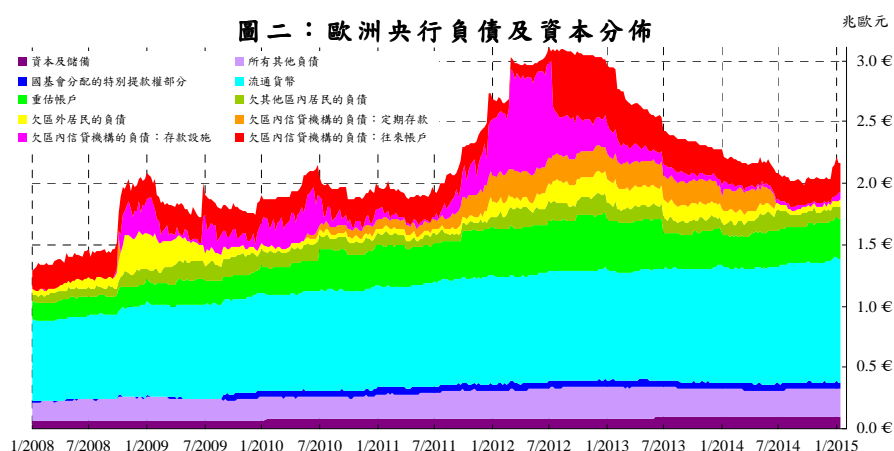
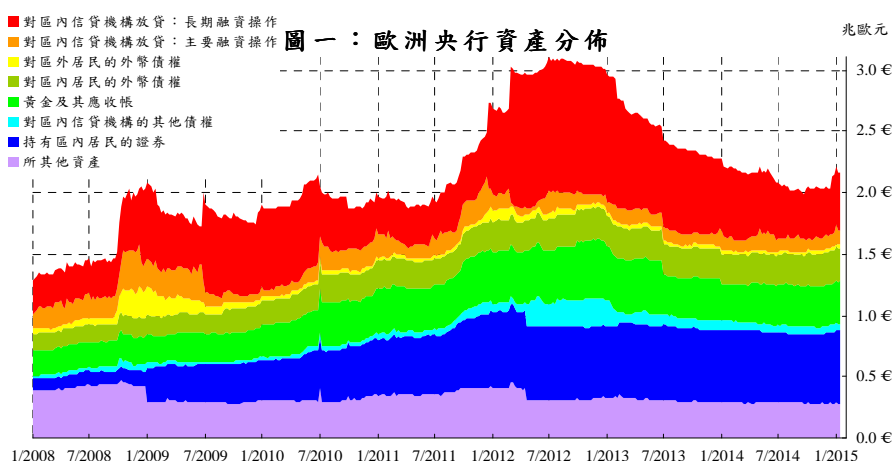


《信報》專欄〈一名經人〉

亂石投藥推量寬 不治通縮不治本

歐洲央行在連番政治角力後終推買國債的量寬。有無用呢，這是人皆會問的問題。答此一問，先要看看央行肚裏面有什麼——即 2008 年海嘯起至今的央行資產及負債，然後再看這世人關注的央行資產水平，有否如外界所想般改善各經濟、金融等環節。

