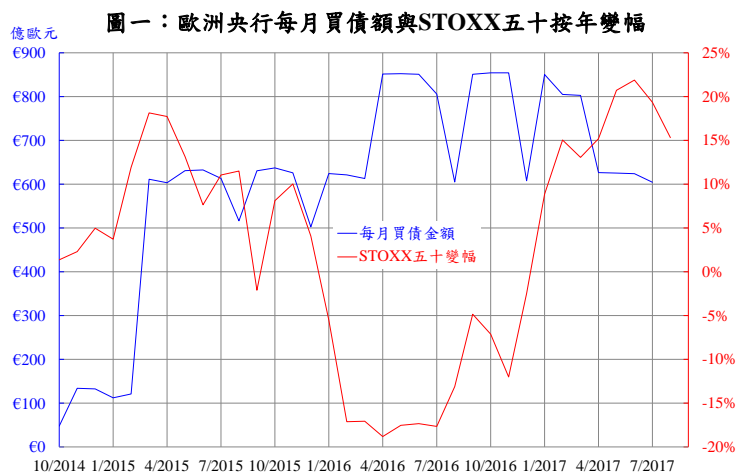


《信報》專欄〈一名經人〉

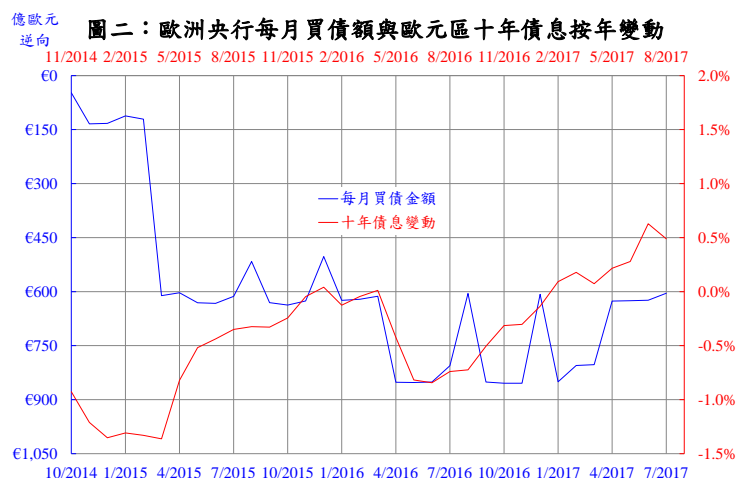
量寬量縮效果微 愈遲愈難控預期

歐洲央行本打算宣佈縮減買債，但盛傳臨陣縮沙，表面原因是這樣那樣未準備好。有什麼未準備好？操作上應無甚難度，若說未準備好，似乎是指市場或經濟方面多些。一如早前分析聯儲局縮表般，要判斷歐洲央行閃水喉的影響，還得先看放水時的效果。央行真正量寬，不計早年失敗的 Securities Market Program，實是始於 2014 年第四季。

分析放水時的效果十分簡單，將之與市場和經濟表現比較即見；不過要留意一點，對市場的影響應該是即時的，但對經濟的實質影響則應如一般貨幣政策般，滯後年半、兩年才見到，故以下將計及這時差因素。觀圖所見，初期每月買債額不多，及至 2015 年中，每月金額跳升至 600 億歐元水平，再到 2016 年 4 月更升至 7、800 億【圖一】。



