

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 歐洲男神慰寂寥 市場欽敬大媽笑

上週提到瑞士毒男喬丹哥突然放毒，使女生心淡，令瑞郎身死。執筆時瑞郎連跌四日，直如筆者亦「把幾火」。幸好上帝曾說過，當祂關起一道門的時候，亦會為妳打開一扇窗。就在渡邊太太、匯市大媽寂寞難耐之際，即見兩大歐洲男神相繼現身；戀父者有歐央行總裁德拉吉，饑渴者有希臘新任型男總理齊普拉斯。兩大男神先後出場闖關，即見歐股抽高，歐元反彈，太太、大媽破涕為笑，亢奮程度直逼李逸朗的新版《傻女》。

筆者並無戀父情結，卻是徹頭徹尾的「德粉」，尤其欣賞德拉吉事事「早響」的光明磊落。眾所周知，不少賤男下巴輕輕，講過算數；女人問起時就推搪下次會做，結果一如吾妻對筆者之形容，「次次都唔做」。好一個德拉吉，竟然做壞規矩，話下次減息就真係減息，話下次買債就真係買債，承諾必然兌現，而且準時兌現，甚至議息前幾日已將成個方案放出來，不給市場一次性幻想機會，令我等男人恨得牙癢癢。

德拉吉之 man，除了在於牙齒當金使外，更在於實話實說，有啲句講啲句。歐洲央行每次發佈的議息聲明，是筆者的精神食糧；當中有關德拉吉與記者的答問筆錄，更絕對不能錯過。好像今次議息聲明的其中一段答問，就夠精彩絕倫：

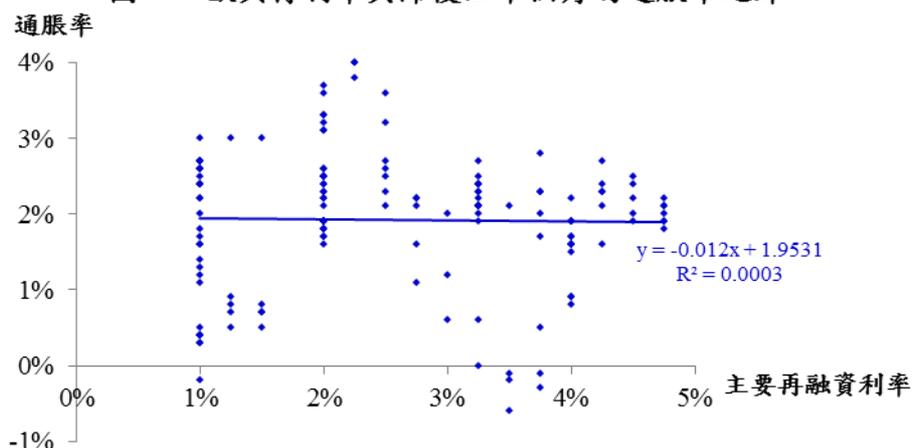
記者問：「好多人見歐洲央行又買債又印鈔（點講都好），擔心會打開通往超級通脹之門，你點回應？」

「講呢啲，我認為最好嘅回答係……」德拉吉好整以暇，然後連珠炮發：「自從開始量寬以來，我哋有無見到厲害嘅通脹？我哋有無見到先？量寬開波至今不過幾年，我哋搞記者會亦不過三年多啲，響呢三年我已經唔記得我哋減過幾次息，四次？五次？可能六次添啦！每次都有人話咁搞法實有通脹，仲有人響 2013 年 11 月底已投票反對減息。我哋搞過 OMT、搞過 LTRO、搞過 TLTRO，但就係搞唔到超勁通脹出來！」

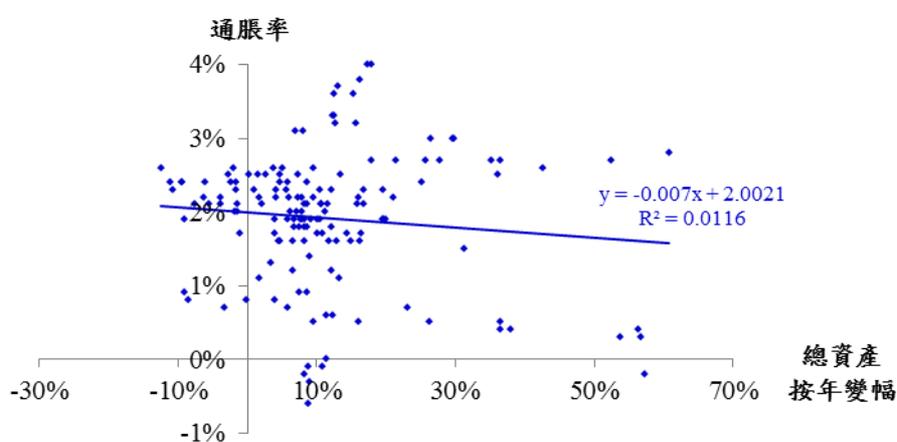
何謂霸氣？此謂之霸氣！須知道，研究界共識是放鬆銀根 24 至 30 個月後通脹開始浮現，普天之下，有幾多央行官員敢直言放鬆銀根三年後看不見通脹，甚至在媒體面前承認通縮風險？無！結果，我們見到歐元區陷入通縮後，英國和美國的通脹率也跌至 1% 樓下。加拿大跌至 1.5%，央行已匆忙減息；丹麥尚未跌至零，也四日內連減兩次息。無通縮風險又何須如此「頻能」？有通脹風險更應及早加息，防患於未然；在這個層面上，德拉吉完勝其他央行總裁。去年 8 月 28 日本欄認為德拉吉在 Jackson Hole 央行年會上搶班奪權，從耶倫手上奪過地上最強鴿派話事人的寶座，現在看來櫟已坐暖。

