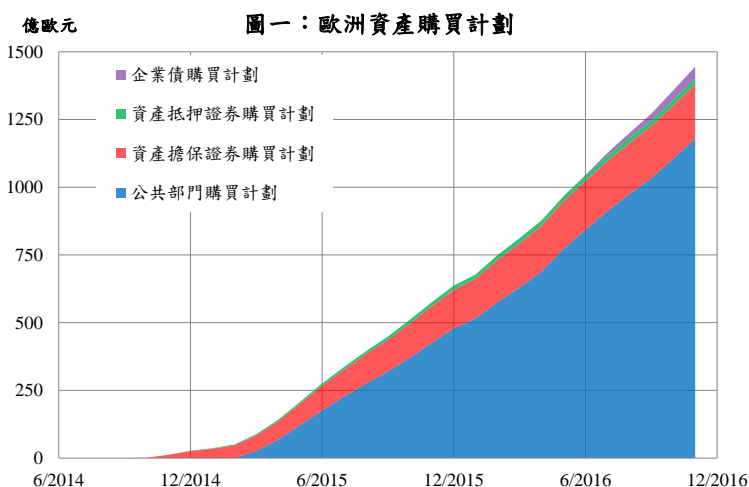


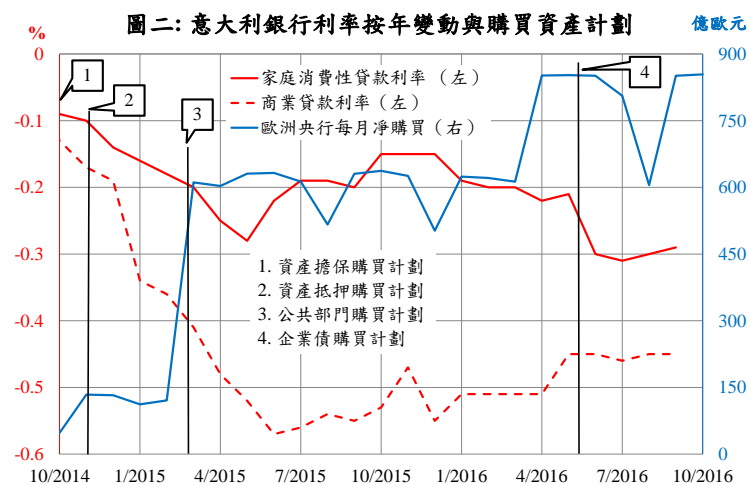
## 《信報》專欄〈圖理滿文〉

### 無可奈何續量寬 刺激效果僅一般

意大利週初舉行憲法公投失敗，而十年國債孳息率自10月底抽升，市場傳出今晚歐洲央行將因此而延長買債計劃。歐洲央行曾表示為應對公投過後的市場波動，可能臨時加大對意大利國債的購買力度。不過若然最終延長買債計劃，其目的真的是救市麼？



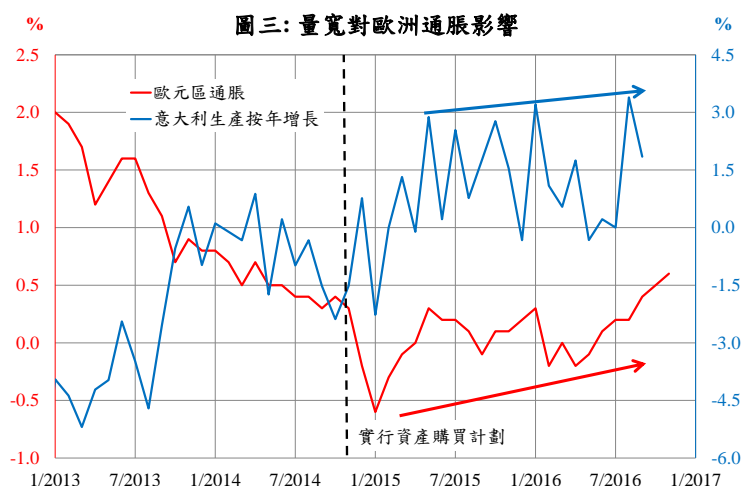
先瞭解歐洲央行資產購買計劃及其目的。【圖一】可見目前歐洲資產購買主要分成四類：企業債、資產抵押證券、資產擔保證券及公共部門國債，而後者佔最大部份。歐洲央行為了刺激通脹，效法美國推行購買資產計劃，並且不斷採取多項非常規貨幣政策，繼2015年啟動國債購買計劃後，今年初更進一步擴大資產購買範圍，正式納入投資級企業債，期望增強其政策效果。



那麼歐洲推行QE一年多以來能有效推低利率麼？先看家庭消費貸款與利率變動。【圖二】顯示，初步實行時利率下降速度放緩（標籤1），但隨著購買資產計劃額度累

積擴大後，下降速度有所增加（標籤 2、3），不過只能維持半年後又見放緩。因此，歐洲央行在今年 6 月推出企業債購買計劃，向市場擺出仍有債可買的姿態，同時也再次向外表明其寬鬆的決心。以上所見，其實央行加推資產購買計劃的確能刺激利率下降，但由於放寬力度小以及處於低息環境下，利率下降幅度小而且短暫。那麼對商業貸款利率變動呢？【圖三】可見購買資產計劃初期更有效刺激該利率的下降速度，但到今年年中推出企業債購買計劃後按年變動反而放緩（標籤 4）。

參考其他國家，過往美國量化寬鬆並未涉及購買企業債，而日本式量化寬鬆儘管種類繁多，但國債與 ETF 主導下企業債購買佔比也非常低。歐洲央行購買企業債有望刺激企業生產及投資，而理論上企業債較國債風險更高和更難控制。為了盡量保持風險穩定，購買企業債有嚴格的標準，資產購買受限。資產購買計劃成效小並且短暫，料歐洲央行能想到有新的解決政策前，延長買債是唯一能做的事。



不過推出量化寬鬆原意是推使通脹達標，但從【圖三】可見，資產計劃已經推出一年，歐元區通脹回升，不過細看下其實核心通脹缺乏上行動力，而兩者與 2% 的目標仍有一段距離。目前主要問題是歐元區企業未能有效地把資金運用在生產投資上，藍線可見意大利生產指數按年增長有所上升但步伐緩慢，故購債計劃對提振企業效果有限。

因此，若然歐洲央行決定透過 QE 穩定意大利金融市場，包括加碼購入意大利國債，這做法違背推出 QE 用來維持歐元區通脹水平的原意。買債計劃若然偏向拯救意大利，這變相是動用直接貨幣交易 (OMT)。OMT 是歐央行 2012 年公佈的一項無限買債計劃，但未實際運作過。若意大利與德國十年國債息差急劇擴大，歐洲央行可能動用 OMT 援助意大利。不過，意大利目前未正式向歐盟尋求財政援助，加上縱使該息差已回到近兩年高位，該程度未至於需要啟動該計劃。由此可見，歐洲央行無奈延長目前買債計劃谷通脹，但另一方面若然要救意大利債務問題自然會動用 OMT。

袁沛儀  
環球金融市場部