

Active is: Sharing insights



全球救市的意外後果

2018年11月



杜納恩
環球投資策略師

環球央行10年前聯手應對金融海嘯，避免全球陷入毀滅性的衰退，但亦帶來了無法預料的後果，包括製造了更多債務以及更嚴重的財富不均。回顧過往的決策，我們可以從中汲取到甚麼教訓？

央行10年間改變全球

10年前雷曼兄弟倒閉，信貸緊縮席捲金融市場，全球經濟承受重擊。主要央行大力干預，將利率降至零息以下，並推出量化寬鬆，才令環球經濟脫離險境。據《金融時報》報道，在量化寬鬆政策下，各國央行的資產負債表規模升至逾15萬億美元。

這些政策在股票、債務以至房地產市場引發財富效應，金融行業及富有投資者的財富「水漲船高」，但實際上卻未能協助環球經濟全面復甦。我們解決了一個債務危機，卻同時創造了更多債務，引發更嚴重的貧富懸殊，令民粹政治及反全球化情緒冒升。

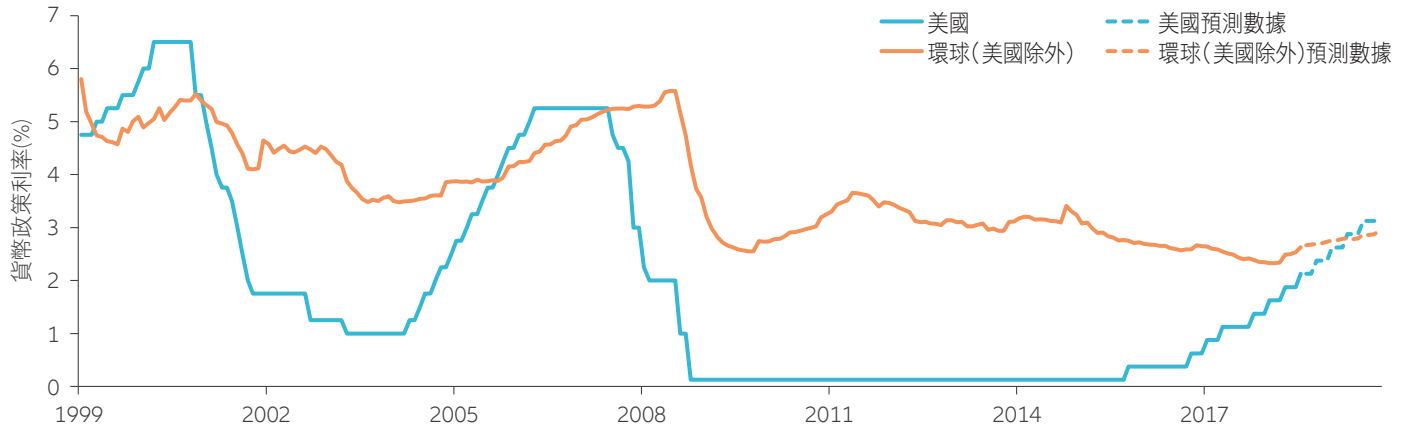
10年過去，現在說我們已戰勝金融海嘯仍是言之尚早，反而是時候考慮央行有沒有其他方法可化解問題。



要點

- 金融海嘯過去10年，全球以超低利率及量化寬鬆政策，催生出更多債務，藉此解決一場債務危機
- 低息政策下，安全資產的回報愈見微薄，而在嚴格的投資規限及避險情緒下，很多投資者無可避免地承受金融抑制的惡果
- 很多國家並未成功推動基本面及結構性改革，正如過去30年的日本一樣
- 當各國同時面對增長壓力及去槓桿時，政治不穩及民粹主義將會持續升溫
- 通脹仍然是投資者的敵人，通脹有如「隱性違約」，可能是解決全球債務的方法

央行貨幣政策正在重回正軌，但進度十分緩慢



資料來源：安聯投資、彭博、湯森路透Datastream、世界銀行、歐盟統計局；數據截至2018年9月30日。

極度寬鬆貨幣政策引發一系列未能預料的後果

…儲蓄者

金融海嘯過後，環球央行推出一系列金融抑制措施，目標是刺激經濟增長及降低債務，同時維持通脹水平。然而，央行減息至零利率，甚至是負利率，儲蓄人士便不能在沒有風險的情況下賺取回報，而過度借貸或消費的人卻安然無恙。老年人或臨近退休的人士所受打擊更大，他們不願意冒險，但存款卻連些微的利息回報也沒有。

