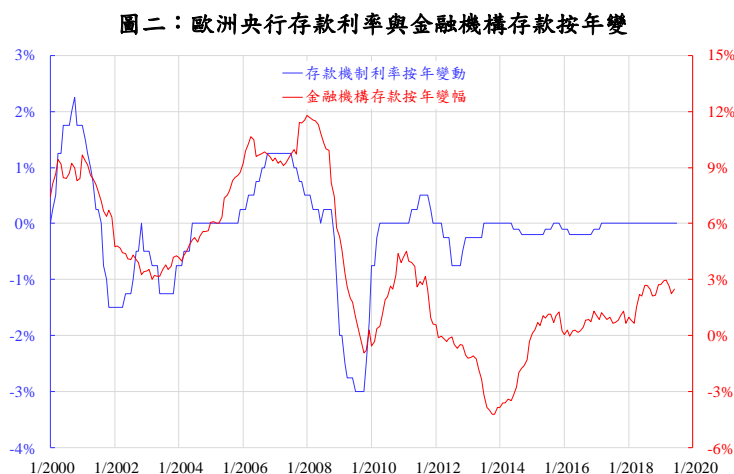
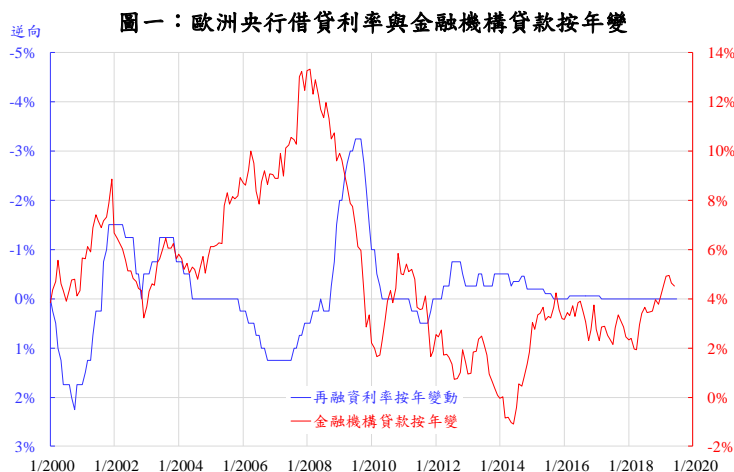


《信報》專欄〈一名經人〉

廿年寬鬆潑冷水 歐洲央行無米炊

歐洲央行換屆在即，但在德拉吉卸任前仍要揭開寬鬆序幕，情況彷彿很危急似的。查歐元區經濟仍有增長，雖然稍低但亦多年如是。通脹方面，近月雖跌但仍算有通脹；而較可信的趨勢指標核心通脹，近六年來更一直於1%水平橫行，雖低但亦多年如是。滯後指標失業率更在直線下跌，無跡象停，須知這是央行慣常參考的主要指標之一。

教科書早已指，貨幣政策是有極限的——最起碼當利率（名義計）見零就是盡頭。近年央行卻反其道行夾硬來，明明零息甚至負息仍聲言再減，今文就來看看結果如何。先看減貸款息有否刺激貸款需求。這個央行利率即再融資利率早自2016年已減至零；此前亦不算高，2010年起至今未嘗高於1厘，但偏偏這九年的貸款增長卻低於海嘯前【圖一】。其實縱海嘯前，亦不見得利率與貸款（兩皆變動）成反比關係。得須承認，貸款多寡跟息口高低未必有關，近年資金泛濫但零息多年也不借，就是不看好前景。

