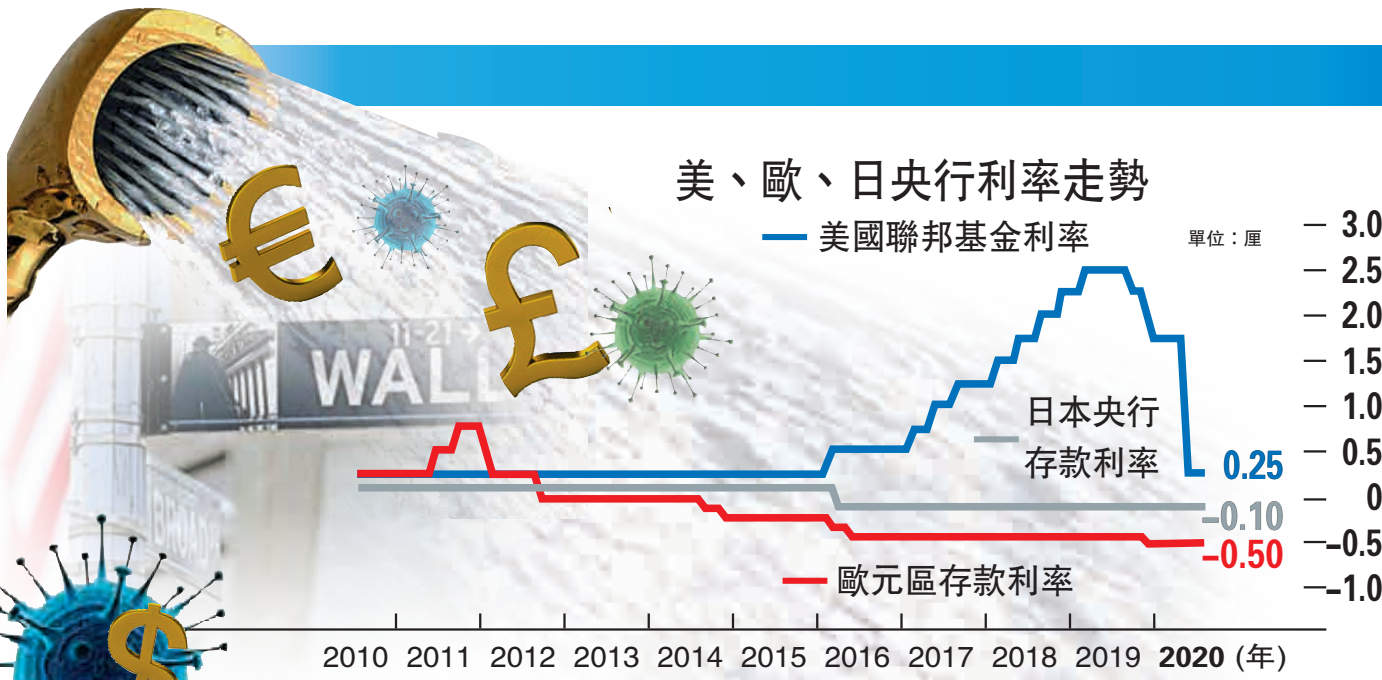
失業率高企 產值缺口大

事實上，在過去10年中，政策官員往往因為低生產力、低利率、央行資產負債表高企，而不時表示彈藥不足。受到新冠肺炎影響，上述的限制變得更加明顯，發達國家在實施貨幣政策救市時，意願未能一致。

美國聯儲局和歐洲中央銀行現已用去了大部分彈藥，但未來還要面對超高的失業率、產值的缺口，和巨大的資源錯配問題。

財政措施在明年相信繼續主導央行救市行動，美國參眾兩院在年底達成新刺激方案，市場亦觀望美國候任總統拜登能否履行競選時放水達3萬億美元之承諾。假如民主黨在明年年初能成功控制兩院，派錢便可以更大刀闊斧。

