



王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官
曾任職國際投行銷售及結構產品部，
具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。
為美國康乃爾大學物理學博士，
特許財務分析師及金融風險管理師。

低息年代降臨

剛 跟家人到日本北海道旅行，除欣賞日本風景、享受美食外，更吸引人的是難得的安寧。旅程的其中一站是札幌，日本北部最大城市。雖說是大城市，跟香港的煩囂擠擁相差太遠了。除市中心JR站內比較繁華外，市內其他地方包括景點、地鐵、購物中心及百貨公司的遊人顧客都不多。在逛街的同時，筆者不斷思索當地的零售業怎樣維持下去？

根據官方統計，日本2011年的零售指數比2010年倒退1.1%，消費者物價指數則下跌0.3%。她要面對的問題不是通脹而是通縮，日本的經濟問題反映於股市債市。日經指數於1989年曾上39000點高位，當時正值日本經濟高峰期，日本銀行、汽車公司及電子產品在全世界稱王稱霸，後來房地產泡沫爆破，加上《廣場協議(Plaza Accord)》迫日圓升值，日本經濟開始停滯不前，正式進入迷失年代。

日本股市不具循環性

現在日經指數為8600點，比高位足足跌了77%！過去十多年，我聽過不少專家建議投資者買日股，理由是跌了很多，很便宜，最後當然失望而回。投資者都假設股市具循環性，但日本股市告訴我們，有些投資本質不具循環性，而是由於經濟改變，帶來結構性長期下跌。

日本為了刺激經濟，從1990年開始減息，甚至開始「零息政策」，除2006年至2010年有間斷外，這政策一直維持到現在。政府10年債券孳息率亦從1990年的7%降到現時的0.76%。當然，利率的下跌不是一條直線，當中有波動，但方向仍是向下。在低利率兼下降的環境中，大贏家是長債，加上股市表現不佳，日本國家債券成為投資者熱衷的投資工具。

日圓利率長期保持低水平，推翻了利息是

循環周期的傳統智慧。日本人熱衷於高息貨幣如澳元及巴西元，利用日圓的低融資成本作利差交易，尋找收益。其他已發展國家似乎正步日本後塵。西方各國央行為了刺激經濟，也像日本一樣拼命減息救經濟。日本的零息政策，2008年也在美國出現了。

歐美利息維持低水平

在芸芸政府10年期債券孳息率中，日本的0.76%原來不是最低，瑞士只有0.425%！美國、英國及德國都在1.5%以下。7月德國、丹麥及瑞士發行短債，利率竟然是負。日本在2001年早已推出買國債、推低利息的政策，故此美國的量化寬鬆政策(QE)也是跟日本學習的。

筆者相信歐美利息在可見將來都會保持在極低水平。在西方世界，政府及人民都在緊縮開支和減債，中央銀行為了減輕對經濟的打擊，必須保持低利率，而更重要的原因是中央政府要面對龐大的債務。這刻日本國債對國內生產總值(GDP)的比例為208%；意大利為120%；法國為85.59%；英國為79.50%；美國為69.40%（數字不包括地方政府債務）。在巨大債務下，別說本金，單是利息支出已是天文數字。

以日本為例，利率每上升1厘相等於2%GDP，故央行不會輕易讓利率上升，因會大大增加國家財政負擔，低息已是一個結構性現象。在低息環境下，高收益產品如公司債券、高息股和房地產信託都會受歡迎。

事實上本港公司債選擇愈來愈多，有不同年期、評級及貨幣。**瑞安房地產(00272)**最近發行3年期美元債券，票息高達9.75%。**越秀房託(00405)**的預期股息率也有7%以上。投資者要享受高息，可考慮把投資組合適度地分散到房託及風險較高的公司債。**RM**

投資者要享受高息，可考慮把投資組合適度地分散到房託及風險較高的公司債。