

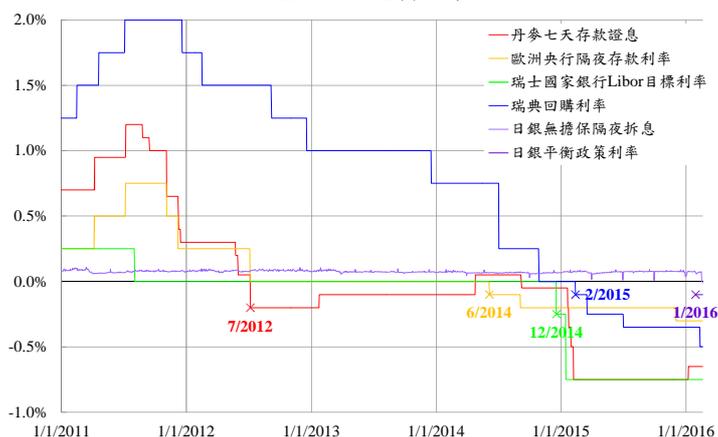
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 未見其利先見弊 負息錢走有得計

隨着歐、日兩大主要貨幣體均已推負利率（名義計，下同）後，接着兩大問題是：一、有無用；二、會否加碼。第二個問題其實建基於第一個：如果無用，應不會加碼；如果有用，則問題變成「能否」加碼。傳統理論指利率不能負數，如斯破天荒的做法，其實還是近三幾年有三個歐國「賊佬試沙煲」後發覺無事，才引發歐、日兩大效尤。

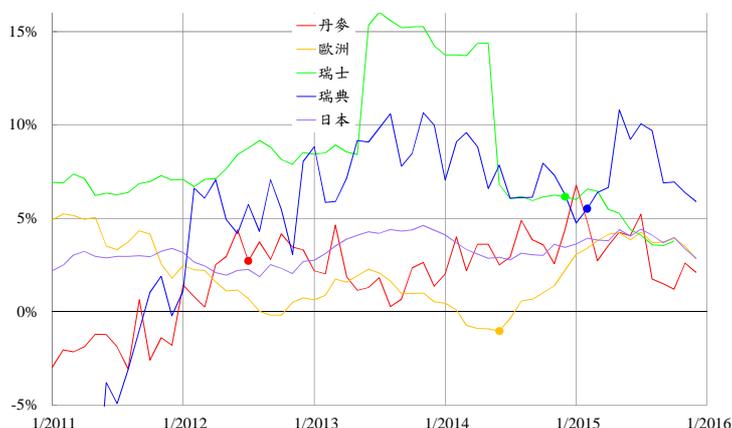
然而試過無事一回事，有無效則另一回事。負利率由丹麥於2012年中揭開序幕，及至2014年中後其餘四國才跟隨【圖一】。不過，當中有三地即丹、歐、日的負利率，均非傳統用開的政策利率，即只有部分政策利率是負；而負息亦不一定適用於所有資金——譬如某些儲備便毋須罰息。是故有分析指，這些政策其實雷大雨小，靠嚇多些。

圖一：五地負利率



無論如何，我們即管依樣畫葫蘆，認出五地推負利率的時間，看看前後有否分別。既然負利率針對存款，首個期望應有變化的數據自然是存款增長，以整個金融系統計。如果政策有效，存款或其增長理應即跌，再負則再跌。五地當中，日本剛推未有數據，至於另外四地則丹麥、瑞士見跌，不過歐洲、瑞典則升【圖二】。結論是：效果不明。

