

《信報》專欄〈一名經人〉

前景不妙借貸縮 流動陷阱遂技窮

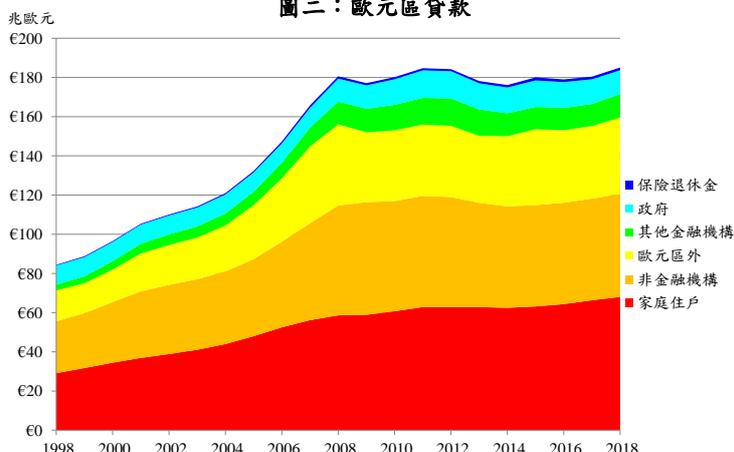
聯儲局政策前景大致明朗，唯歐洲央行在擔心衰退下或重推定向長期再融資操作（TLTRO）、進一步負利率等。兩項工具其實原理一樣，都是以便宜成本來誘使借貸。然而，經濟學上早有流動性陷阱之理論，而日本亦早在廿年前親身實驗過。事後證明，當利率見零，再做的額外一切如QE、QQE等，不敢講完全無用，但肯定無甚作用。

面對瀕臨再衰退下，歐洲央行亦別無選擇，唯有將明知無甚作用的實驗再做一次。然而實證結果是如何呢？將央行存款政策利率與歐元區的貸、存增長比較，即見相反，但效果要滯後兩年【圖一】。緣何貸、存增長走勢這麼接近？很簡單，錢由銀行借出，但銀行的資金又從何而來？不就是接收存款吧。央行雖以負存款息來逼錢出市場流動，不過存款流失下銀行又從哪裏找錢去貸？難道要問央行貼現窗借？可見負利率有問題。再講，過去兩年的存息減無可減，貸、存增長亦不會因而加快，改善亦只因經濟好。

圖一：歐洲央行存息與區內貸存增長



圖二：歐元區貸款

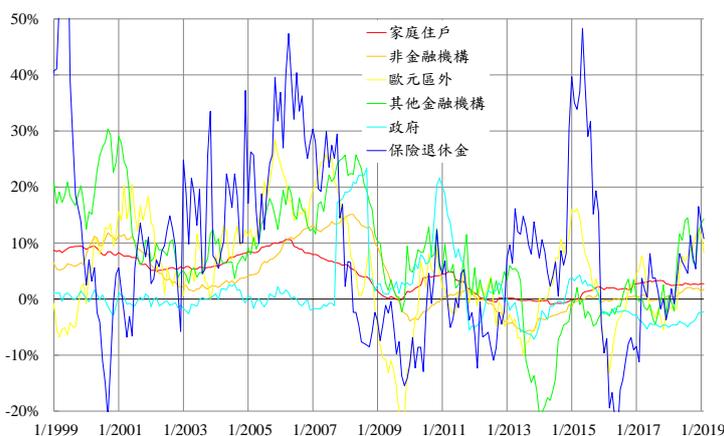


從貸款分佈所見，三大火車頭是家庭住戶、非金融機構（即一般企業）和歐元區外【圖二】。家庭住戶的貸款多數穩定，但海嘯後的增長已大不如前，一則有債務危機，

借錢本已不易，縱借到也不會多。二則這些貸款普遍用來買樓、買車等耐用品；然而，在前景不妙時這些大件頭通常淡市，亦不易催告。至於第二火車頭企業借貸更見稍縮，原因是企業不同家庭，住戶以消費為主，但企業的錢理論上全數投資。前景一轉淡時，投資即縮，是故更難催告。至於餘下幾類貸款，海嘯後已大致穩定，實則不必催告。

