

《信報》專欄〈一名經人〉

政策背馳看週期 環環皆見歐隨美

歐洲減息，美國加息，彷彿剛正式開始了兩地的政策背馳，歐元一晚大跌幾百點。然則歐元大跌實非始自本月，至少應由去年中的 1.40，甚或由 2011 年中的 1.50 算起。匯行單邊反映政策背馳，但背馳本身既有歐美週期時差因素，亦有各自經濟好壞因素，究竟時差及各自因素各佔幾多？若時差因素較重，那麼一地政策便可預示另地前景。

答此一問，先要掌握準確的時差；但下文將見，各經濟及政策環節時差並不一致。首先從政策利率所見，美國的領先歐元區的約一年；1996 至 98 年的由德國利率作伸延【圖一】。從框住部分可見，即使計及時差美歐息也見各自背馳，且早自 2010/11 年。計及時差後，美歐政策利率其實近年已無背馳；歐央行週前減的是存息而非政策息。

圖一：美歐政策利率，差一年



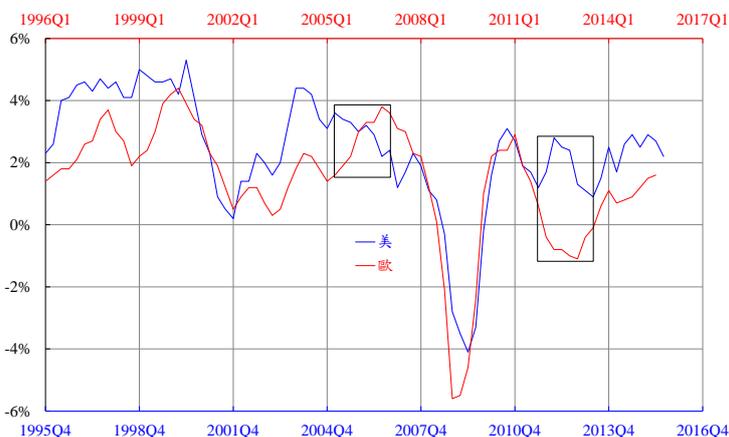
利率僅屬政策的其中一部分，近年四大央行都已加入量寬規模作政策的另一部分。若計央行資產規模的話，聯儲局似乎較歐洲央行領先兩年而非一年【圖二】。以此看，德拉吉正效法早年聯儲局的成功故事。政策跟了，但經濟有否跟呢？下文即將揭曉。

圖二：美歐央行資產（兆元），差兩年



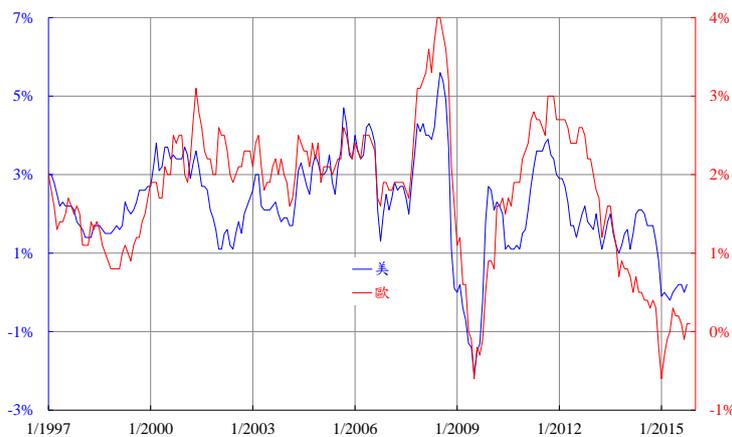
先看經濟增長。只要計歐美兩者的相關時差，不難發現在「同一」經濟週期下，歐元區的僅滯後美國一季【圖三】。儘管在沒大上大落的日子下兩者偶有背馳（見框），但都為時不長且大上大落仍見一致。歐經濟僅滯後美國一季，但政策卻滯後一、兩年，有問題嗎？這要視乎其他經濟環節的時差是否也不一致，和哪些環節才是政策目標。

