

## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 股債經濟看歐洲 量寬至今已足夠

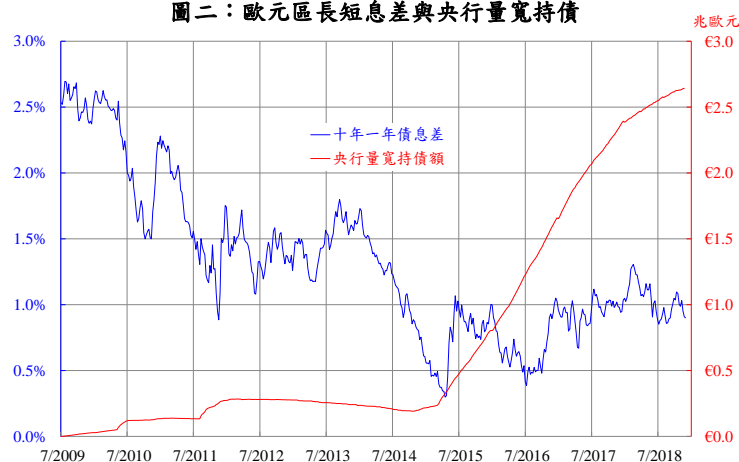
歐洲央行下週開例會，早已放風指會如期退市。退市有別於收水，前者減慢QE，是減慢放水速度，政策仍屬寬鬆，只是鬆少了；後者則QT，央行收回資金，是緊縮。美國續縮歐洲仍鬆，看法可以照舊也罷？非也。跟其他經濟數據的影響一樣，是變動、而非水平才是關鍵。因此，重要的不是歐美目前政策差距，而是這差距的預期變化。

歐洲政策是否一定要跟美國呢？以前傾向是，現在則未必。若撇除海嘯大收縮期，海嘯前美國經濟增長領先歐元區的三季，相關度達三分之二（系數0.66）；但海嘯後，相關度跌至四分之一（系數0.26）。背後原因是歐洲有債務危機而美國無（或未出事）。不過，歐債危機起碼在階段上捱過了，退市不奇，而往後週期再跟美國，一樣不奇。

圖一：歐盟STOXX五十與央行量寬持債



圖二：歐元區長短息差與央行量寬持債

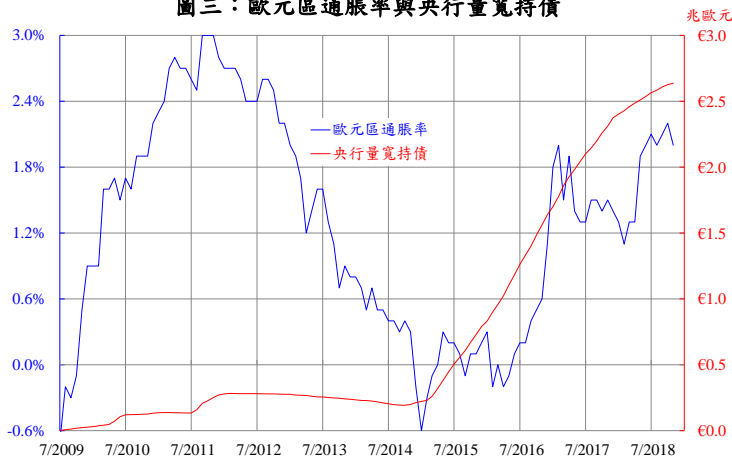


歐洲央行雖未正式開始退市，但實際上的持債額自今年初起已減慢增長【圖一】；順帶一提，這個現象在日本央行的資產上一樣見到。如果要看央行量寬與股市的關係，顯然是股市行先，量寬行後。前者驟看領先後者近三年，這不可能是股市所預先反映，因股市的視程一般而言不超過半年，故無可能反映三年後的事。兩者可能都反映經濟，