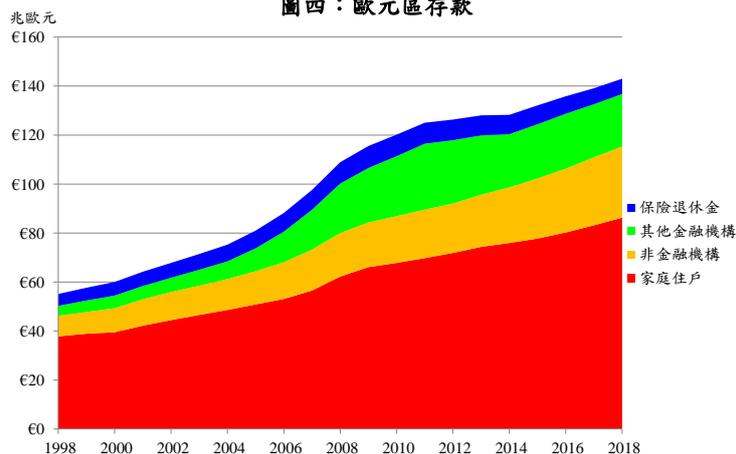
從這幾類貸款的按年增長所見，住戶、企業的其實早已走出谷底，不過偏偏是慢，亦谷不來【圖三】。至於顯著大幅向上的其他金融機構和保險退休金貸款，則佔比小，且其本質是上落波幅大，近年的急升亦似是絕地反彈多於長期升勢之始，未必持久。

圖三：歐元區貸款增長



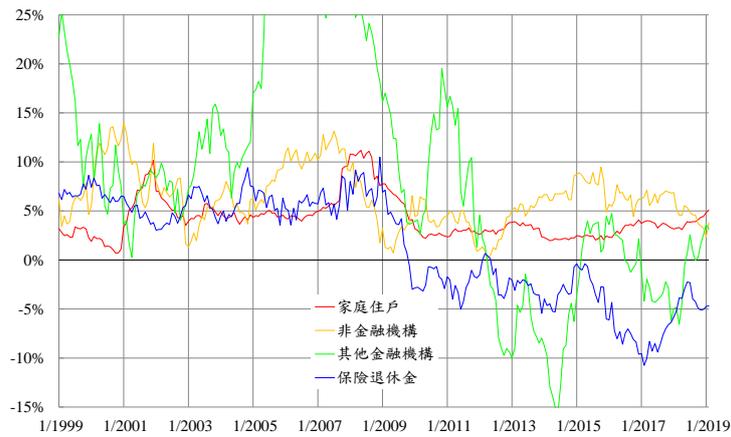
貸款看過，存款又是如何？觀圖所見，按來源劃分以家庭住戶佔了逾半【圖四】。這倒正常，反而企業（非金融機構）的存款也佔一席位卻非好事。企業固然要現金流，但錢多放存款則代表投資機會不多或前景不好；在海嘯前，企業存款比例是低得多的。這亦反映即使央行製造了大量資金推進市場，但只要市場看淡前景，通貨仍是不通。

圖四：歐元區存款



從這幾類存款的增長亦可見到，海嘯後財富縮水，家庭住戶的存款增長固然銳減，而在歐債危機中首當其衝的金融機構更減得驚人【圖五】。及至2014年推行負存款息，結果是次輪到保險退休金的存款大逃亡，金融機構的亦有類似情況。存款流失的結果，就是資金流走。上網找幅匯價圖看，即見2014至2015年初歐元由1.40大跌至1.05。

圖五：歐元區存款增長



由此說來，歐洲央行雖可盡其人事，但結果如何已不必憧憬，因為已不問可知。

羅家聰
環球金融市場部