

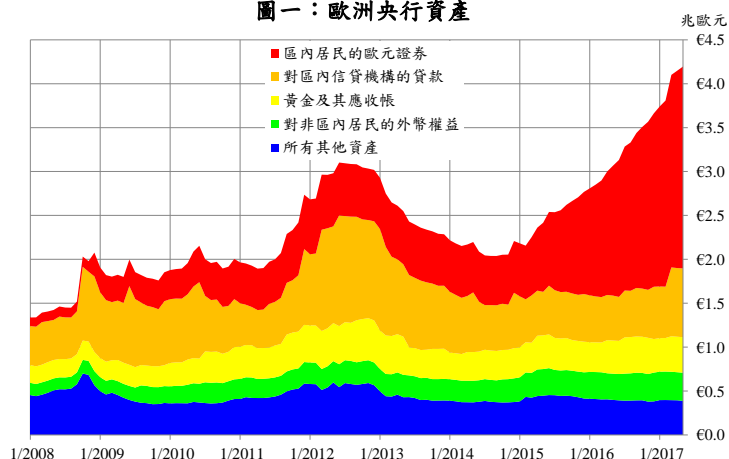
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 歐量寬成效不明 閃水喉影響待定

繼聯儲局開始討論縮表後，歐洲央行亦盛傳考慮停止量寬，即閃水喉（tapering）。有無條件呢？無話無的。雖然歐元區整體和核心通脹近月皆回，但未知是否已成跌勢。至於實體方面，PMI 近半年急升，零售銷售增長重新加快，失業率連續四年直線下跌，即使不收，亦起碼毋須不斷加碼放水。今次就如上次般拆解一下央行的資產負債表。

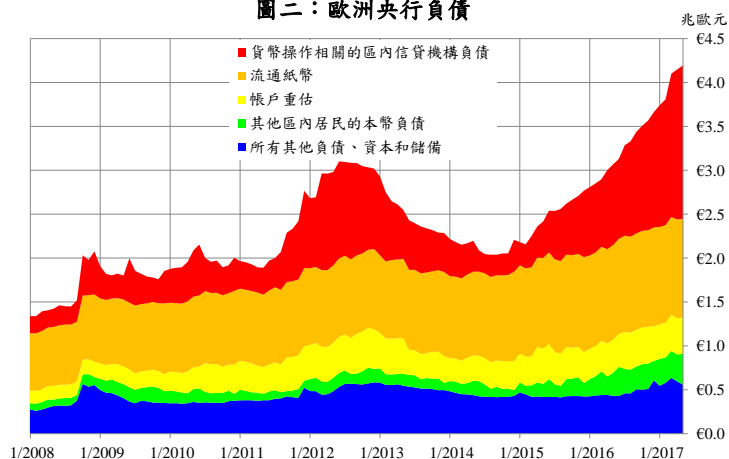
歐洲央行的資產分十類八類，但銀碼大的僅其四，當中對非區內居民的外幣權益、黃金相關和其他多項資產，由海嘯前至今皆相對穩定【圖一】。銀碼變化較大的有二：一是對區內信貸機構（主要是銀行）貸款，在歐債危機水深火熱的 2012 年前後大增，但隨着銀行陸續還債資金回籠央行，近年已回復昔日水平。另一最大項即央行量寬買債（歐內居民的歐元證券），則自 2015 年起持續增加；所謂量寬要停，應是指這部分。

