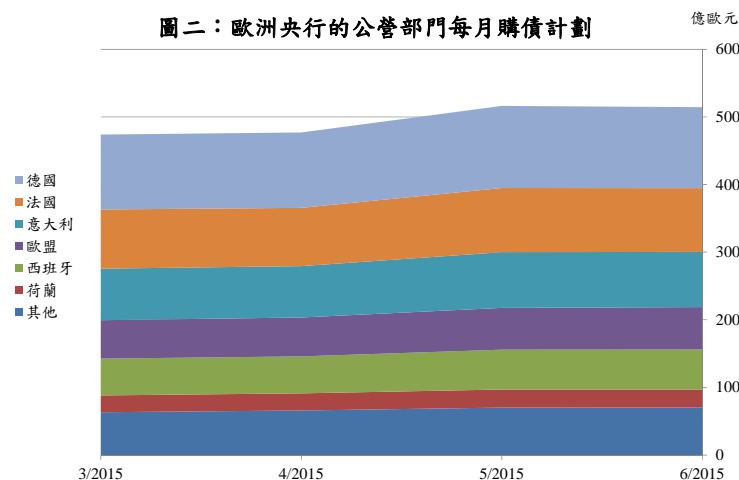
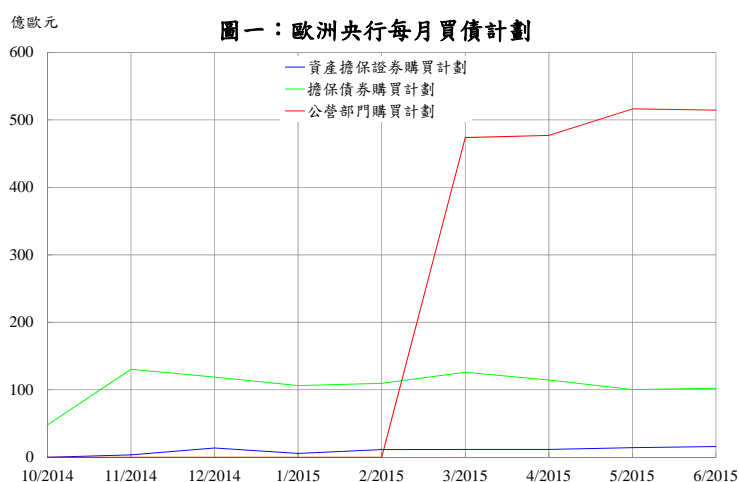


《信報》專欄〈一名經人〉

歐洲寬鬆效不顯 明年加碼勢難免

希臘危機未算解決，歐洲央行持續寬鬆亦可預期。希臘在未來仍有多筆債務到期，且其債務滾大的現象更非只限於希臘，而是幾乎各歐元區成員皆有的現象，故可預期，一旦復蘇結束，類似希臘的危機會蔓延多國。歐洲央行在過去曾經出過不少招數救市，哪些管用、哪些無用呢？現在也是時候評估一下，而順道亦可推算明年的政策方向。

歐洲央行近年的買債計劃或量寬政策，到底是買什麼的呢？最初於去年底始買的，是擔保債券（covered bond），之後每月增持 100 億歐元（單位下同）上下；及後買的，則是資產擔保證券（ABS），但每月增持僅 10 餘億【圖一】。如斯額少大概反映兩點：一則這些市場小，無貨可買；二則這些息率跟大圍息率關係不高，壓息效應難向外傳。今年 3 月再推公營部門購買計劃（PSPS），規模大得多了，每月 500 億上下且在加碼，姑勿論其成效，卻大抵意味早前兩項購債計劃作用有限，只是開了頭不便旋即結束。



