《信報》專欄〈文人經略〉

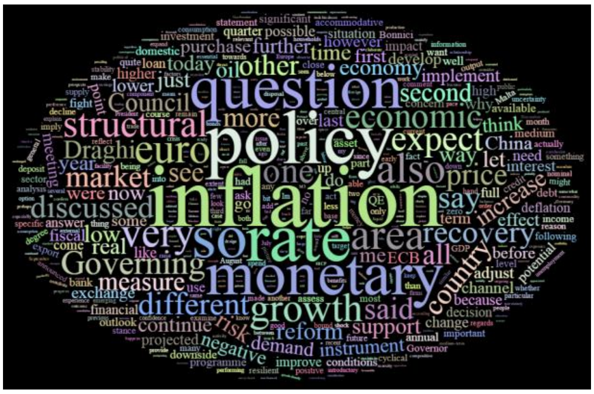
歐洲寬鬆儲局 buy　水到渠成膽自大

上週提到，兩（熊）雄大戰媽打，市場似乎買定離手，等待耶倫姥姥正式揭盅。豈料文章見報之日，竟見姥姥凌空一躍而下，落場助拳。助哪一方？正所謂官官相衛，姥姥貴為重量級央媽，生理上比歐央行的德拉吉更像 biological 媽打，落場自然旨在同聲一媽。結果，歐元匯價終抵不住歐、美央媽的連番口術，一洩如注，媽媽會面對兩（熊）雄的低價戰先勝一仗。

慢著！按照過去兩週的口術，12 月埋牙時兩大央媽的動作分明是一緊一鬆，利息一抽一插對著幹，何解會變成同聲一媽？莫非筆者連對號入座都入錯？

要了解兩媽的口術是何等「啜核」，必先細閱她們的會議聲明。從會議聲明字雲圖看，「通脹」在歐央行上月議息後記者會聲明出現的次數最多，達五十七次（圖一），而在聯儲局會後聲明出現的次數亦多達十次（圖二），僅次於「委員會」這個自我稱謂，可見兩大媽打目前的好息程度，主要取決於預期通脹形勢，愈脹愈急息，愈縮愈失息，而不是取決於經濟增長或就業市場好壞。

圖一：歐央行 10 月議息記者會聲明字雲圖



圖二：聯儲局 10 月議息聲明字雲圖

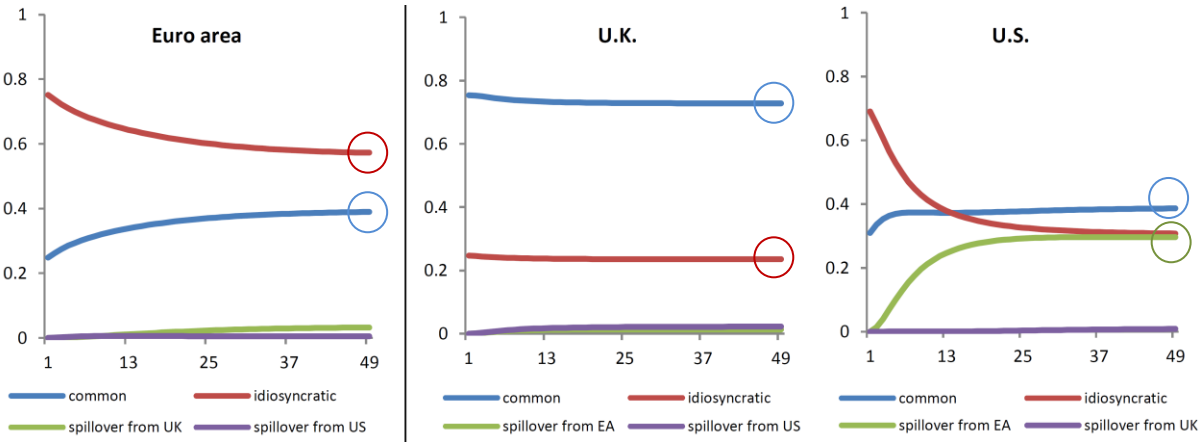
可惜的是，繼聯儲局自己在 9 月議息會議上坦承美國通脹受外圍形勢影響後，歐央行上月亦發表了最新研究（註），確認聯儲局 9 月時的憂慮。該研究分析了 2005 年初至 2015 年初歐元區、英國和美國三地的五年通脹掛鈎互換利率，通過標準的因子結構向量自我迴歸（Factor Structural VAR model），將構成三地長期通脹預期波動性的因素拆解為兩項：一為共同面對的國際衝擊（共同衝擊），即同時影響三地通脹預期的外部因素，包括油價及商品價格指數；二為來自當地內部的非系統性衝擊（內部衝擊），而這種衝擊可於最少一個月後帶來溢出效應。

