

歐洲央行的遮醜布

國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管



大約 10 日前，歐洲中央銀行通過首次一年期再融資操作，向市場借出 4422.4 億歐元的新資金，這乃是中央銀行歷史上最大規模的長期注資（貸出款項）行動。

數小時後，美國聯邦儲備局公開市場委員會，經過兩日會議，亦發表會後聲明。今天的聲明刪除了對通縮風險的憂慮，但強調，它仍會按照原定計劃，維持 1.75 萬億美元購買美國國庫券、按揭抵押證券及商業機構票據的計劃不變。從這兩個決定，我們怎樣了解世界最重要的兩家中央銀行的政策，以及美國和歐元區的通脹和財政狀況前景？

歐元區印銀紙比美國更多

兩大中央銀行可說是用盡了書本上的所有招數，來增加他們市場上的游資，以及協助它們的銀行體系。那麼，美國聯儲局和歐洲央行的貨幣政策造成的通脹風險有無真正的分別？我個人認為，是沒有分別的。

大多數人仍然相信，美國聯儲局（和英國英倫銀行）因為採取「量化寬鬆」的貨幣政策，正進行一次鹵莽和不顧後果的實驗。至於歐洲央行，則「堅定不移」地跟隨德國中央銀行偏向緊縮性貨幣政策的傳統。

環繞「量化寬鬆」的貨幣政策，歐洲央行理事會爭論了幾個月，最後在 5 月間決定只發行 600 億歐元（約 850 億美元）以購入私營企業的債券。但即使是這樣微不足道的貨幣擴張政策，也被德國總理默克爾猛烈批評為美國的「跟屁蟲」，指它會增加歐洲的通脹風險，以及影響歐洲央行的信貸能力。這不是反映了一個截然不同的，以及比聯儲局嚴苛得多的貨幣政策哲學？其實不然；若我們不理會某些修辭，只看重事實的話。事實上，歐洲央行發行貨幣比美國聯儲局還要多。歐洲央行亦正在透過將債務貨幣化來支持其財政政策，以及冒上更多信貸風險。

救市資金流入銀行 風險不比美國低

自從 2007 年中以來，各大中央銀行都增加了它們的債務（現代發行貨幣的廣義定義）。美國增加了 1.2 萬億美元，歐元區則增加了 1.5 萬億美元（1.1 萬億歐元）。由於美國的 GDP 比歐元區高出 12%，這實際反映了歐元區發行貨幣的比例，比美國還要高出 50%！

我們應該向德國總理默克爾指出這一點，因為歐洲央行發表的新聞稿據推測都是在德國完成的。同時，我們亦可以看到美國和歐洲央行另一個令人意外的比較——它們將國債貨幣化的意願。

當弄清了歐元區「印銀紙」的比例比美國還要高這一事實後，下一步是要比較美國聯儲局和歐洲央行兩者「印銀紙」的方法。歐洲央行在增加貨幣發行時是否比較精明？

美國聯儲局是發行貨幣來無保留地購買美國的國庫券及商業機構票據。這樣做的風險是，若利率上升，可能會令本金有所損失（因債券價格下跌）。更糟糕的是，這被批評為直接將國債「貨幣化」，令人們聯想到非津巴布韋，以及 1920 年代的德國威瑪政府（兩者發行的貨幣面值均非常驚人）。



歐洲央行貸給地區銀行的款項，不少資金間接流至區內財困國家政府手上，形成歐央行救市或要比美國聯儲局負上更大的風險。

相比之下，歐洲央行就拒絕購入政府債券，以免其資產負債表惡化，以及被批評為將國債「貨幣化」。這是傳統智慧，但須再看清楚事實。不錯，歐洲央行大多數都是將錢借給歐元區的地區銀行，聯儲局則將新發行貨幣大部分用來購買美國的國庫券及商業機構票據。但這是否就反映聯儲局要冒上較大的風險，或者要做多些來協助公眾借貸？答案是否定的。

歐債抵押品質素正急跌

在歐洲央行上月底決定，再向市場借出 4422.4 億歐元的新資金之前，它借給歐元區銀行的貸款已高達 1.5 萬億美元。這些貸款是否真的比聯儲局手上的 1.7 萬億美元國債及商業機構債券安全？

一些為歐洲央行辯護的人表示，它借給歐元區銀行的貸款是絕對安全的，因為有抵押品。但是，這忽略了那些抵押品的質素正急劇下跌。聯儲局只接受信貸評級為 AAA 的抵押品，但歐洲央行卻並非如此，它接受低利率的按揭債券，以及其他可疑的資產為抵押品。這些東西若非獲歐洲央行接受，市場很可能將之當成「有毒資產」。

在這次危機中，歐洲央行曾被稱讚為勇敢、果斷；拋開了一些中央銀行的傳統規條。這樣說是有道理的，但卻不可以既勇敢果斷，而又百分百穩陣。當你稱讚歐洲央行對危機的反應是勇敢果斷時，你就必須承認，它接受了比聯儲局大得多的信貸風險。這就帶來了為公眾債務籌措資金的問題。

自 2007 年以來，聯儲局已「貨幣化」了大約 1 萬億美元的美國政府債券（包括國庫券及商業機構票據）。同

一時期，歐洲央行則借了 1.5 萬億美元的貸款給歐元區的地區銀行。但這些地區銀行拿了貸款後做了什麼？它們大部分都貸回給其國家的政府！

央行貸款間接流入財困政府

事實上，愛爾蘭、希臘、葡萄牙、西班牙和奧地利等國家的政府，若非境內的商業銀行願意利用歐洲央行的貸款無限量地購入它們發行的債券，可能早已經破產了。這些新購入的政府債券，又被歐元區銀行用來作為抵押品，以便向歐洲央行借入更多的貸款，後者又可能再用來購入更多的政府債券。換言之，歐洲央行實際上只是間接貸款給歐洲各國政府，而那些商業銀行只是發揮了中間人的作用。

在正常情況下，這些商業銀行在過程中，應當有提交它們的資產負債表。在正常情況下，若希臘政府到期未能償還債務，將會損害希臘銀行存放在歐洲央行處作為抵押品的希臘政府債券。那損失將會由希臘銀行承受，而非歐洲央行，因為那些商業銀行仍是抵押品的權益擁有者。

但以今天的情形來說，歐洲各國政府的信貸問題與歐洲央行之間的這道「馬奇諾防線」只是一個笑話。因為曾經排隊向歐洲央行貸款的希臘、愛爾蘭和西班牙的銀行已接近無力償還貸款，而且將會肯定無力償還貸款。歐元區的銀行其實只是在充當歐洲央行的「遮醜布」，令人錯覺以為歐元區沒有跟隨英、美在「印銀紙」。其實一旦出現違約，大家便會發現，所謂借給歐元區銀行的安排，只是全世界最昂貴一場脫衣舞中的「遮醜布」。