…投資者

量寬及零利率政策推動投資者冒更大的風險去賺取收益，促使他們無休止地追逐回報。央行將債券利率推至新低，從中干預了市場上的資本配置，鼓勵了槓桿式投資。

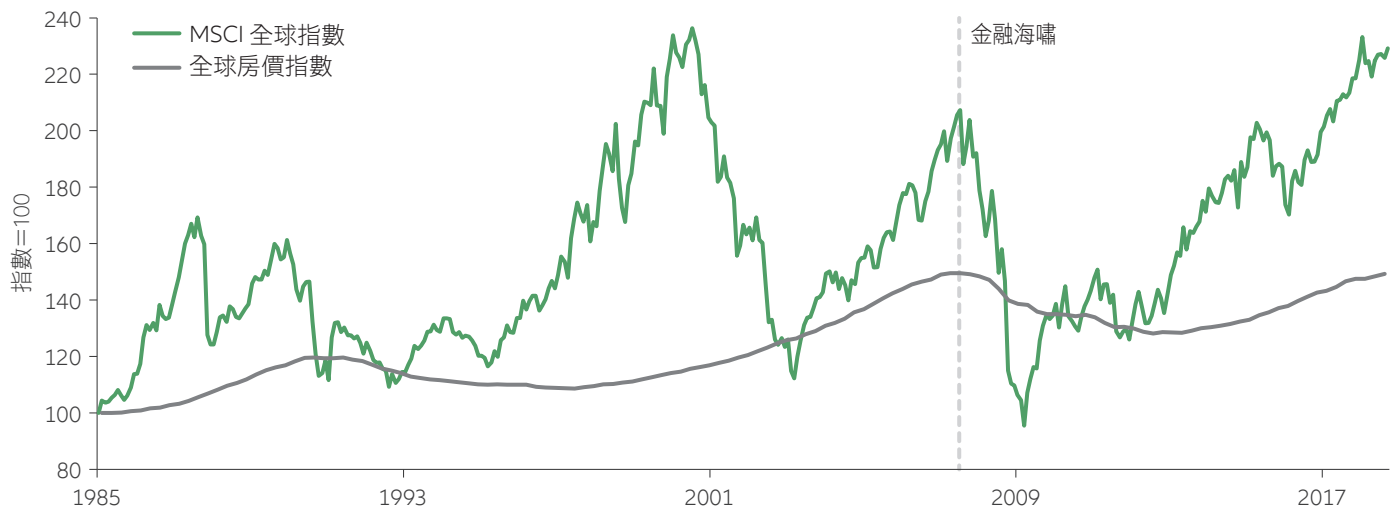
這個「央行看跌期權」（即是以降低利率及注入流動性來穩定市場）成功控制了市場波幅，但卻有幾個重大的壞影

響。其一，低息政策下投資者不再著眼於估值，只顧追逐昨天的贏家，結果資金湧入被動投資產品。股票及行業的相關性漸漸變得愈來愈高，表現幾乎亦步亦趨。事實上，彭博數據顯示，2018年上半年標普500指數中的10隻成分股，已佔去指數市值的50%，當中包括「FANGs」，即Facebook、亞馬遜、Netflix及谷歌。

央行成功減低了市場的波幅，但同時鼓勵了更多順週期性資金湧入被動投資產品

央行向市場注入流動性，財富效應擴散，股票、房地產加速升值，同時加劇了貧富懸殊，投資者甚至要重新考慮長久以來的估值工具例如市盈率，是否已不合時宜，因為有些股票的市盈率已高到幾乎沒有參考意義。股票投資者享受穩定的股價升幅，固定收益投資者則追逐收益，據《金融時報》報道，市場上有近10萬億美元的債券的利率已跌至低於負數。

貨幣政策支持房地產及股票價格回升至接近金融海嘯前水平



資料來源：湯森路透Datastream、安聯投資；截至2018年8月13日（圖表顯示1985年價格以100為基準）。

…股東及企業

一直以來的股票擁有權制度，在金融海嘯中被顛倒，有時甚至會以買股份為有利可圖的業務。由於公司可以輕易在信貸市場發債融資，有些企業便創立新的業務模式，其重視的不是實質利潤，而是藉改變負債權益比率，令股價看起來更吸引，同時打擊那些真正需要融資的競爭對手。

低利率促使很多公司發債以回購股份，有估計指美國的年度股份回購比率，達到其GDP的3%至5%。

低息鼓勵了很多公司發債回購股份

近年企業的董事局薪酬亦備受關注。在社會大部分人的薪酬停滯不前的情況下，企業將董事回報與股價掛鉤，由於股價持續上升，董事的薪酬亦升至新高，企業管理層的薪酬亦一樣。當董事及管理團隊將時間精力花在公司股價而非業務之上，他們很容易便會減少投資及增加高風險的金融操作。

…政府

低息亦令企業及政府退休金等長期債務難以維持開支，很多退休金及保險公司亦因為受制監管條例，被逼持有回報極不吸引人的國債，一旦加息，這些資產的價值將會下跌。更壞的情況是，有些政府的財政管理不善，將會隱藏其真實的債務成本。

