

《信報》專欄〈文人經略〉

歐洲馬神再出擊 鞭鞭有力壓債息

本月歐、美央行議息過兩關，頭關今晚開跑，由當今「馬」神、鴿派掌門超級馬里奧策騎的歐洲央行擺下擂台。賽前「馬」房來料，各手足已谷硬料，鬥志鮮明；鞍上人亦事先張揚博殺，「鬆」望壓一。賽前市場「賠率」顯示，歐元區存款利率負完再負僅值1倍（預計機會率百分百）、延長寬鬆期有1.3倍（預計機會率八成）、增加每月買債規模有1.5倍（預計機會率六成六）、擴大買債種類有2倍（預計機會率五成），去馬味濃。

歐洲央行志在必鬆，最大動力來自通脹形勢惡劣。馬神在上月20日的賽前吹風會中，曾二十三次提及通脹，表明要盡快令通脹升回目標，delay no more（「to ensure a return of inflation towards our objective, and without undue delay」）、「we will do what we must to raise inflation as quickly as possible」。相信資深「馬」迷對馬神「do what we must」的作風不會陌生；過去幾年往績表明，一旦馬神實牙實齒俾貼士，例必去馬，不信邪而對賭者輸多贏少（圖一）。

圖一：2012年至今歐央行出招與歐元走勢



值得注意的是，在吹風會中，馬神特別品題核心通脹的跌勢。無他，過去年半，不少市場人士將全球通脹走低賴落油價頭上，認為油價回升便一天光晒；馬神挑通眼眉，深知事情有咁簡單，遂將注意力轉向扣除食品和原油價格的核心通脹身上。一望之下，果見不受油價波動影響的歐元區核心通脹自歐元面世後愈走愈低，明顯一浪低於一浪（圖二）。馬神明言核心通脹過往一直是中期通脹能否穩定下來的理想指標，現在呈現如此形態，實在難以釋懷（not something we can be relaxed about）。

圖二：歐元面世至今區內核心通脹走勢

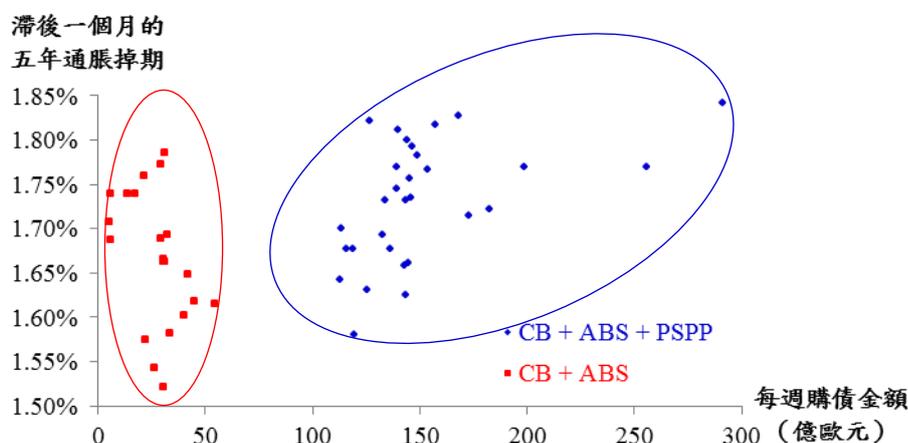


通脹低落，如何搞作？馬神也許可以師老毛之故智，對通縮風險的鬥爭，年年講、月月講，開一次吹風會就講，開一次議息會議就講，全行提高警惕，有一條比較清醒的量化寬鬆路線。然後？當然是用盡授權下可用之一切工具，「do what we must」。

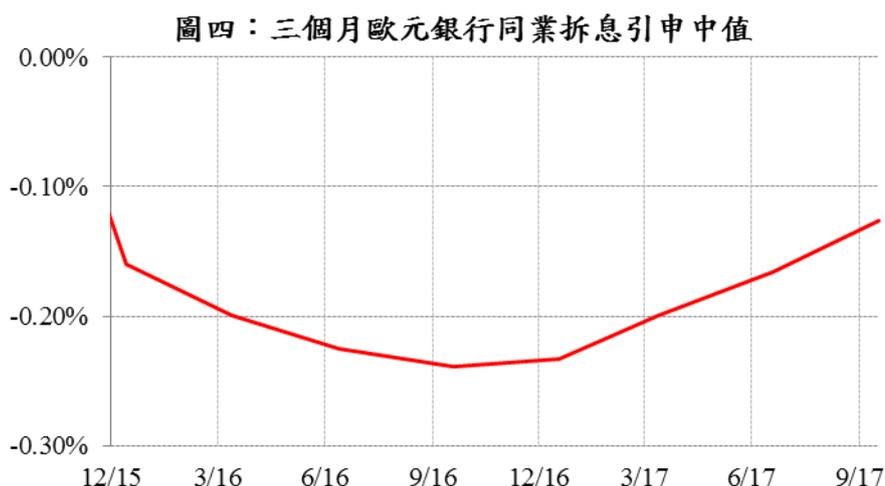
馬神認為，歐央行的資產購買計劃強大兼有彈性，可調整規模、範圍和時期，以加大寬鬆的火力，實在所言非虛。圖三所見，歐央行去年第四季開始購買擔保債券（CB）和資產抵押債券（ABS），但效果並不顯著，購債金額與滯後一個月的通脹預期甚至出現輕微負相關（紅圈）。

幸好馬神騎功精湛，眼見抽了頭兩鞭後馬匹無甚反應，遂當機立斷，比上月「雷神」莫雷拉更早使出空中轉鞭絕技，於今年初抽出第三鞭——購買公債（PSPP），馬匹即有反應：購債金額與滯後一個月的通脹預期相關性由負轉正（藍圈），關係亦較之前顯著，意味加碼放水確實加得其所。

圖三：去年底至今歐央行購債金額與五年通脹掉期散點圖



抽了三鞭後，如果仍然未夠贏，那又如何？以馬神之作風，第四鞭可期。事實上，從三個月歐元銀行同業拆息引申中值看，歐洲息率遠未見底，未來三季尚有逾十個基點的下跌幅，而負利率更將在未來兩年持續，難以轉正（圖四）。事實上，近年歐、美量寬往往一不離二、二不離三、三不離四；強如聯儲局當年亦要三輪 QE 加一輪 OT 後，才勉強在通脹仍未達標的情況下冒險收水。



近年歐洲馬神出擊，鞭鞭有力；本欄今期不聽「老」人言，膽粗粗以畢老林兄的「火雞心態」（詳見上週五 B4 版「投資者日記」）度之，且看終歸會否吃「雞」在眼前。

何文俊
環球金融市場部