圖二：五地金融體系存款按年增長



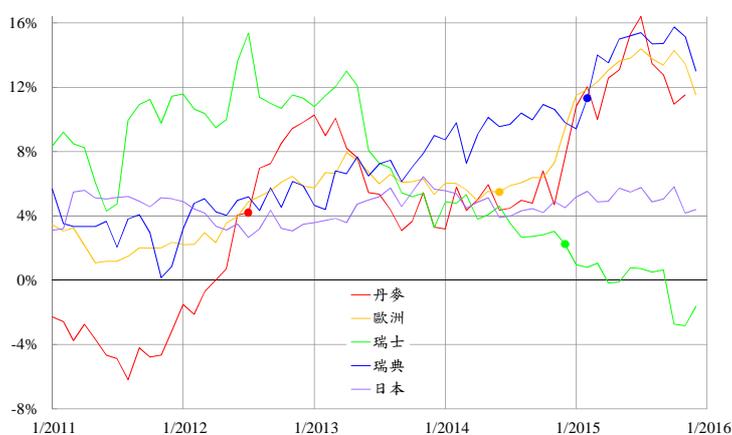
另一對應數據貸款又如何呢？較諸存款，這對通脹更為關鍵。不過即使在理論上，結果如何其實都很難講。如果存貸息差穩定，理論上貸息跌時貸款增；但在負存息下，若負息能轉嫁出去，客戶存錢銀行已有息收，又何須務信貸風險放貸？故貸款亦可跌。實證顯示，情況也以丹麥、瑞士跌，而歐洲、瑞典則升【圖三】。可見貸款也無結論。