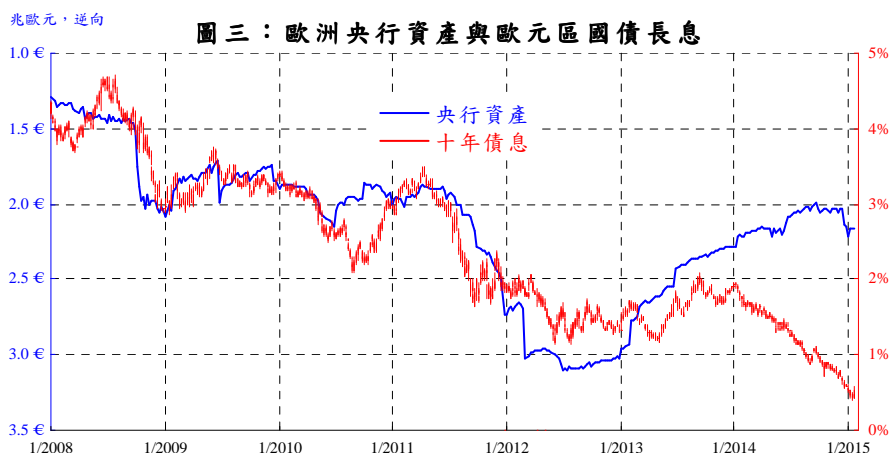
歐洲央行資產大的有近十項，只要將之重新排序，便見央行在海嘯及歐債危機時，分別用上哪部分來救市。觀圖所見，海嘯時主要谷大的部分是對區外居民的外幣債權，及對區內信貸機構放貸，當中以大家熟悉的長期融資操作（LTRO）銀碼最大【圖一】。這三項屬借貸，但有借有還，有別於央行減息之真放水行動。到 2011 年底歐債危機，央行初期增持區內證券（藍，即所謂的量寬買債），但後期做得最大手的還是 LTRO，結果危機暫緩。從上次經驗已可見到，借長錢（普遍三年期）的效果似較買債為佳。



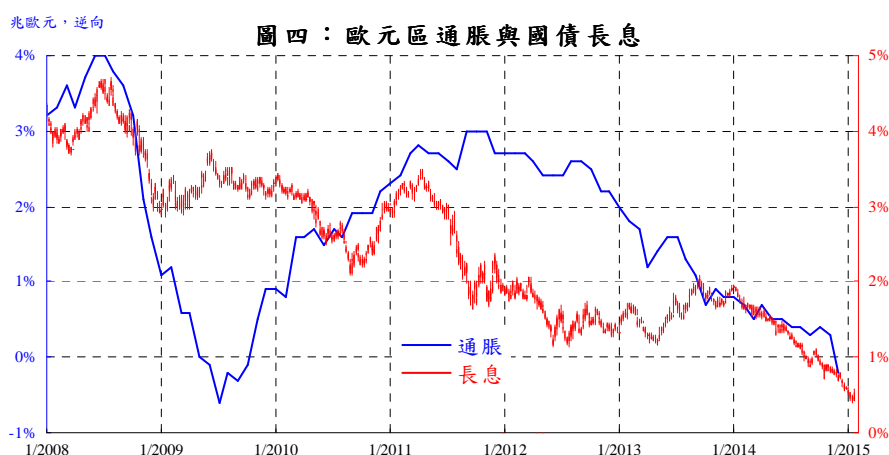
至於負債一方，雖然多達十餘項，但在關鍵時候大增的還是那幾個項目【圖二】。流通貨幣穩步增長，這合理的，畢竟歐元區成員以至全球央行持歐元作儲備兩者均增。

海嘯時負債急增的有欠區外居民及欠機構的存款設施，後者顯然是那堆臨時救市措施。及至歐債危機時，央行故技重施，先大幅谷大存款設施，及後將這些臨時措施常規化，變成往來帳戶的一部分。其實，三項對信貸機構的負債均屬存款，是貨幣供應一部分，故說央行印銀紙救市，雖非主要體現於流通貨幣的真鈔，但意思上亦沒什麼偏差了。

央行谷大資產有否發揮量寬應有的效果呢？從資產與長債息所見，2014年前有，但之後則無【圖三，留意左軸逆向】。2008至13年間，央行縱無近推的量寬買國債，但亦見資產愈增、債息愈跌的反向關係。這個關係自2013年後期起至今突然消失了。以近年央行的縮表趨勢推斷，十年長息理應在2½至3厘附近，但實際上卻低出2厘。