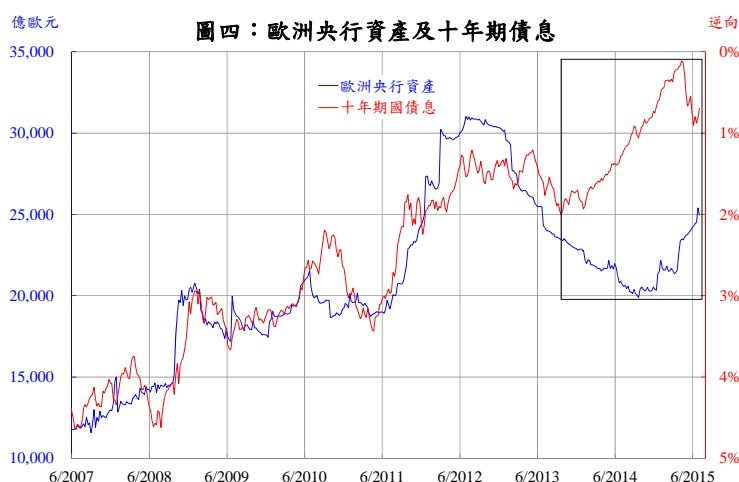
PSPS 到底買什麼呢？觀其內容，其實是按成員國的資本額比重買其國債【圖二】。

是故這個政策才是原裝正版的量化寬鬆。然則問題卻是，需要靠量寬買低債息的國家，目前而言可能僅希臘一員，至於其餘豬國的債息亦相當低，遑論狀況較佳的更見負息。資本額比重愈高如德、法等般，情況看來愈好，央行大量增持其國債又有什麼意義呢？反而希臘等確須壓息的，PSPS 卻不包括其在內。可見這計劃在理論上到底有何作用，本已成疑；實際上，正是 PSPS 在 3 月開始後翌月，全區國債孳息諷刺地全面飆升。

除量寬外，央行早年亦曾大手做過長期借貸——LTRO，尤在 2008 年海嘯及 2011 年歐債危機期較密集。然而從壓息角度衡量則作用參半，大手期往往未見息跌；相反，在 2013 年秋至今春歐元區長息大跌至近零的期間，央行卻沒怎使出 LTRO【圖三】。

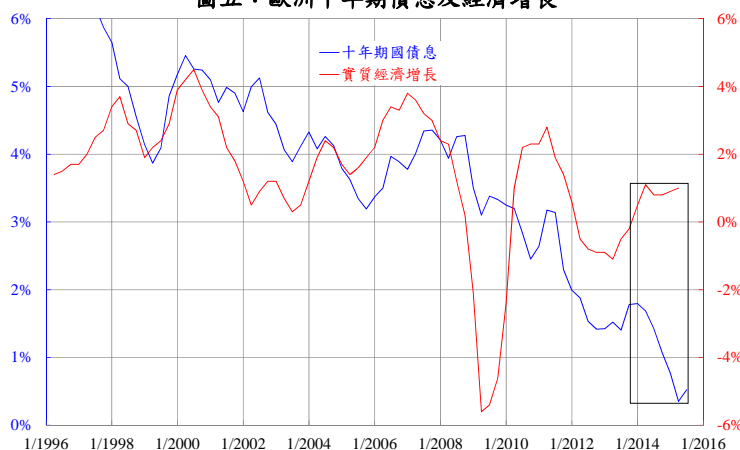


從上看來，央行的一連串非常規政策是否都無用呢？答案是未必。從歐洲股市在 2007 年見頂至今所見，央行資產走勢確有好一段時期跟國債長息好好地反向【圖四】。可以說，截至 2013 年秋前這關係仍是良好的，央行愈買息愈跌，起碼表面上是有關，但打後卻背馳。上文所看的量寬正是這後期背馳階段，難怪單看量寬會得無用結論。