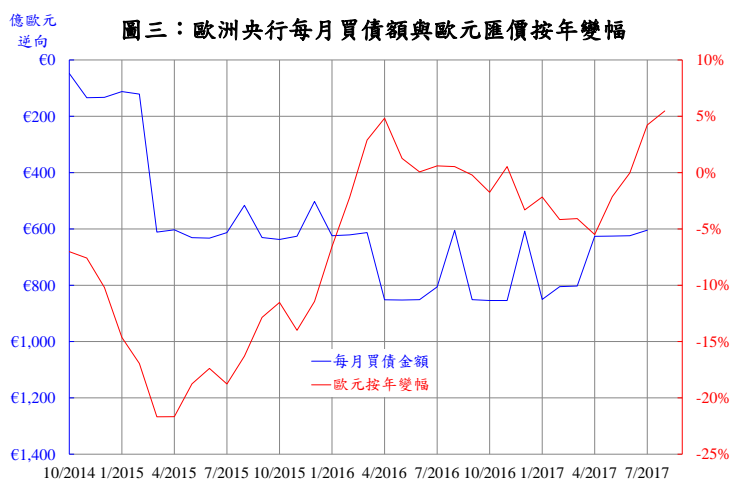
對股市有無影響？將之與歐盟 STOXX 五十指數按年變幅（按月太多噪音）比較，即見關係不大，最多是量寬初期股市飆過一陣，但 2015 年底的大跌和之後的大反彈，顯然都是跟隨外圍。換言之，即使歐鬆美緊，亦無法令歐洲股市擺脫全球大圍上落。



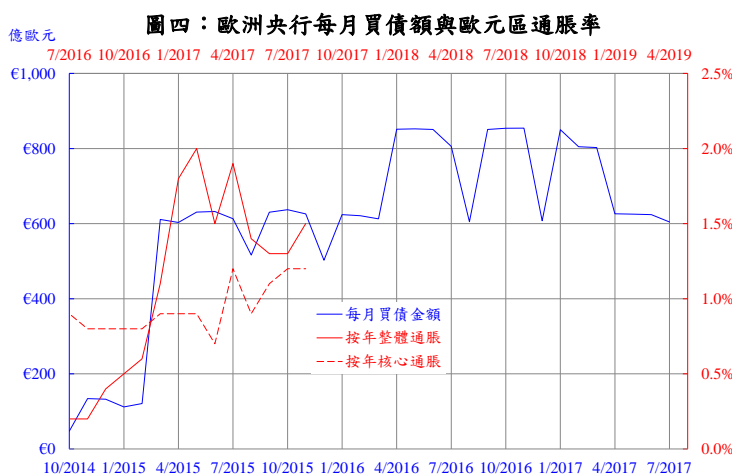
雖然量寬對股市的影響不大，但對國債市場的影響卻較明顯【圖二】。觀圖所見，

在量寬開始後約一年，每月買債額與歐元區十年期國債息按年變動成反比關係。固然，買債所壓低息率的幅度都在1厘以內，看似不大，但對本已十分近零的孳息曲線而言，量寬總算是有影響。然而，自今年初起兩者關係似有疏離，量寬的長線效應亦存疑。

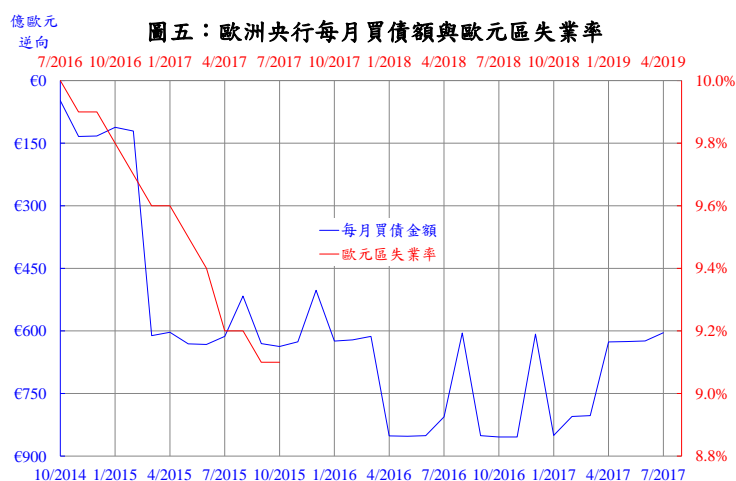
至於每月買債對匯市的影響，則可檢視一下歐元匯價有否因而被推低。照辦煮碗，可見在量寬初期歐元確曾按年大瀉逾兩成，不過在每月買債額穩定於600億歐元以後，歐元即拾強勢；而打後至今兩者均不見明顯關係【圖三】。這個發現其實在意料之中，因歐元兌美元取決於歐、美央行量寬的相對規模，現只單邊計數當然不會有何結果。