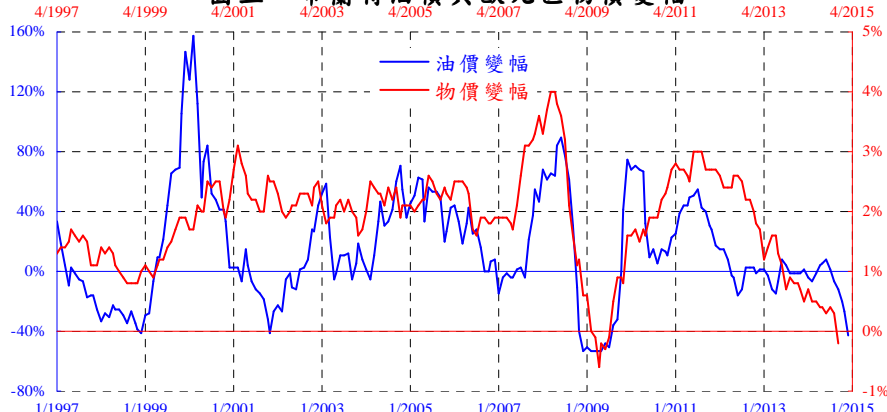


要解釋長息的背馳跌勢，其實教科書裏早有答案。長息反映貨幣未來的償還能力，而未來購買力與今之差正是通脹預期，故長息包含的溢價之一乃通脹預期。觀圖所見，通脹起碼在近年解釋到長息跌勢，關係比央行資產更強；而早年關係亦不差【圖四】。固然，通脹與通脹預期是正比的，因為世人並非憑空、而是基於通脹近勢來作預期。



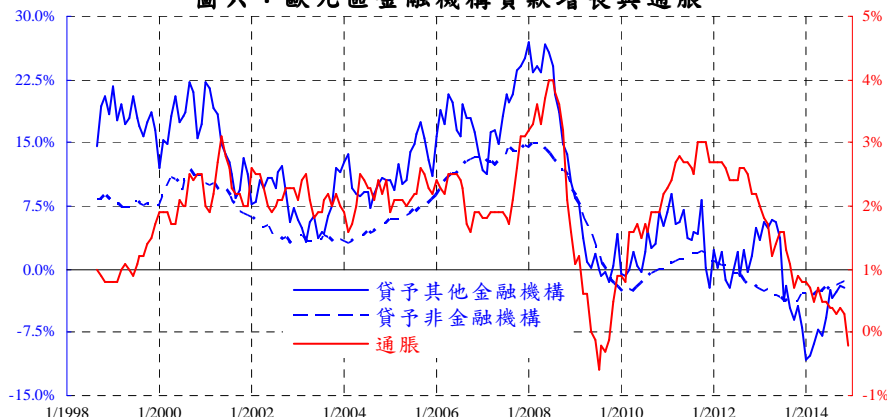
那麼通脹又受什麼主導呢？這確有點問都多餘。歐元區通脹素來受能源價格影響，如圖所示，倫敦油價與歐元區物價兩者的變幅關係甚強，尤其自2003年至今更緊密，且前者領先後者三個月【圖五】——這時差在兩週前敝欄也引述過（重溫該文圖九）。是故在下常言，如果歐洲央行真的最怕通縮，那麼量寬買的便不應是國債而是石油。