圖三：美歐經濟增長，差一季

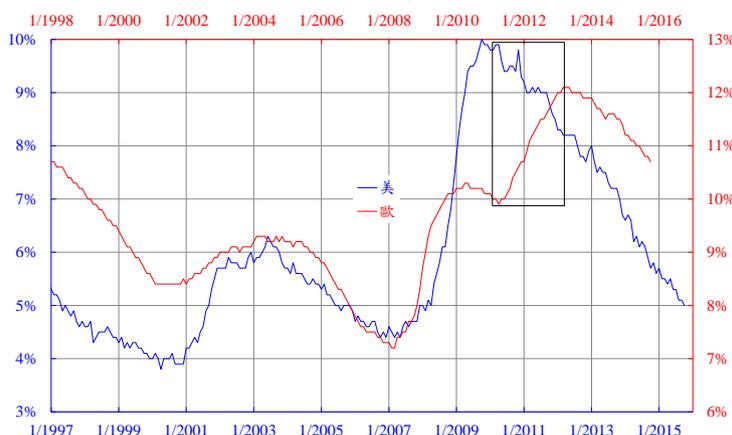


理論上，歐美央行皆以通脹為政策目標，但從近廿年數據所見，兩地通脹幾無時差【圖四】。其實早有研究指通脹乃環球現象，歐美息口縱在 2010/11 至 2013/14 年間背馳（重溫圖一），但這段期間僅見歐元區通脹較美國的稍高，而方向上卻沒什麼大分別。

圖四：美歐通脹，無時差



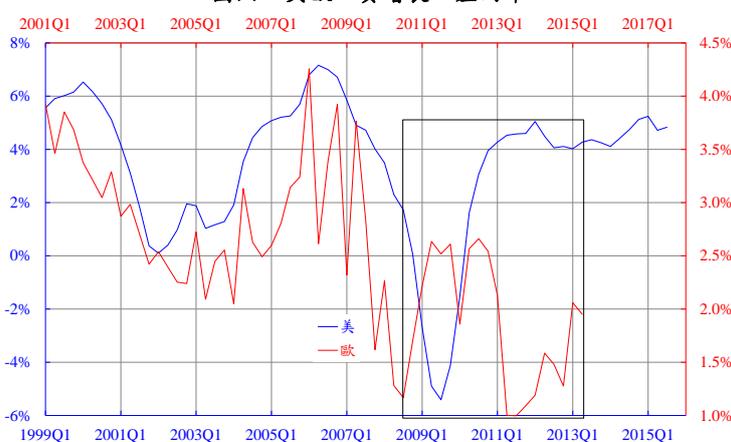
圖五：美歐失業率，差一年



另一個央行政策目標為失業率，只是聯儲局將之清楚寫下而歐洲央行沒明文而已。歐美比較之下，可見時差一年，與政策利率時差一致【圖五】。政策與就業時差一致，在在反映央行心中的真正目標。剛提到利率政策曾在2010/11至2013/14年見不一致，這可歸因於同期的美失業率跌而歐失業率升之現象，就業背馳顯然驅使了政策背馳。

那麼就業背馳有否令相關數據，如耶倫關注的工資增長也見分道揚鑣？觀圖所見，自歐債危機水深火熱至今的幾年間，歐元區工資增長顯然較美國的軌跡為低【圖六】。鑒於央行相信工資增長是健康通脹的源頭，故這分歧亦一定程度上解釋了政策之背馳。留意工資增長與量寬的時差同皆兩年，如果減息針對失業，那麼量寬便針對工資了。

圖六：美歐工資增長，差兩年



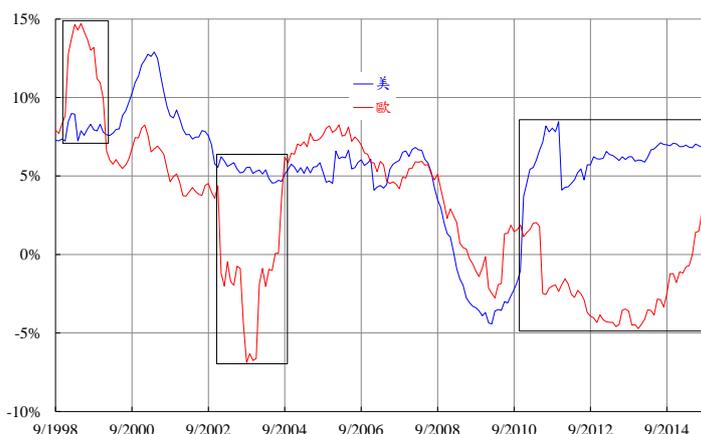
利率、量寬規模乃政策動作，但政策效果的時差卻未必也如動作般達一、兩年的。政策效果的第一步應見諸貨幣乘數效應，即銀根谷大以後有否帶動廣義貨幣加快增長。以美國的M2:M0和歐元區的M3:M1比例所見（美國無M3、歐元區無M0），差半年，且偶見分道揚鑣【圖七】。很明顯，過去一年歐元區的政策效果不如領先半年的美國。