全球人口正在老化，那些債務沉重或承諾了龐大福利的政府，將來的負擔將愈來愈大。這些開支很大機會只能靠通脹或違約才可實現，意味債券的價值可能會大跌，部分的

開支在未來亦很可能會被取消。

債務高築的政府，很大機會要靠通脹及違約才可解決債務問題

由於大部分政府都沒有善用央行買回來的時間來進行結構性改革，他們很可能要以更弱的狀況迎接下一場的金融危機。銀行將會被逼持有更多資本，在下次危機來臨時，它們未必能夠為市場提供充足流動性。

…經濟

過去10年央行的低息政策及向市場注資，製造了大量「殭屍企業」，它們通常都是一些老弱的企業，其利息開支比經營溢利還要高。銀行有意減低撇賬以控制損失，同時亦不想進行成本高昂的資本重組，往往不斷向這些企業延長還款期，這過程名為「信貸常青化」。日本過去30年都受到「殭屍企業」問題的困擾，美國及歐洲似乎正在步其後塵。

市場經濟在最理想的狀況下，資本會投放在一些最有可能獲取回報的投資，但央行不容許經濟汰弱留強，結果打擊了創新及生產力。再者，「殭屍企業」的存在亦會削弱一些經營良好企業的優勢，導致經濟停滯，同時引發社會及政治矛盾。

更重要的是，低息之下，投資及儲蓄者有兩種反應。例如在德國，儲蓄者在低息環境下傾向增加儲蓄，令儲蓄計劃可以如期實現。相反，在英國及美國，人們卻會傾向將額外的收入花掉，因為他們認為既然利率低微，無論如何都不能賺得夠，何不索性增加消費？結果全球而言，儲蓄減少、消費不斷上升，同時槓桿比率正大幅上升。

金融海嘯後環球消費通脹回升



資料來源：安聯投資、經合組織、彭博、湯森路透Datastream、世界銀行；數據截至2018年9月30日。

環球經濟愈來愈難推動增長，現時要用7元的債務，才可帶來1元的國民生產總值，很多經濟體及消費者都只能苟延殘喘，今朝有酒今朝醉。

從歷史中學習

今年11月11日，是第一次世界大戰結束100周年紀念，我們是時候從歷史汲取教訓。歷史告訴我們，和平及繁榮均需要靠努力爭取，亦需要很多因素的協力，包括地緣政治及國際的協作、可持續的貨幣及財政政策等，才可以維持精

妙的平衡。

10年過去，全球共同協力避免了經濟陷入第二次大蕭條，但帶來了不少後果，仍有待我們尋找出路。不過，我們一直賴以維持和平的一些社會及政治契約，正在慢慢消退。正如美國哲學家喬治桑塔亞那(Georges Santayana)的名言：「那些不從歷史汲取教訓的人，注定要重蹈覆轍」，這正提醒著我們所有人都應從過去成功以及錯誤中學習。

金融海嘯過去10年，救市措施雖然阻止了第二場大蕭條，但引發的後果仍未找到出路

Active is : Allianz Global Investors

著重 因而主動：安聯投資

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋

安聯投資



讚好我們專頁 安聯投資 – 機遇同行



聯繫LinkedIn帳戶 Allianz Global Investors



關注微信公眾號 安聯投資



訂閱YouTube頻道 安聯投資

投資涉及風險。投資價值及投資收益可升可跌，投資者可能無法取回全部投資本金。過往表現並非未來表現的指引。本文件乃提供市場訊息之用，僅供參考。本文並非就任何證券提供投資意見或建議或邀請或招攬買賣該等證券。

本文件所載的觀點及意見，屬發行人及／或其聯營公司在刊發之時的觀點及意見，可予以更改而毋須另行通知。所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源，但並不保證對其準確性或完整性對其使用所產生的任何直接或間接損失，本公司不會承擔任何責任。本文件的內容不可以任何方式影印、複製或再發佈。

本文件並未經任何監管當局審閱。如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規法則而發行的代客境外理財產品，提供輔助信息。

本文件乃透過以下安聯投資旗下公司分發：Allianz Global Investors U.S. LCC (在美國證券交易委員會註冊的一家投資顧問公司)；Allianz Global Investors GmbH (受德國Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)監管的一家德國金融服務 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特許提供商以及在美國證券及交易委員會註冊的一家投資顧問公司)；安聯環球投資亞太有限公司 (獲香港證券及期貨事務監察委員會許可)；Allianz Global Investors Singapore Ltd. (受新加坡金融管理局監管[公司註冊編號：199907169Z])；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd. (日本註冊為金融工具交易商)[公司註冊編號：The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本註冊為金融工具交易商), No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association]；以及安聯證券投資信託股份有限公司 (獲金融監督委員會(台灣)許可)。