圖五：布蘭特油價與歐元區物價變幅

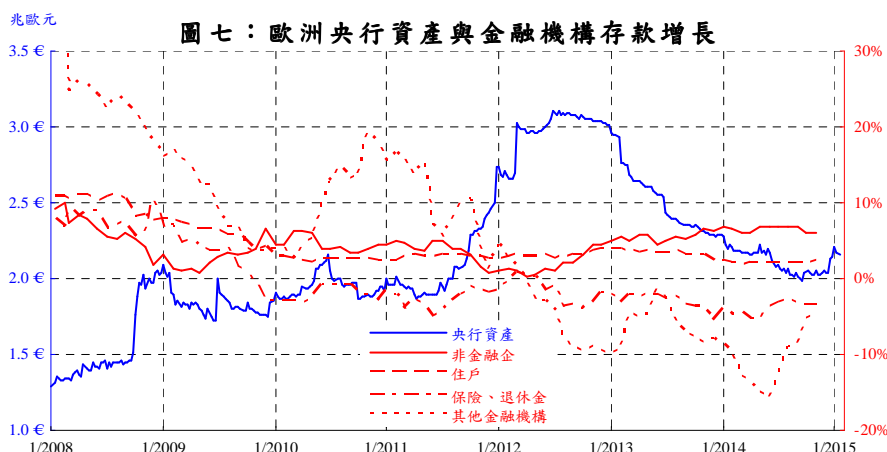


繼油價後另一個能有效解釋通脹跌的因素，不是央行資產多寡，而是銀行放貸量。數據清楚顯示，金融機構放貸增長與通脹關係密切且甚同步【圖六】。近年信貸收縮，通脹下跌甚至見通縮亦不為奇。問題來了：央行買債能否刺激放貸？如圖所見，近年債息趨跌，但貸款增長也跌，看來借不借跟利息高低關係不大，還看資金需求。

圖六：歐元區金融機構貸款增長與通脹

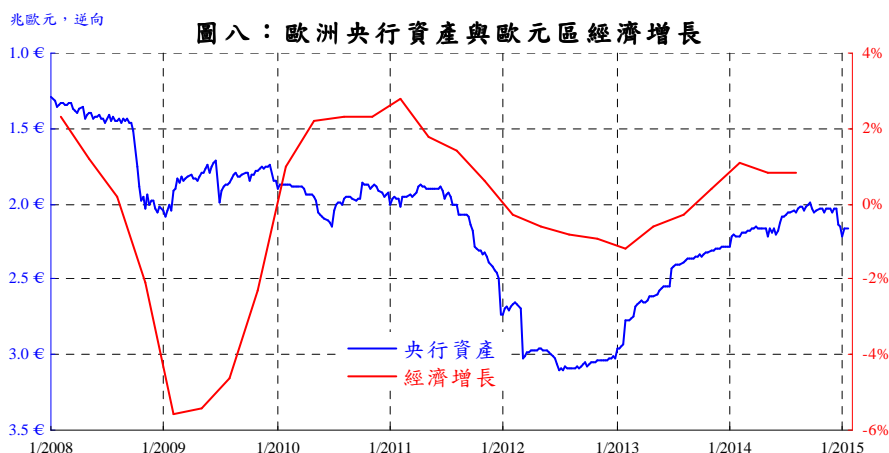


圖七：歐洲央行資產與金融機構存款增長

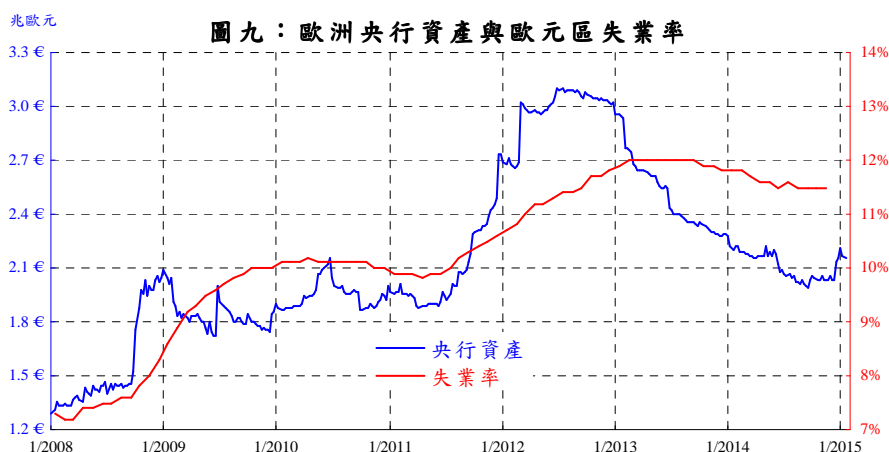


資金需求視乎有否投資機會，最終還看整體需求。同理，若央行增購資產壓低息，存款增長理應下跌而錢往銀行體系外去，消費、投資什麼都好。實際結果又是否如此？如圖所見，有些金融機構確見存款加速收縮，但住戶、企業卻增，且在加速【圖七】。