歐洲方面，各國議會在明年將陸續就1.8萬億歐元（約15.97萬億港元）規模的救市方案作投票。



各國2020年救市措施一覽

國家或地區	貨幣政策	財政措施
 美國	● 曾在3月份重手減息1厘，令利率變相降低至零水平，同時亦推出了總值達7000億美元的量化寬鬆措施。其後更實施無限寬，聯儲局還為各種貸款，包括學生貸款等作擔保	● 3月底快速通過總金額達3萬億美元的新冠肺炎救助、紓緩和經濟安全法案（CARES），較早前參議院和眾議院已就最新一輪刺激方案達成協議，涉資料達9000億美元
 歐元區	● 歐洲銀行監理局容許大部分金融機構暫停遵守資本比率的規定，同時歐央行的量化寬鬆規模增至1.35萬億歐元，並繼續推出長期再融資操作，在今年6月曾向銀行體系注入了高達1.3萬億歐元的三年期信貸額度	● 在8月份通過設立規模達1.8萬億歐元（約15.97萬億港元）的建議，當中7500億歐元打算由歐盟執行委員會從資本市場集資
 英國	● 英倫銀行一共減息0.65厘，利率降至0.1厘，並增持了2000億鎊的政府債券，和向企業作出3300億鎊的借貸和擔保，並在上周把中小企貸款計劃限期延後6個月	● 英國財相在上月底公布，今年與新冠肺炎有關的支出將達2800億鎊，將透過舉債3940億鎊來融資
 澳洲	● 央行在3月份兩度減息，利率降至0.25厘，11月初利率再調低至0.1厘，還把買債金額增至1000億美元，向小企業提供最少900億澳元的借貸融資	● 澳洲聯邦政府推出總值3000億澳元緊急振興經濟方案
 日本	● 央行在常規操作以外，曾在3月份先後公布額外購入1萬億圓及3000億圓日本政府債。另外又提供合共4萬億圓貸款資金。在4月甚至宣布實行無限量寬	● 今年以來已推出兩個額外財政預測案，令政府開支增至160萬億日圓，是原方案的1.6倍，包括在12月8日批出其中一項40萬億日圓的財政刺激措施

美債台高築 危機一觸即發

財經觀察
李耀華

為了刺激經濟，今年大部分國家不惜大額舉債，導致債台高築，尤其是美國等發達國家，統計顯示，發達國家債務在今年大增，總額已比新興市場多出接近兩倍。假如發達經濟體明年未能如期復甦，而又要勉強再推財政措施刺激經濟，其債務負擔將更沉重，甚至會導致危機。

全球經濟經過一年的折騰後，明年有望顯著復甦，原因是大多數國家和地區，現已部署疫苗接種計劃，全球多個地區在明年中以後可望實現群體免疫。但問題是，疫症雖然得到解決，但全球很快又要面對其他問題，特別是債務纏身的困

境。美國在這方面的問題更嚴重。美國的新冠疫情是全球之最。截至12月中，美國患者死亡人數已超過30萬人，逾1700萬人受感染。雖然排第二位的印度和第三位的巴西，都是屬於新興市場，但兩者相加，亦只是美國的總和。

疫情在歐美肆虐，嚴重打擊發達國家經濟，為了刺激經濟增長，歐美紛紛大額舉債。根據國際金融機構、國際結算銀行、國際貨幣基金組織等的統計顯示，截至今年10月，美國債務已高達27億美元，而在第三季，家庭債務佔GDP急升至近八成，政府債務佔GDP的比例更已超過110%，反映出美國現時已極度入不敷支。

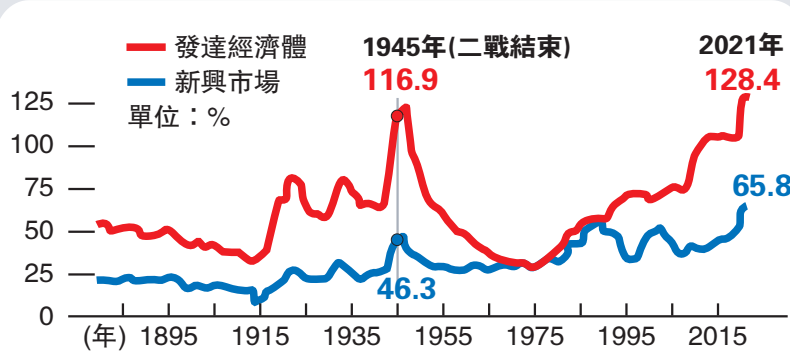
然而，近年一直被債務困擾的

新興市場，情況卻反而較好，截至今年第三季，總共負擔的債務只有76.4萬億美元，而家庭債務和政府債務佔GDP的比例，亦分別只有四成和六成，遠低於發達國家。

由於美國已通過新一輪刺激方案，此舉勢令政府的財政開支進一步增加，入不敷支的情況更嚴重。假如明年經濟復甦未如預期，政府收入繼續大幅減少，最終便有可能爆發大規模的債務危機，甚至可能步希臘後塵。

