

## 《商報》專欄

### 瑞郎玩自爆 央行害人不淺

筆者於匯市工作多年，但上週四就迎來近年匯市最波動的一天。事緣當日下午約五時半，某位同事大叫：「負數、大插。」筆者坐的是炒房，日日都傳出類似的尖叫聲。不過，今次有點不同，因為印象中只有金融海嘯時日圓急升間才見過。回過神來，看看電腦，瑞郎兌歐元大升千多點，原來瑞士央行把利率降至-0.75厘。等等，原本已經負利率，「負」多一點就可把瑞郎大幅推高？而且，減息貨幣升，奇怪也！

匯市單日波幅一般約百多至二百點，就算加息或歐債爆煲時每天都只約幾百點波幅。再望清楚，原來瑞士央行即日起棄守由2011年開始歐元兌瑞郎的封底價1.20，意指瑞郎兌歐元將可任意升值，於是一飛沖天。

交易員當然不會錯過這個賺錢大好時機，買完再反手沽，良久不見這個大時代。但作為分析員心裏只有一個問題：「玩什麼？歐洲個個都想貶值撐經濟，瑞士央行就想升值？玩嗎？」第二日市場終於有了解釋：瑞士央行頂不住。

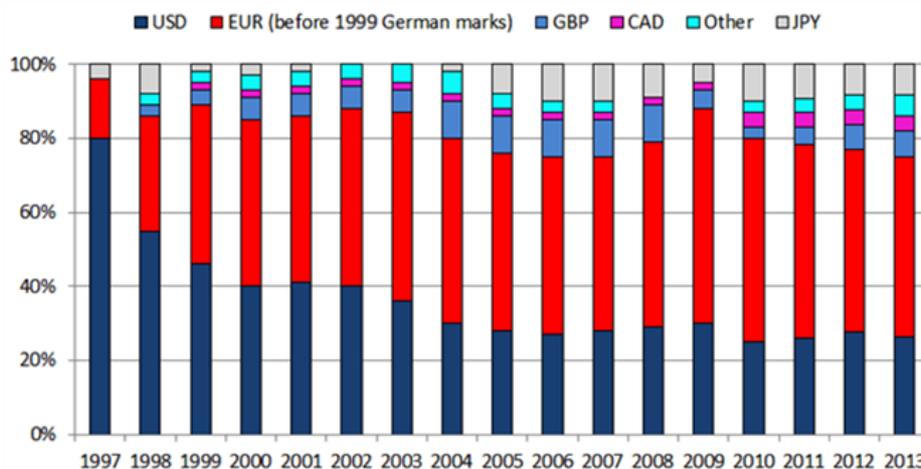
首先，大家要知道瑞士央行一向「多手」。1978年，瑞士央行為了應付外資流入，把瑞郎封頂於0.80瑞郎兌1馬克。相隔31年後的2009年2月，由於金融海嘯間避險資金流入大力推升瑞郎並傷害其經濟，瑞士央行再次開始其積極干預生涯。雖然當時央行沒有定下目標價，但歐元兌瑞郎於其後一年多都維持在1.50至1.53的「奇窄」波幅範圍。央行雖沒說出口，但顯然1.50是當時目標價。最後，由於歐債危機發生，令央行在2011年再次把瑞郎封頂，把歐元兌瑞郎的最低價定在1.20，即限制瑞郎兌歐元的升值空間。

不過，坊間有言，近年歐元因區內經濟增長未如理想而積弱，買歐元沽瑞郎來維持匯率下限讓瑞士央行財政壓力日深，瑞士央行真的因此而「頂不住」？

其實情況不太複雜，因為問題絕非是否「頂得住」，而是「想不想頂住」。先看圖一，瑞士央行以歐元作為外匯儲備並不是近年的事，1997年起，瑞士央行的外匯儲備主以美元為主，佔總體近八成。但在歐元區成立後，美元儲備佔比持續下降。而2010年歐債危機發生後，歐元佔比不單未有再升，更由七成佔比跌至現時四成四。大家想想，現在瑞士央行的歐元資產佔比是十年來新低，若現在央行沒能力捍衛瑞郎兌歐元的封頂價，那為何2011年又要封頂？現在沒能力，當年也沒能力吧。更何況，近年全球興印銀紙，央行真的無瑞郎可沽？狂印吧！故此，問題已變了瑞士央行想不想印銀紙，而非

是否「頂不住」瑞郎大升。

圖一：瑞士央行外匯儲備的外幣分佈情況



不想瘋狂印銀紙筆者理解，因為印銀紙刺激經濟是否萬試萬靈至今仍是問號。而現在情況已清晰了，瑞士央行可能預測歐元區將有大事發生，歐元將暴跌及瑞郎大升而棄守這個匯率下限，那日後就用不着瘋印銀紙。看看圖二，歐債危機後歐洲央行擴大資產負債表，歐元同時下滑。現時歐元資產佔瑞士央行儲備約四成四，萬一歐洲央行明天以至今年真的大幅放水，歐元大插或許真的令瑞士央行擔心不已。現在是四成四，難保明年是五成四，後年是六成四。窮親戚，難搞也，歐元狂貶只會令身家愈來愈縮。更何況，還未計及美國聯儲局將會加息，息差拉闊或加深歐元大跌危機。

圖二：歐洲央行總資產及歐元兌瑞郎



此外，還有一個原因解釋瑞士央行不惑之舉就是歐債危機可能再爆，避險資金將大舉進駐瑞郎。有無可能呢？凡事都有可能。看看圖三，無論是兌美元或歐元，瑞郎在2010年歐債危機爆發後都持續升值。2011年意大利政局不穩，加上塞浦路斯銀行危機，避險資金流入瑞郎，瑞士央行需要把瑞郎兌歐元封頂才可暫時平息瑞郎的大升。不過，筆者反問一句：現時歐豬情況是2010及2011年可比嗎？歐債危機真的再爆嗎？筆者不

相信，詳細情況下回再跟大家分解。

總括而言，瑞士央行是否已經無力再把瑞郎兌歐元封頂？未必，但可能真係驚歐洲央行不顧一切大手 QE，力保歐洲經濟復蘇步伐及防止進一步通縮。當然，若果大家問筆者歐洲央行是否有必要大手 QE，答案是否定的。但所謂預防勝於治療，或許瑞士央行真的要預防這個本極端風險發生。

不過，瑞士央行這個突如其來的決定，肯定對金融界造成震盪。大家就是信你會力保 1.20，但現在毫無聲色下棄守潛逃，在 1.20 買了歐元兌瑞郎的朋友慘叫連天。上週末就有消息指部分紐西蘭及美國金融機構因輸大錢而倒閉。一夜升幾千點，不是人人受得起。這個自製的金融危機，瑞士央行又有否想到呢？



**劉振業**  
環球金融市場部