圖七：美歐廣義對狹義貨幣，差半年



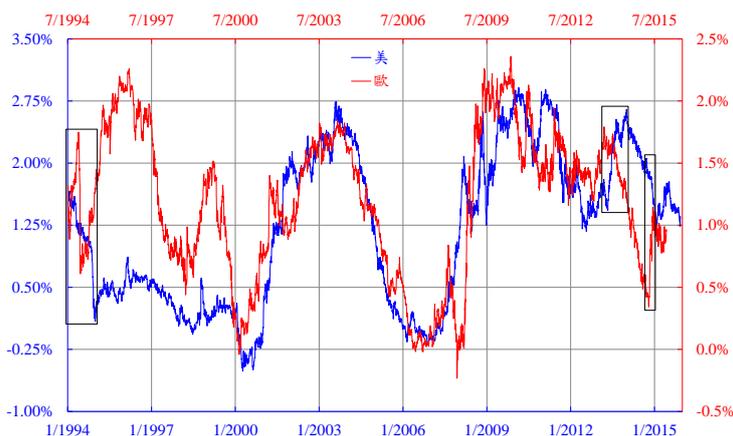
除此之外，貨幣出了銀行體系後，政策效果便要視乎銀行對外的信貸。搜索過後，找到了一個美歐兩地可比的數據：消費信貸增長。驟眼所見，兩者沒甚時差【圖八】。不過也自2010/11年至今，歐元區消費信貸增長顯然大幅低於美國，此前兩者是相若的（留意兩線共用縱軸）。可見歐元區政策傳遞，無論由央行到銀行再到外圍皆遜美國。

圖八：美歐消費信貸增長，無時差



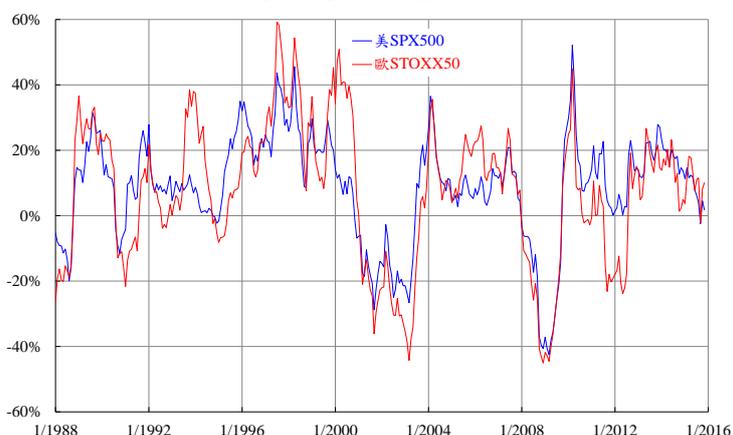
上文看過，經濟增長美領先歐一季，通脹同步，失業率則先一年。現看領先指標。從十年、兩年期國債息差所見，美較歐似乎領先半年【圖九】。觀乎息差與經濟增長，扣除時差以後，近年美歐皆未見背馳，故信歐若跟隨美的軌跡，息差、增長俱將放緩，但僅放緩而已，未至於會衰退。另從比較上述時差所見，息差預示經濟，但非政策。

圖九：美歐十年兩年國債息差，差半年



最後是另一領先指標——股市指數按年變幅。與息差比，股市僅預示一、兩季後，而非一、兩年後的事。或因流通性高關係，美歐股指按年變幅歷來幾無時差【圖十】。按年升幅跌近零可預示如2000、2008年般衰退在即，但也可自此水平見底回升的。

圖十：美歐股指按年變幅，無時差



今文所見，整體而言，歐洲政策、數據、指標皆某程度滯後於美國，起碼不領先。近年的政策背馳，在扣除這時差後歐元區仍遜於美國，經濟的主要見諸就業、工資上，而政策則主要源於貨幣政策傳遞效應。這兩方面會否令政策繼續背馳下去？重溫上文，留意這兩方面的工資及信貸增長，歐元區的已向美國追回部分失地；失業率兩地俱跌，僅歐元區的貨幣乘數效應仍遠遜美國。由此觀之，政策背馳持續的理據已慢慢消退。

果如是者，歐洲央行較預期鷹的政策將陸續有來，不久將來或跟隨美國轉為收水。

羅家聰
環球金融市場部