只是股市稍稍先一、兩季預示，央行行動則大滯後逾兩年。若信股市這領先指標的話，未來三年的央行政策大概是過去三年的股市表現了：看來是量寬要停，但未至於縮。

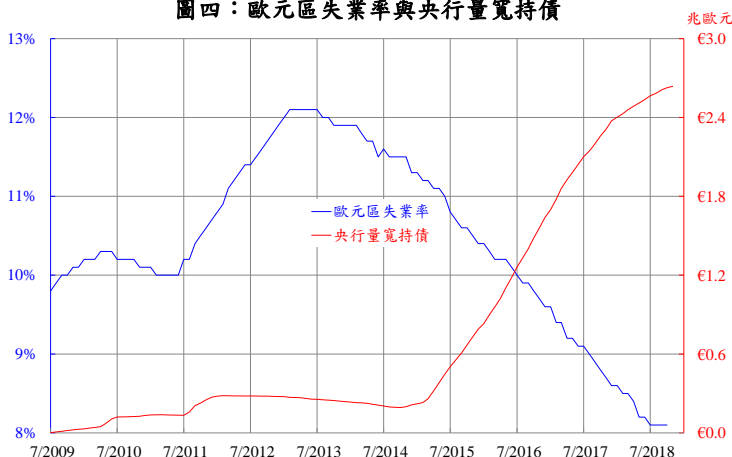
另一個指標可確認這個猜想，就是長短國債息差【圖二】。觀圖所見，央行量寬，正是始於息差跌至低點的2015年春一刻。無論量寬有否實效都好，此後經濟復蘇了，而長短息差亦無「見負」而回升。由於買長債壓住長息，這息差不會很闊的，今企穩在1厘水平已算不錯。息差能測年幾後的經濟，故是支持或預示退市的重要而可信指標。

圖三：歐元區通脹率與央行量寬持債

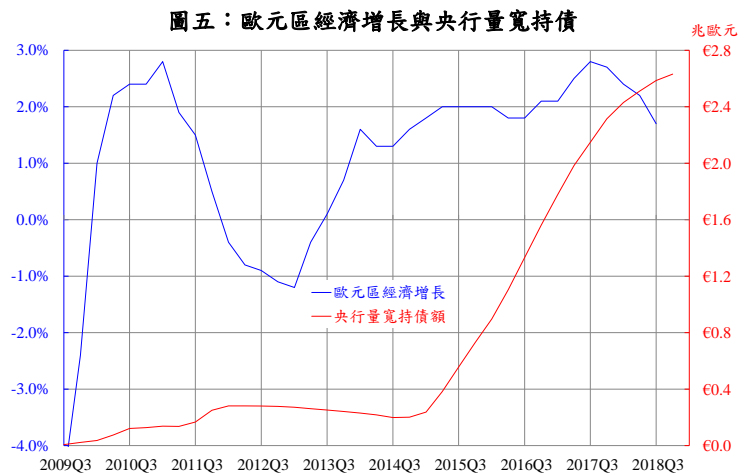


股市、債市（長短息差）是市場數字，雖具前瞻性，但未必是央行所直接參考的。但通脹卻是央行會直接參考來決定政策的數據。從通脹走勢所見，2015年初見底後，至今頭尾已累升近三厘，而這與央行持債水平大致吻合，且後者更稍為領先【圖三】。通脹會否一下子大跌回來？除非短期內再現債務危機，否則單靠油價大跌應不夠力。

圖四：歐元區失業率與央行量寬持債



至於就業則跟量寬關係不大。央行在失業率始跌年半後開始量寬，或因嫌其跌得慢【圖四】。然而，失業率歷來的兩次低位為8.4%和7.3%（分別見諸2001和2007年），今近8%且橫行了數月，縱未見底亦應不遠了。配合通脹亦有見頂之嫌（但未虞大跌），央行此時退市亦無可厚非。再看最大路的指標——GDP增長，更見浮游2%已逾三年，意味區內增長或已回復均衡水平【圖五】。三年來的量寬催谷顯然未見進一步的效果，既然經濟對政策或已出現抗藥性，何況央行已面對無債可買之困，退市亦順理成章。



今文由市場（股、債）領先指標和大路經濟數據看量寬，得出的結論是可以退市。至於美元大勢、資金流動，則還看美國一邊——顯然其收水已有退意，由緊轉鬆……

羅家聰  
環球金融市場部