圖一：歐洲央行資產



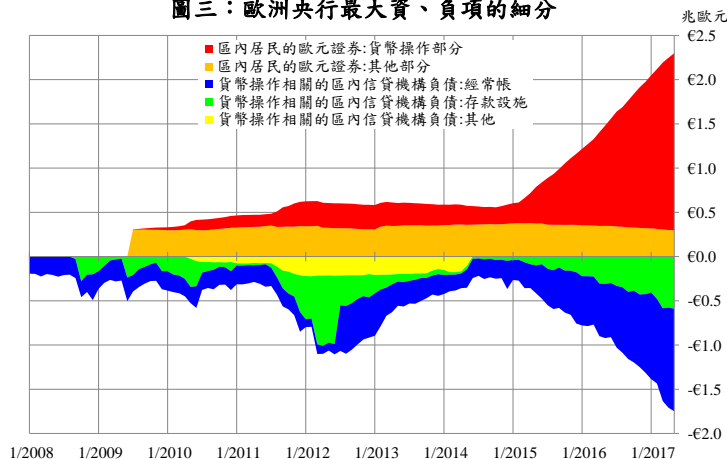
在資產方認出了兩大關鍵項後，便是從負債一方找出對應關鍵項。負債有十餘項，但大的亦僅其四【圖二】。觀圖所見，在歐債危機前後和近兩年許急增的只有一項——貨幣操作相關的區內信貸機構負債；其他多項雖亦稍增但不多，流通紙幣也不關事。

圖二：歐洲央行負債



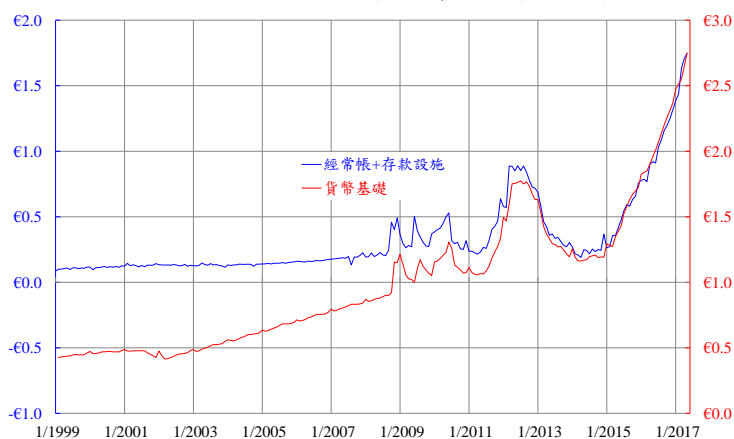
將上述的資產、負債各最大項分別拆細，且以正、負號並列，即見一頗對稱的圖像【圖三】。資產或即持債部分中，其他部分無大變化且稍縮，大增的是貨幣操作部分。在兩輪資產大增期間，貨幣操作相關的區內信貸機構負債中的存款設施必增，但近年，經常帳那部分亦大增。央行用以買債的資金當中，銀行存款固然是「錢」的來源之一，但當那現錢亦不夠用時，便會如十多年前日銀量寬般找經常帳，是資金無中生有之處。

