

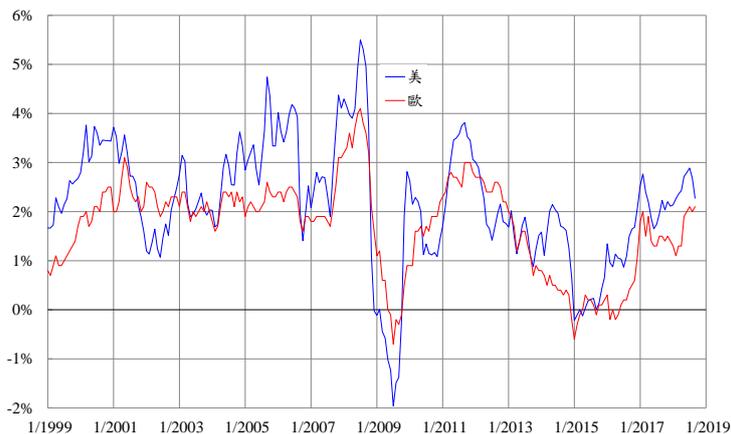
《信報》專欄〈一名經人〉

歐洲復蘇不遜美 一旦轉鷹歐元起

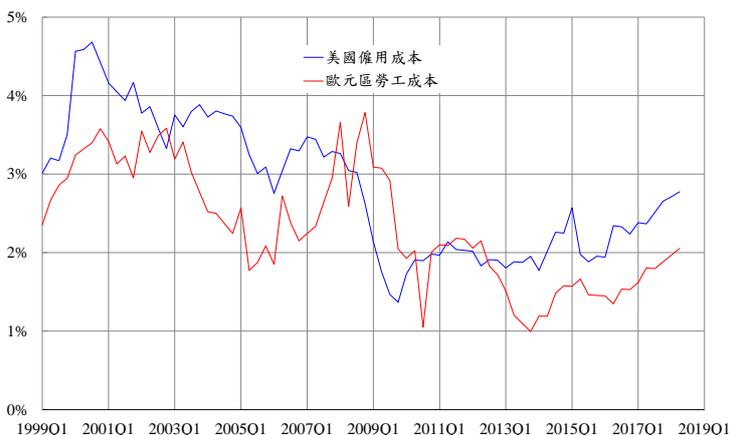
歐洲央行昨晚議息，應無什麼異樣。然而央行一早揚言一年後才加息，但另邊廂，聯儲局未來一年的加息步伐卻愈說愈鷹，彷彿美匯指數還要回升上試100。回頭細看，兩地的基本因素是否真的大相逕庭？市場、坊間的說法會否已偏向極端，物極作反？

那就來看基本因素。聯儲局加息的理據，其實講來講去都是通脹和就業之兩幅被，雖無新意，但卻按章工作。歐洲央行亦然，總裁德拉吉早前提到工資、通脹壓力升溫。查兩地通脹，由歐元區面世計起，美國素來較歐元區的稍高；但論趨勢，則兩者相若，就近四年而言，兩者同樣趨升，現水平亦相去不遠【圖一】。兩地同以2%為通脹目標，為何一者已加息三年且愈加愈快，而另者卻一路零息且延續多一年？這確教人費解。

圖一：美國和歐元區CPI通脹



圖二：美國和歐元區僱用/勞工成本按年升幅



沒錯，上述所指的是整體通脹，偶會受油價急升等短暫影響，通脹升未必成趨勢。是故兩間央行均不時會提及工資增長這核心通脹壓力的主要源頭。兩地於此有何分別？比較兩地的同類數據——美國僱用成本和歐元區勞工成本，可見兩者的按年升勢一樣，平行上升【圖二】。由此可見，通脹壓力其實一樣，只是相差約¼厘。不過看看息口，

兩地又是否只差 $\frac{3}{4}$ 厘？一倍也不只呢。可見歐洲央行的「追加」壓力一點也不小的。

圖二所見，歐元區工資升壓大概由2013年底起跟美國平行向上。當時發生何事？再查失業率，其實當時正是歐元區失業率由高位開始回落時【圖三】。不少人有錯覺，以為歐元區失業率仍高企於8%以上，無條件退市，遑論收水。這錯覺錯在只看水平，忽視變化。其實這五年來，美、歐失業率同以約每年跌1%速度改善，兩地水平不同，只因起點各異，但改善速度是一樣的。唯一有的分別，是美國週期上先歐元區約兩年。美國由首次加息起至今已近三年，縱純由就業角度考慮，歐洲央行亦顯然遲了加息。

圖三：美國和歐元區失業率



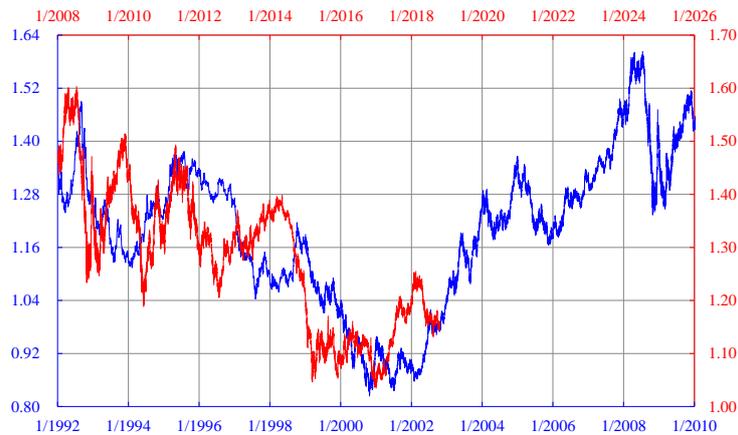
那麼以前美、歐的息口政策又是否有兩年時差呢？若只看歐債危機（2012年）前，美國的息口週期大概領先歐元區的僅一年【圖四】。緣何如此？愚見以為，參考圖一，兩地通脹同步；參考圖三，就業週期相距兩年。央行同時參考這兩指標，息口的時差，很自然是這兩時差（無時差和兩年）之間，故觀察到一年時差是正路的。歐債危機時，歐息大減是個別現象；危機過去，週期應跟美國接軌，因兩地的通脹、就業已趨同了。歐洲央行過去一年「應加不加」，一是聯儲局加錯了息，不然就是歐洲央行太過鴿了。

圖四：美國和歐元區央行政策利率



過鴿的後果其實早已寫在教科書上：一是通脹殺到來時要急追加，且是大幅地加；二是當通脹殺到來時，通常也是實體經濟轉弱時，隨即要面臨寬鬆政策但無儲夠彈藥。結果是通脹見頂、經濟弱時無息可減，或通脹仍升但經濟弱即滯脹時不知加好減好。

圖五：十六年前後的歐元



從德拉吉近月的口風，應知他已意識到這些可能性，故近幾個月來他已變得鷹嘴。歐元區通脹爆上的風險不容低估，而市場似乎並未反映。一旦反映，歐元怎行甬說了。匯市素有十六年（許）的大週期，現再擺出來提提大家【圖五】。既然目前股跌、樓跌、債（價）也跌，難得港紙掛美金而非美貨幣將行大升週期，別再埋怨無投資機會了。

羅家聰
環球金融市場部