圖三：五地金融體系貸款按年增長

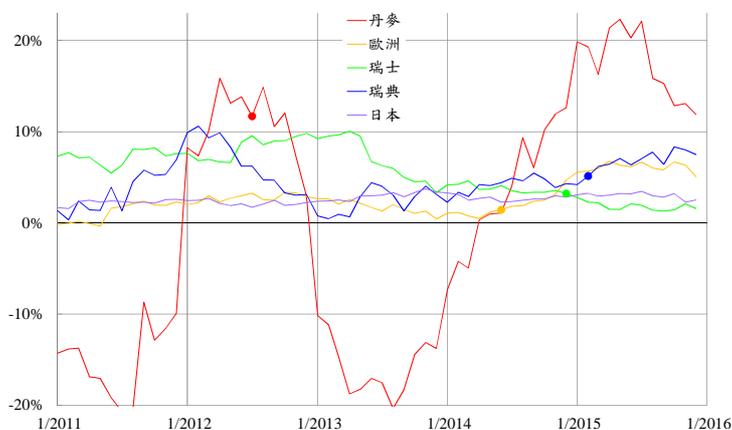


既然負利率對貸存量的影響不明，對包括循環貸存量的貨幣供應亦自然影響未明。在實施負利率前後，有數據的四地當中有三個 M1 增長加快，但一個則減慢【圖四】。

圖四：五地M1按年增長



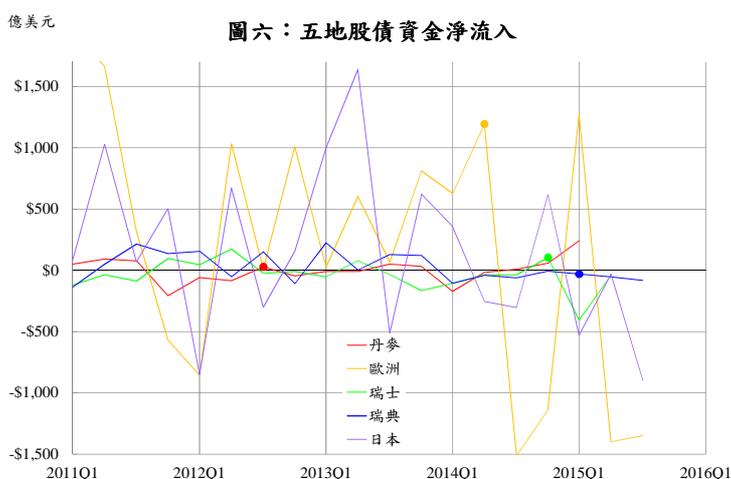
圖五：五地M3按年增長



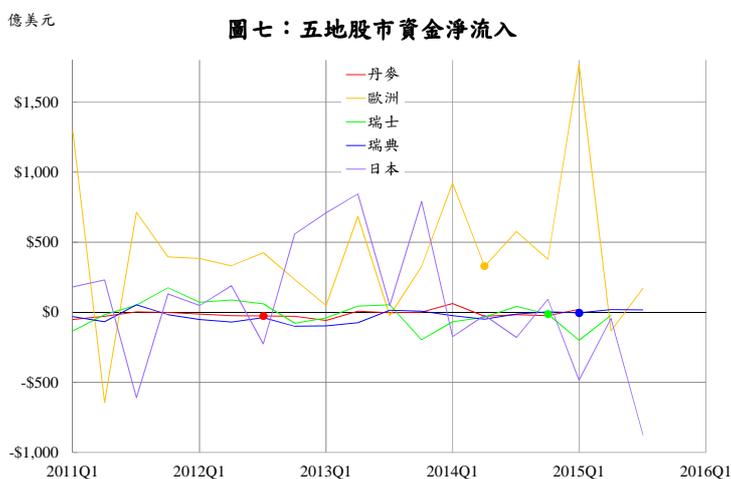
至於與通脹最相關的廣義貨幣 M3 增長，則丹麥、瑞士跌，歐洲、瑞典升【圖五】。

觀乎貸、存量與 M3 數據，五地即使包括未有最新數據的日本都頗一致的。顯而易見，這意味量的數據背後或有某些因素主導着，但卻不似單憑推出稍微的負利率便可改變。再講，近年多國通脹皆受商品拖累大跌，即使某地 M3 增長加快亦未必可扭轉大勢。

接着要問是相對性的問題：負利率有否引發資金淨流出呢？最為橫面可比的數據，非國基會編制資本帳裏頭的組合投資莫屬。淨流入為負債減資產，負數便是淨流出了。觀圖所見，季度數據相當波動，但去年五地皆見股、債淨流出的【圖六】。重溫圖一，有眉目了，負利率政策主要在 2014 年下半年至 2015 年初推出，這個時候正見淨流出。



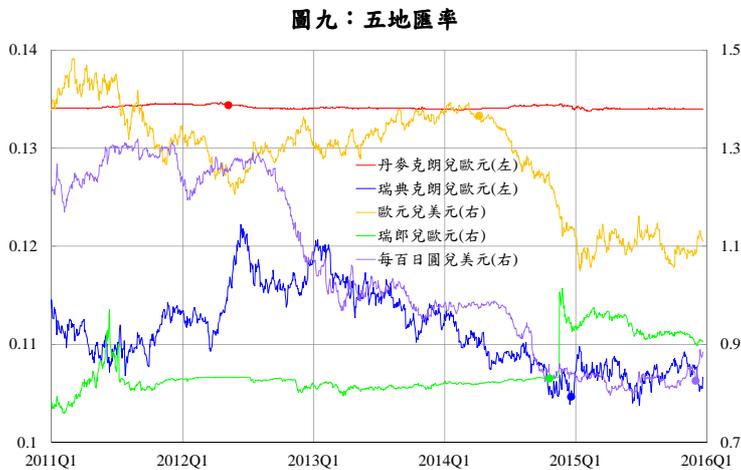
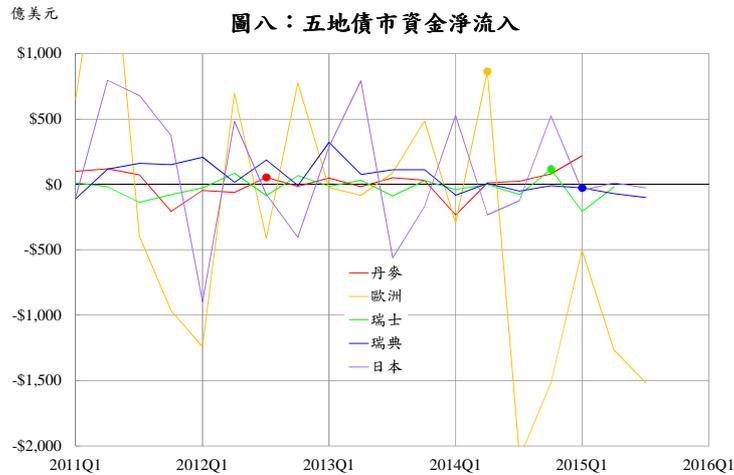
拆開股、債來看，可見股市或可有資金淨流入，畢竟負利率如 QE 般可沖喜氣氛，在短時間內（數季）是有機會見淨流入的；但如歐元區般，四季後亦見流走【圖七】。