圖三：歐洲央行最大資、負項的細分



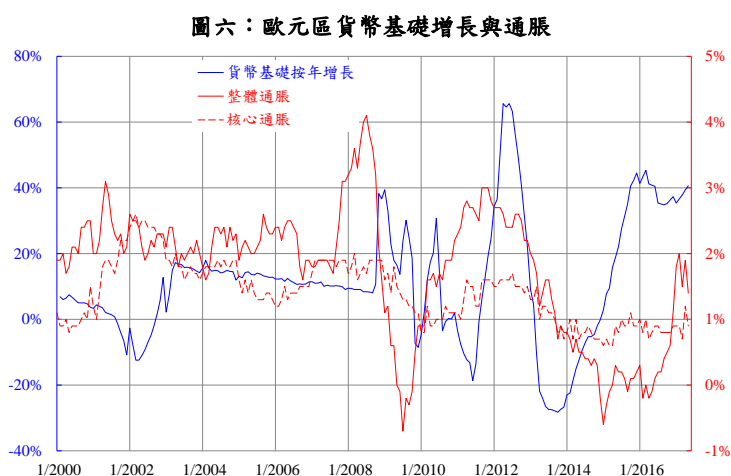
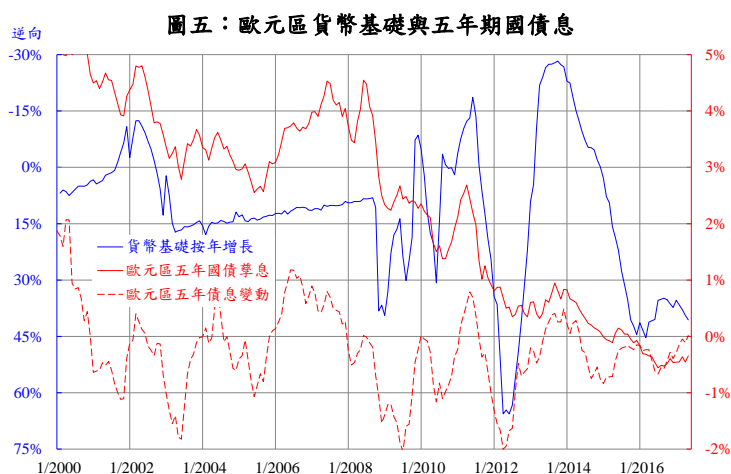
怎樣無中生有？這就是所謂的狂印銀紙。真印出來的，會成為紙幣（即圖二橙區），但會計上大手製造出來的就入經常帳。事實上，將負債部分的經常帳和存款設施合計，即見銀碼走勢上跟貨幣基礎極為一致，故近年量寬是真正製造了大量資金的【圖四】。對於一旦停止量寬的後果如何，那簡單了：這大概等於問貨幣基礎不增長後會如何。

圖四：歐洲央行大項負債和貨幣基礎（兆歐元）

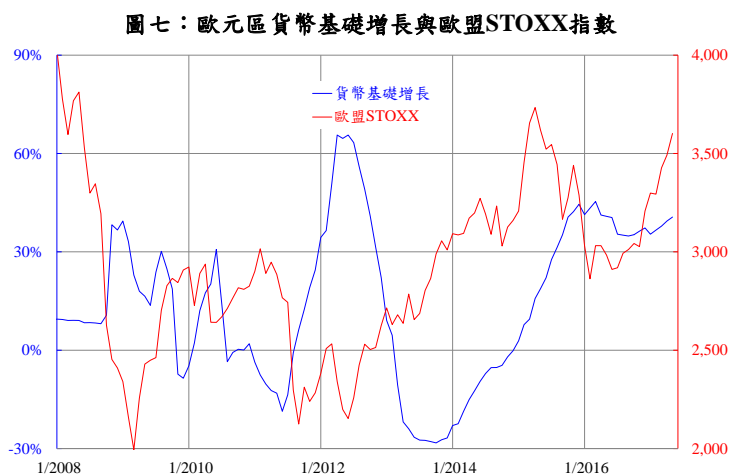


首先要問的是貨幣增長減速甚或停頓會否影響債息——量寬最正路的影響途徑？觀圖所見，可能有的，但不明顯：貨幣基礎按年增長與五年期（中檔期）債息關係不明，時有時無；而與債息按年變動的關係似乎更弱，尤其自2015年央行正式開始量寬起，關係更變成反向【圖五】。所以，即使貨幣基礎增長跌，債息是否對應地升也成疑問。

至於量寬谷通脹，而停量寬會否就無通脹之擔憂，看來也稍過慮。從量寬與整體、核心通脹關係所見，關係也如跟債息般不清晰【圖六】。即使考慮政策效果需時兩年，亦難解釋為何2012年貨幣基礎大增後兩年的2014年未見通脹對應向上，反而回落。



至於量寬停後，歐洲股市升勢會否也停下來？在美國，量寬與美股走勢相當一致，但在歐洲則不然。將貨幣基礎增長與歐洲股市一比之下，即見關係並不對應【圖七】。



由此看來，美國縮表或多少影響債息，但歐洲結束量寬卻未必有很大影響。畢竟，近輪歐洲復蘇是否「因為」量寬，定還是本已否極泰來、行運德拉吉醫病尾亦未可知。

羅家聰  
環球金融市場部