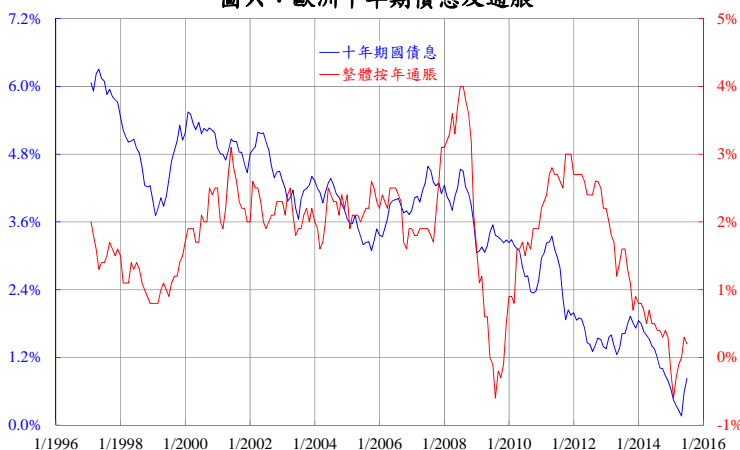
如果一個關係時有時無、時正時反，很自然應質疑這是否真關係了。合理猜想是，會否有其他更關鍵的因素在主導着這關係呢？常理推斷，影響長息的還應是宏觀經濟，若將歐元區十年期長債息與歐洲經濟增長同示一圖的話，即見兩者在趨勢上大致正比，不過也有例外，包括 2008 年海嘯期間，及同樣也自 2013 年秋起至今的背馳【圖五】。

圖五：歐洲十年期債息及經濟增長

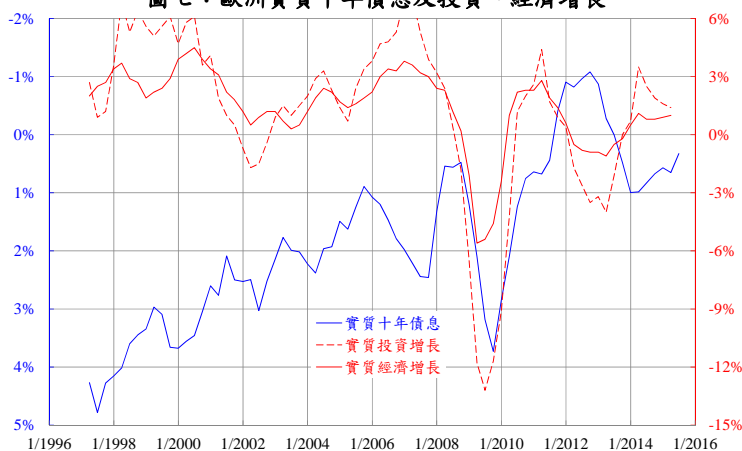


其實，解釋長息從來都是通脹最好。如圖所見，自有紀錄至今，兩者走勢頗一致，儘管短期或有背馳【圖六】。比較央行資產與通脹，前者在2013年秋前較能解釋長息，但整體（全期）趨勢而言，還是通脹解釋能力較高。環球通脹走勢受着環球因素左右，並非一地的央行可以改變。何況央行在過去幾個月直接買入國債，債息亦不跌反升。

圖六：歐洲十年期債息及通脹



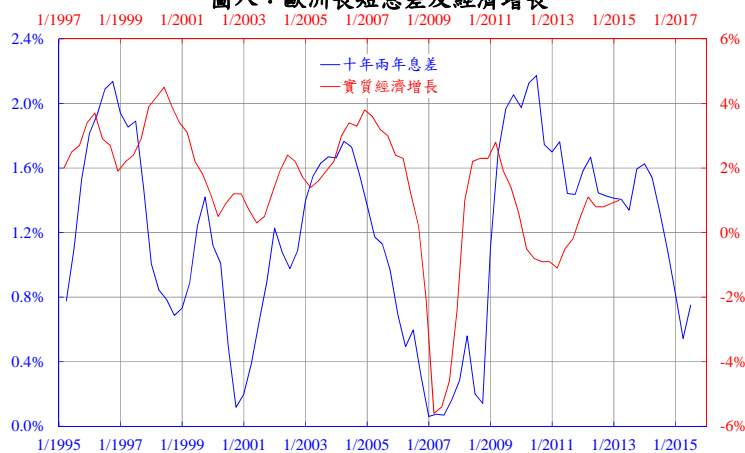
圖七：歐洲實質十年債息及投資、經濟增長



央行目標最終還是經濟。或者退一步問：就算息率真壓低了，這對經濟有幫助嗎？從有1997年紀錄至今，長息一直反覆向下【圖七，左軸逆向】，但經濟有反覆向上嗎？別說GDP增長，就算投資增長亦非如預期般向上，而是同樣反覆向下。縱在週期上，