當然，霸氣還霸氣，也要看看有無道理。德拉吉認為三年來歐息減了四、五、六次但通脹仍然無影，圖一反映此言甚是。自2000年歐元面世至今，歐元區的主要再融資利率與通脹率未見明顯關係，意味息口變動對控制通脹無甚成效。再看圖二，在金融危機中以擴大資產負債表的方式救市，對通脹的刺激作用似乎亦不大。通脹在危機後回升，也許由於經濟開始復蘇，而非央行直接印鈔所致。

圖一：歐央行利率與滯後三十個月的通脹率迴歸



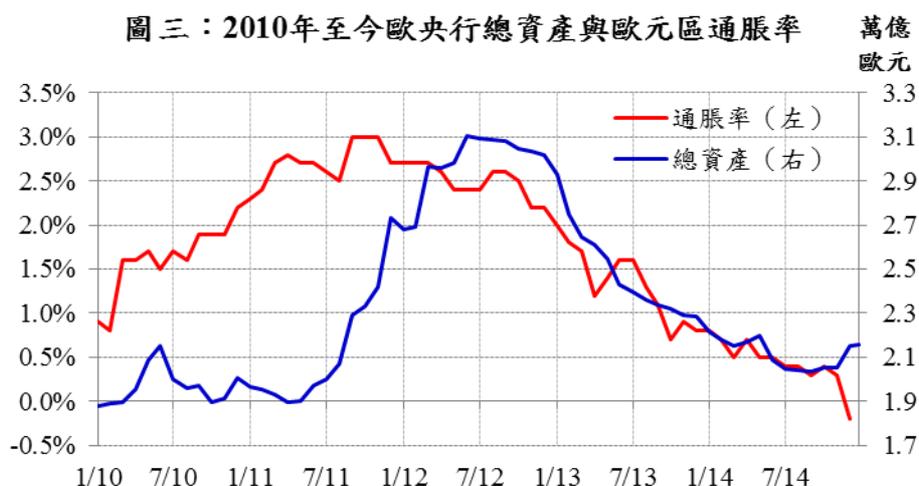
圖二：歐央行總資產與滯後三十個月的通脹率迴歸



由此可見，德拉吉的霸氣回應貨真價實，並無吹水；雖然幾年來政策一直寬鬆，但的確未見通脹，這亦符合現時全球的低通脹現象。因此，德拉吉在議息聲明中再次強調，擴大買債是要「致力穩定中長期通脹預期」，而不是直接推升通脹。

事實上，細看近年歐央行總資產與歐元區通脹率的變化軌跡（圖三），可見後者在2011年9月爆發歐債危機時已然見頂，其後兩季在兩輪LTRO短期力撐下才勉強守住2.5%至3%高位。2012年第三季總資產開始見頂回落，通脹率已無力回天；到了2013年1月LTRO開始還錢，通脹率更跌穿2%目標警界線，死多兩錢。至於2012年9月公佈的OMT，根本無正式執行過，通脹自然無從說起。

圖三：2010年至今歐央行總資產與歐元區通脹率



由此可見，德拉吉言之有理、童叟無欺之餘，不失霸氣，的確值得市場死心塌地；與瑞士毒男喬丹哥之無賴，有著天淵之別。

有趣的是，年近七張的德拉吉與希臘型男齊普拉斯前後腳出場，竟有眉來眼去之嫌。齊普拉斯要向緊縮政策「開拖」及就重新磋商援助條款與歐盟「開波」，人盡皆知；雖然上週四歐央行議息時仍未舉行希臘大選，但德拉吉竟在答問時表明不會刻意針對希臘，只要符合一定條件，歐央行亦可以買希臘債，擺明向當時勝算甚高的齊普拉斯送上秋波。

更重要的是，德拉吉在議息聲明內不忘指出貨幣政策的局限性，強調財政政策應支持經濟復蘇，而區內所有國家均應盡可能制定有利增長（growth-friendly）的財政政策組合，從而強化投資信心。這些逆週期的有利增長政策，豈不暗合是齊普拉斯的選舉政綱？

德拉吉與齊普拉斯，一個老馬有火，霸氣畢露；一個年輕精壯，底氣十足。生逢歐洲亂世，敢說敢做，更敢冒天下之大不韙，以一人之力，與強大的日耳曼民族對著幹，完全將那些言不由中、語焉不詳，反口覆舌以至賊過興兵的政經領袖、財金巨頭比下去。故勿論他們最終能否扭轉局面或仕途如何，單是這一份「吉斯」（guts），已值得筆者欽敬。

何文俊  
環球金融市場部