最後更要注意的是，隨着美元不斷貶值，美債或因美國債台高築而信貸評級受到動搖，令對外吸引力大跌。美債跌勢一旦進一步擴大，便會遭外國投資者捨棄，最後或會導致美債拋售潮出現。

政府債務佔GDP比重



註：2021年數據為預估值

資料來源：IMF

公共開支急增 赤字勢加劇

新冠肺炎令全球經濟面對嚴重不景氣，為了振興疲莫能興的經濟，全球各國都推出了超規模的財政措施，令發達經濟體弱經濟更已成了不二法門。但這些措施卻會帶來預計不到的後果，令公共債務和財政赤字大增。經濟師預計，到今年底，全球債務將會達到2770萬億美元，佔全球國內生產總值365%。

為了挽救經濟脫離新冠肺炎的沉重打擊，全球政府採取了快速、大規模，以及創新的財政貨幣政策，但縱觀如此，今年全球經濟的增長仍預期會收縮近5%。

不過，在各國大肆發債和增加開支後，卻出現了預料不及的嚴重問題。IMF估計，全球政府機構財政赤字佔國內生產總值的比例，將會由

2019年的3.9%，大升至今年的12.7%。

這種財政赤字的增加在各國，不論發達國家、新興市場、中等收入經濟體等都十分明顯。即使一向擁有財政盈餘的石油生產國，其財政赤字亦將會佔去國內生產總值逾一成，這當然是與油價早前大跌有關係。

但較令人關注的是債務累積的情況，由於利息負擔增加，各國近日的財政赤字亦大增，全球債務佔國內生產總值的比例，預期在2021年至2025年間，都會超過100%。雖然這個比例仍然低於第一次世界大戰時期，但是其水平已屬較為罕見，而且各國要融資這筆債務亦絕不容易。

加強合作協商 免陷流動性陷阱

全球央行大規模量化寬鬆，使流動性大幅增加，國際貨幣基金組織的總經濟師Gita Gopinath因而警告說，全球經濟目前正墜入流動性陷阱中。

流動性陷阱，其實是指一個地區的利率跌至極低，令貨幣政策的效用大減。Gita Gopinath警告，全球最少六成中央銀行減息，包括九成七的發達經濟體已把利率調低至低於1厘。而更有五分一經濟體的利率跌至負數。她表示，由於央行沒有太大的進一步減息空間，於是唯有實行非常措施。但無論央行如何減息，通脹率仍然處於低水平，有些地區更甚至出現過度通縮，令市

場估計假如再有突然的衝擊，央行便將不得不實施負利率。

這樣一來，全球便無可避免地墜入流動性陷阱中，令貨幣政策不能發揮效用。若要逃離這個陷阱，各國央行便需要訂立適當的措施。Gita Gopinath這一警告，已在英國金融時報中表達了出來。

她發表言論後一天，澳洲央行宣布把利率由0.25厘減至0.1厘，創下歷來最低利率水平。同時，該行亦公布了一項金額達1000億美元的量化寬鬆措施，旨在令澳洲整個經濟體系的利率一同降低，並遏低澳元匯率。假如Gita Gopinath的警告應驗，那麼澳洲將會承受很大的後

果。若以澳洲中央銀行為例，在過去9年以來，澳央行不斷減息，其現行利率目標已由2011年的4.75厘，跌至現在只有0.1厘，惟通脹率多年以來卻一直不升反跌。

Gita Gopinath表示，在流動性陷阱中，貨幣戰爭的危機亦會增加。當利率接近零，各國貨幣匯率亦會下跌，令入口商的成本下跌。但問題是，疫情爆發後，多邊主義受到考驗，若各國爭相貶值貨幣，全球的衝突增加，令全球更承受不了這巨大的壓力。

所以，Gita Gopinath認為，要解決流動性危機所製造出來的問題，各國實應加強合作和協商。