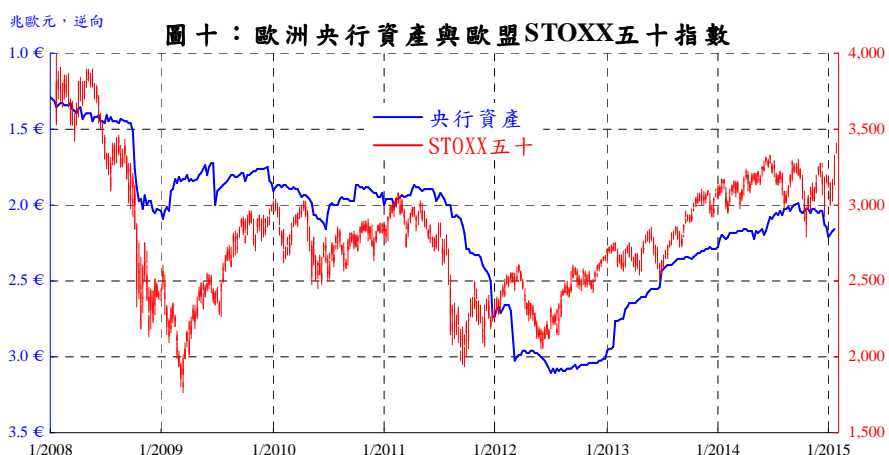
央行資產增了，但坊間存款反而上升，帶出的訊息清楚不過：消費、投資意欲仍低。



既然如此，央行資產與實體經濟概應關係不大。將兩者同示一圖，你猜見到什麼？有關係的，但非所想的關係【圖八】，而是資產愈多（留意左軸逆向），經濟竟然愈差。這不荒謬，關鍵在於弄清孰因孰果。實情很可能是經濟為因，愈差的話央行愈買資產。如是者，即使數據上資產領先經濟，但央行在「預期」經濟變化下行事，資產是果。



同樣，將經濟增長換上失業率【圖九】，縱見關係也難論述資產是因、失業是果。難道說早幾年「因為資產上升，所以失業率升」？應倒過來吧。兩者跌的時候一樣。



雖然央行資產對通脹、經濟影響不明，但有一環卻是市場共識：股市。過去幾年，每逢炒央行放水，市場認為股市例有反應。不過歐元區的經驗卻是每逢央行增購資產，歐洲股市卻是跌的，反之央行縮表時則股市上升【圖十，留意左軸逆向】。由此看來，沒錯股市例有反應，但卻是相反的反應，海嘯至今皆準！緣何市場迷信的竟也出錯？

細觀歐債危機前後一段，即見是股市行先於央行資產。合理的解釋故應倒轉因果：危機出了，股市跌了，央行滯後反應增購資產；危機散了，股市升了，央行滯後縮表。如此一來，央行資產規模以至其所有政策，起碼在歐元區上是滯後的；而世人皆清楚，歐洲央行在政治角力下，行事從來慢數拍，故以其滯後的政策推測後市，自然出錯。

歐洲央行早幾年已曾推過類似量寬買債的證券市場計劃（SMP），結果無疾而終。去年翻推直借予企業的目標長期再融資操作（TLTRO）、買擔保債券及資產擔保證券（covered bonds and ABS）的量寬頭陣，事隔數月已證實是作用不大而要政策急轉軸。今天不明所以地買國債，美、日前科已效果不明，可以斷言，歐洲的不會有何分別。

還是那句，歐洲央行要是急需通脹，倒不如直接買油。要是針對長線的經濟低迷，別搞錯了，這非央行責任，亦非其可為之；德拉吉應老實地將波拋回予默克爾好了。

羅家聰
環球金融市場部