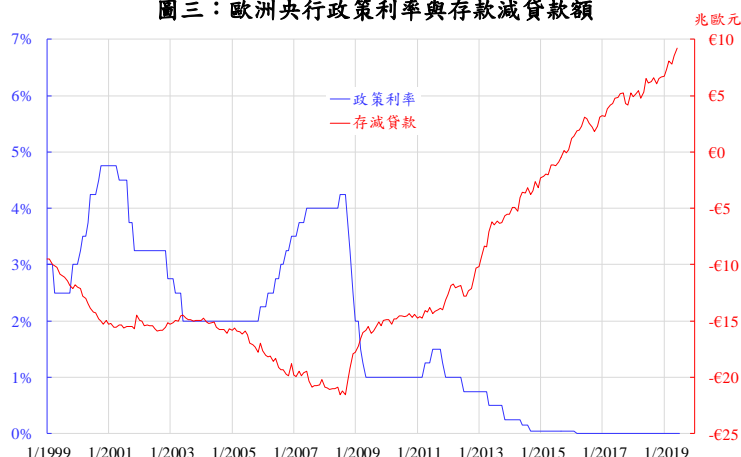


現再看看減存款息有否趕錢出銀行體系去消費、投資。歷來所見，兩者似有關係，但要持續減息才能減少存款，由於現已減無可減，且央行不斷製造新錢，此路漸已不通

【圖二】。負利率可以嗎？之前已分析過，不贅。錢若無處花，負息只將之趕往別國，或是別的資產，結果還是儲蓄，而非用於消費或投資，就算是亦不一定於歐元區內。

且也看看利率與貸存的關係【圖三】。由歐元面世至今，政策利率都在反覆向下，理應利貸不利存，即存款減貸款量應同跌。事實上，由最初至海嘯前的十年確實如此，儘管兩者短線背馳，但大方向上一致。然而海嘯後至今，「減息利貸不利存」已失效，主因是央行大量製造資金塞進市場。當錢多到長年負息變正常的「無人稀罕」地步下，進一步的寬鬆政策只是進一步塞錢入本已充斥資金的市場。無用，是順理成章的結果。

圖三：歐洲央行政策利率與存款減貸款額

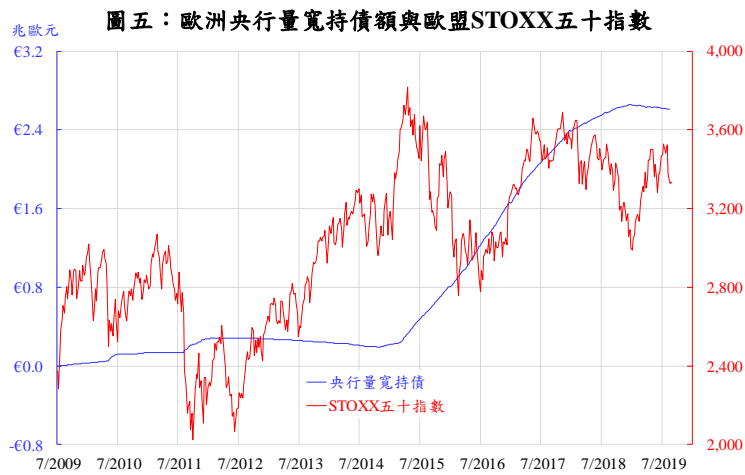


另一盛傳歐洲央行會推的是量寬。量寬不是新鮮事，說白了就是大手印鈔兼沖銷，作用就是央行不只想減隔夜政策利率，而是連整條孳息曲線也欲壓低。想想就會明白。不過，目前歐元區卅年債息也負，再買何用？留意當上月中一年期歐債息逼近 $-\frac{3}{4}$ 厘時，歐元及其一年期遠匯價皆插水下試低位，顯示資金顯著外流。現在十年期債息也接近這「危險水平」，即使央行買債也難進一步推低債息【圖四】。試問 -1 厘過外的債誰買？

圖四：歐洲央行量寬持債額與十年期國債息



量寬的另一唯一作用是推高股市。實際作用如何？參考央行唯一一次像樣的量寬，如有谷高股市，則市場早在兩年前已反映了【圖五】！然而，市場的視程沒這麼遠的，不然現在炒的是2021年的政策而非兩週之後了。其實在2012至2015年的升市期間，同樣有量寬的，不過只是美國而非歐洲做，但歐洲股市卻反映了聯儲局的寬鬆政策。



這樣說來，歐洲央行彷彿做啥都無用。的確，這很可能才是坊間不肯相信的真相。

羅家聰
環球金融市場部