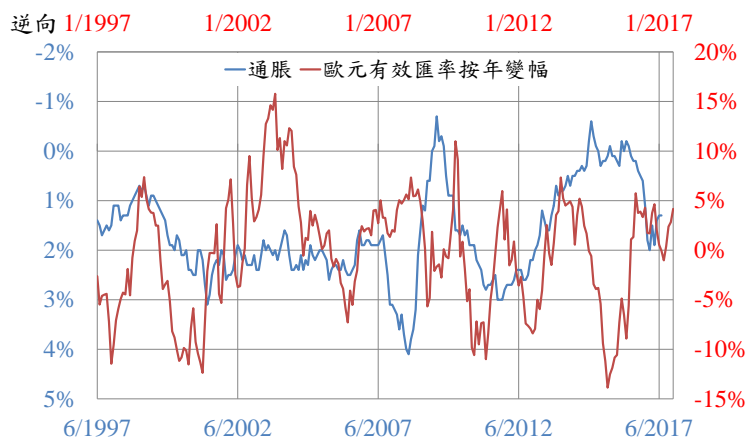


《信報》專欄〈圖理滿文〉

強元影響欠理據 歐洲央行照收水

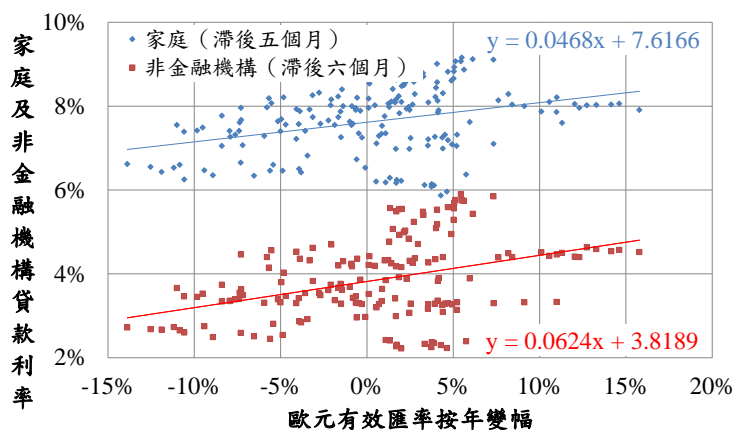
一年一度 Jackson Hole 銀行家年會今日正式展開，市場焦點放在歐洲央行總裁德拉吉週五的演說。不過日前有媒體報導，德拉吉將不會就縮減量寬發表具體講話，以免言論刺激歐元進一步升值，對經濟帶來負面影響。事實上，歐洲央行在上週公佈的議息紀錄提及，通脹放緩是受到歐元升值及油價下跌的影響，另外匯價上升亦導致借貸成本增加，究竟歐元升值是否真的如洪水猛獸，對通脹及借貸市場帶來衝擊呢？

圖一：歐元區通脹及歐元按年變幅



我們先看歐元區通脹跟歐元之間的關係，根據圖一所示，雖然歐元匯價的按年變幅看似跟通脹成反比，並領先通脹約五個月，但迴歸分析顯示，兩者的關係其實並不明顯。金融海嘯後，受到各國的量寬政策及油價急跌的影響，歐元區及通脹的關係更明顯地各行各路。因此，即使歐洲央行收緊量寬政策而導致歐元大幅升值，亦不代表通脹出現放緩。

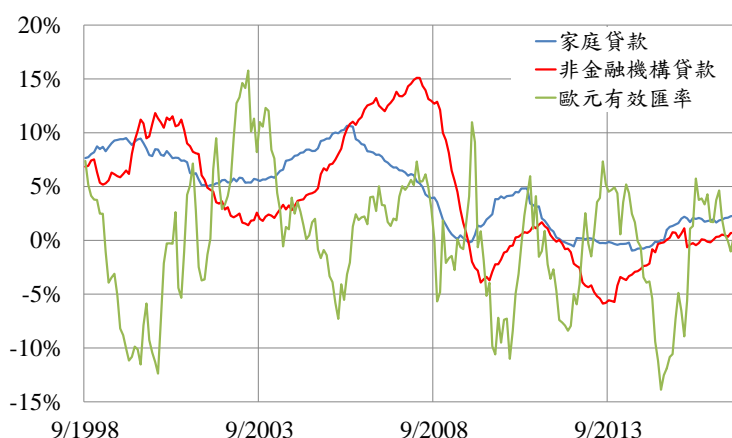
圖二：歐元區貸款利率對歐元（2003年至今）



至於借貸成本方面，圖二顯示歐元區家庭及非金融機構的貸款成本，分別跟歐元的走勢作出比較。數據顯示歐元有效匯率的按年變幅跟貸款利率成正比，並領先約五至六個月。現時歐元有效匯率按年上升約 4.2%，若依照圖二中的迴歸分析作計算，家庭貸款利率將於由現時的 6.2 厘升至明年初的 7.8 厘，非金融機構的由 2.2 厘升至 4.1 厘。

利率於半年內跳升 1.6 至 1.8 厘的確嚇人，特別是歐洲經濟才剛剛回穩，匯價帶動借貸成本上升除了對商業投資及整體經濟帶來負面影響外，更有機會令金融市場增加波動，歐洲央行對此感到憂慮可以理解。不過觀察過往歷史，匯價上升是否真的對借款市場帶來負面影響？

圖三：歐元區貸款金額及歐元按年變幅



圖三顯示歐元區家庭及非金融機構的貸款金額跟歐元按年變幅，結果顯示歐元的走勢跟借貸金額未有明顯的關聯性。例如由 2005 年至 2008 年初期間，歐元按年錄得上升，雖然家庭借貸增長放緩，但非金融機構的借貸卻一同上升。在金融海嘯後，即使歐元的按年走勢大幅波動，但家庭及非金融機構的貸款金額未有跟隨上落。

總括而言，歐洲央行擔心歐元升值不利通脹及借貸市場的理據似乎不太充分，不過歐洲經濟只是剛剛回穩，通脹縱使反彈但仍低於 2% 目標水平，而且量寬政策令借貸利率處於低水平已有一段長時間，借貸成本突破上升無疑帶來一定程度的風險，所以當局採取審慎的態度是可以理解的。

因此，今次德拉吉出席 Jackson Hole 會議發表講話，預料跟之前議息記者會時的言論相若，指出整體經濟逐步改善，通脹轉好但仍然偏低，並重申當局將於秋季重新審視現時的量寬政策，但不會透露縮減量寬的時間表及規模。由於近期歐元上升部分是建基於歐洲央行宣佈縮表的期望，因此不排除德拉吉的言論令投資者失望，導致歐元短線回落至 1.16 水平。

梁志麟
環球金融市場部