注意：本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。

結果發現，歐元區的長期通脹預期波動性有六成來自內部衝擊（圖三左，紅圈），四成來自共同衝擊（圖三左，藍圈）；英國則有七成半來自共同衝擊（圖三中，藍圈）而僅兩成半來自內部衝擊（圖三中，紅圈）。

最出人意表的是美國。以 2005 年 1 月至 2015 年 1 月全期計，歐元區內部衝擊對其長期通脹預期波動性的影響竟高達三成（圖三右，綠圈），與內部衝擊相若，餘下四成為共同衝擊（圖三右，藍圈）。換言之，在美國長期通脹預期上，除了令大家齊齊中伏的「共業」外，歐元區的「陀衰」程度其實足以媲美美國的「自殘」程度。美國對自己的通脹預期有幾多 say，可想而知；聯儲局有幾急息，也要先摸摸歐元區有幾脹才行。

圖三：2005 年至 2015 年全期歐、英、美三地長期通脹預期波動性的構成部分



註：縱軸為影響比重，橫軸為 1 至 48 個月時間

明顯地，9 月份議息會議時，聯儲局一摸，發覺唔對路，因此縮都縮唔切；上週再摸，發覺脹了多少（起碼股市如是），因此再度急息起來，準備下次會議時上馬。

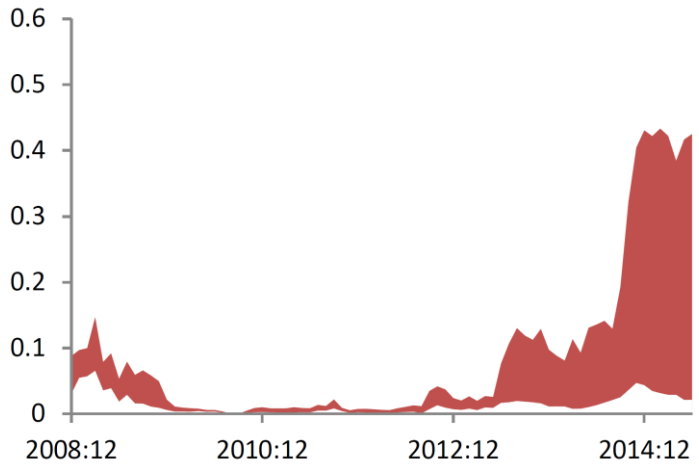
有趣的是，研究進一步發現，原來過去六年來，歐元區內部衝擊對美國的溢出效應始升於 2013 年上半年，大升於 2014 年初起（圖四）；前者乃聯儲局首度暗示收水時，後者乃聯儲局正式開始收水時。如此看來，美國長期通脹預期要仰人鼻息，聯儲局自作孽也；一聲收水，環球市場波動，最終拖低自己的通脹預期。難怪歐央行表明 12 月開會時「檢討寬鬆規模」，暗示加碼放水，市場即大開香檳，聯儲局亦水到渠成膽自大。

由是之故，聯儲局乘歐央行打算加碼放水之際來加息，驟看兩大媽打對著幹，實際上可大力隊低歐元匯率，托起歐元區通脹預期。歐元區通脹預期一升，其高達三至四成的溢出效應將有助推高美國通脹預期，一幣便宜兩家著也。

且看歐、美兩媽一緊一鬆，可否令通脹預期重振雄風！

注意：本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。

圖四：歐元區內部衝擊對美國的溢出效應



註：Matteo Ciccarelli, Juan Angel García, 'International spillovers in inflation expectations,' European Central Bank Working Paper No.1857, October 2015.

何文俊
環球金融市場部

注意：本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。