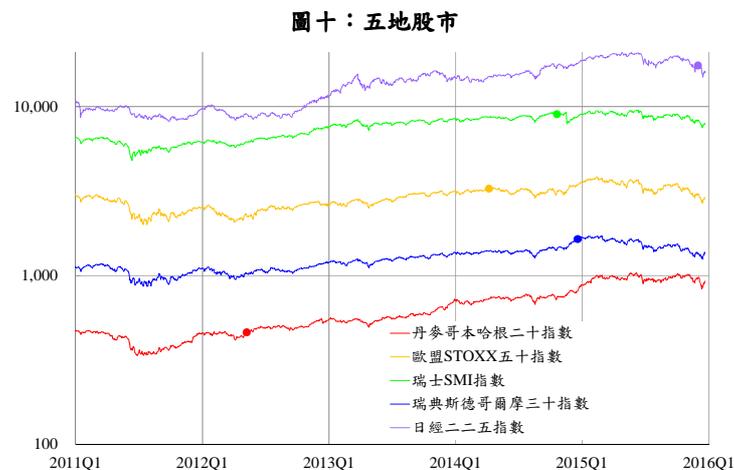
至於債市方面，資金的考慮面看來長線得多。雖然負利率未必影響貨幣市場存貸，但較長期的債市資金則對此較為敏感。如圖所見，負利率後，去年五地均見資金淨流出【圖八】。淨流出最明顯的首推 2014 年中推負利率的歐洲，數字可謂應聲大插。不過，平心而論，除歐洲外，其餘四地的淨流出均未算明顯，畢竟負利率亦是很小的幅度。

話說回頭，有否淨流出其實亦可從匯率判斷。籠統做法，是歐、日兩大幣兌美元，而另外三隻則兌歐元。結果有何發現？除丹麥克朗跟歐元掛鈎外，歐元一宣布即向下，

瑞士法郎、瑞典克朗和日圓均抽過一下，但之後皆無以為繼，趨向打回原形【圖九】。

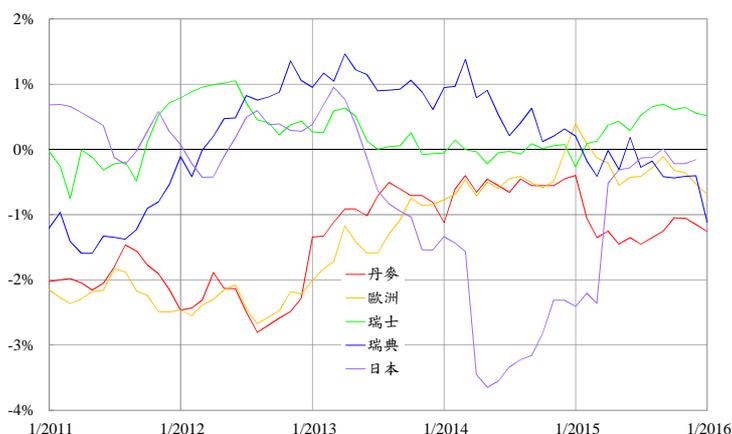


只看股市表現方面，僅丹麥推時股市上升，其餘四地不是見頂便已回落【圖十】。但要小心一點：環球股市大多都是去年見頂，見頂前固然是升，而見頂後則當然是跌。股市升跌一體化，可能跟有否、幾時推負利率關係不大。除丹麥一早推負利率遇升市，其餘四地都是近一、兩年股市見頂時推，觀察到的自然是一推負利率，大市便見頂。



到底書本理論至關鍵的不是名義而是實質利率。在近年通縮潮下，只要接近零息，其實已達實負利率的效果【圖十一】。不過實質負利率已多時，客觀上未見什麼作用。

圖十一：五地實質利率



名義負利率無疑是新猶，但目前大多僅負大半厘而已，大概相當於資金重置成本，故可推斷暫無資金大舉流走，但這亦接近極限，再負下去所引發的大舉流走可甚失控。早年泰勒法則亦推算聯邦基金利率應減至負三、四厘，如果行得通就根本毋須量寬了。目前在零息下再「偷雞」減多半至大半厘，學理上其實不外乎相當於減多兩、三次息。減兩、三次有無用呢？有亦聊勝於無。從零息到 QE、QQE 再到負利率，黔驢技窮矣。

羅家聰  
環球金融市場部