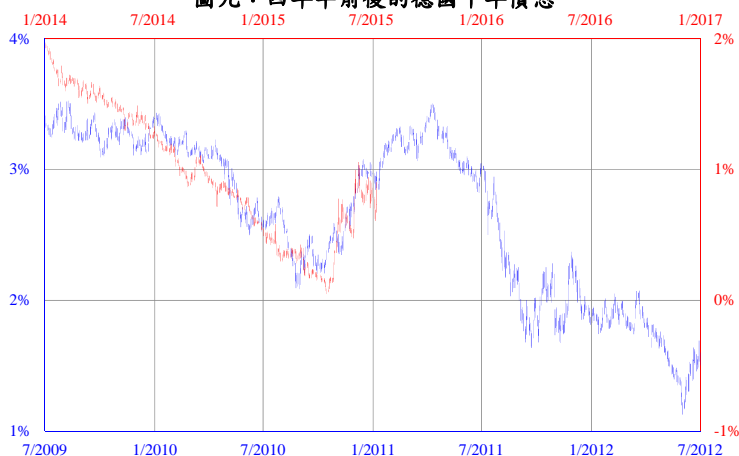
兩者關係亦不那麼明確，時而同向、時而反向，即使說有時差亦不易從數據看得出。

圖八：歐洲長短息差及經濟增長

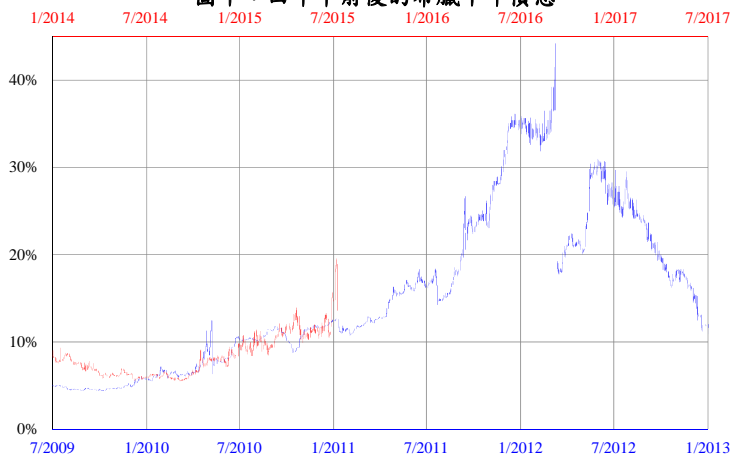


量寬一回事，畢竟債市還由市場主導，故起碼長線而言，債息始終反映經濟前景。數據顯示，十年、兩年期息差領先經濟增長大約兩年，這個關係在海嘯前已曾討論過，今天更新數據後一樣能夠維持，最少在大上落的形態上是預測得到的【圖八】。固然，如圖所料，歐元區經濟將會在明年急轉直下，然息差未負，是衰退還是放緩則仍未知。無論如何，要是明年經濟逆轉，今年下半年的歐洲股市應漸有反應。央行又會怎應對？目前還可按兵不動，但待明年一切明顯下行時，寬鬆政策勢必加碼，怎搞則不知了。

圖九：四年半前後的德國十年債息



圖十：四年半前後的希臘十年債息



有趣的是，目前債息走勢跟四年半前有驚人的巧合之處：德債息預示今年秋見頂，之後一路向下【圖九】，跟上文息差所預示的前景（圖八）是一脈相承的。至於希臘，債息短期內也有回落空間，但債務仍纍纍，危機肯未解，經濟一差便會再現【圖十】。

今文看過歐洲央行的近年政策，回頭看來似乎效果不明顯。債息仍反映經濟狀況，反而由此所預示的前景，可推斷央行將會有加碼寬鬆。立此存照，半年後應會揭曉。

羅家聰
環球金融市場部