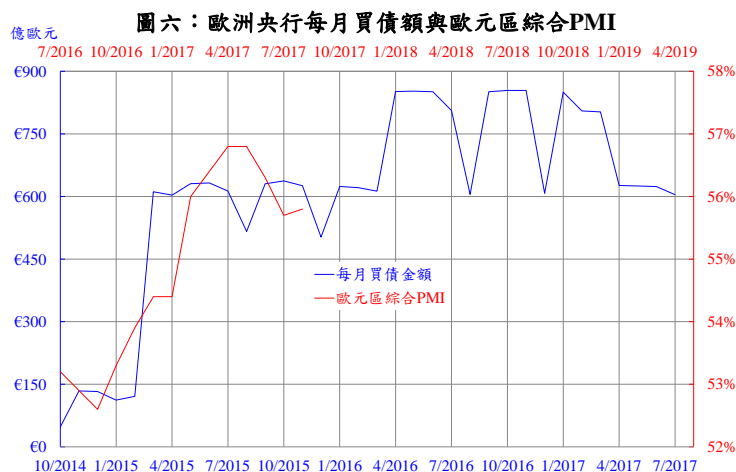
在經濟影響方面，量寬有否令歐元區走出低通脹日子並令通脹達標呢？如圖所見，若計及貨幣政策效應滯後年半至兩年的標準時差（這裏取兩者的中值即七季）後來看，買債確有推升通脹之效，並以央行作指標的整體通脹效果較佳，且迄今仍有【圖四】。當然，見效的日子僅一年許，定論言之尚早，仍待進一步觀察。圖料通脹將邁向2%。



至於就業方面，以同樣七季時差比較量寬後的歐元區失業率，可見反比關係清晰，但失業率「因而」跌的幅度仍不足1%，不能說無效，但效果肯定不大【圖五】。另外，由於沒做回歸分析控制其他因素，故難確立之間是否真有因果關係；固然，數據甚短，做亦頗無謂的。最可能的，是復蘇很大程度是自然而成的，加上量寬或使效果稍佳。



同樣情況亦見諸採購經理指數 (PMI)，在開始量寬後的年半、兩年間見大幅改善【圖六】。由此可見，歐元區在量寬後的改善是頗全面的：有通脹、就業及經濟活動。



目前所見絕大多數關於量寬效果的學術分析，都從大量買債壓低債息的角度出發。想當然矣。理論確如是說，但眼見量寬最大的作用是這政策動作徹底改變了市場預期，避免了自我實現、螺旋式的市場崩潰；這從雷曼倒閉時聯儲局一下買入萬億垃圾資產、希臘近乎破產時歐洲央行無所不用其極的說法、行動中可見一斑。當市場崩潰可免後，鑒於本要大跌的股、匯、經濟都已大跌，央行第一次的大手行動遂觸發了見底回升。

固然，日後央行保持量寬，穩定了市場信心，進一步入市與進一步復蘇相輔相成，形成良性循環。剛述機制其實都不是量寬理論的原意，實證回歸模型亦鮮有考慮這些。如果上述合乎常識、但未經學理過程 (theorising) 和實證推敲 (數據分析) 成立的話，那麼退市 (quantitative tightening, QT) 有何影響亦很視乎市場預期會否再次大逆轉。

難怪幾大央行巨頭都說退市要有幾悶得幾悶 (boring)，免得嚇壞市場。但只不過，隨着股市、樓市愈高，復蘇時間愈長，逆轉的自然條件就愈成熟，只怕退市幾悶都好，市場早已以此為收水訊號，只要加多一兩個核試、停擺等觸發因素，歷史又重演了。

羅家聰 環球金融市場部