

歐元貶值只是損人利己

國際
視野潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

多年來，歐元懷疑論者都認為，歐元一就是成爲一種結構性有缺陷、注定疲弱的貨幣。不然，意大利、葡萄牙，甚至法國等成員國，將無法在歐元區的「金融緊身衣」（即立法限制國債、限制薪資上限、提高退休年齡等規條）之下生存。

很明顯，市場現在已經接納了這種結論：儘管上周四曾經一度反彈，歐元兌美元的匯率這個月已經下跌了5.2%；自年初至今，累積跌幅更達到12.3%。

過去12個月，歐元兌美元更大跌了23.4%。這麼大的跌幅，通常都與嚴重的金融動盪有關。簡而言之，歐元的跌勢如此突然和猛烈，有一些宏觀經濟和金融後果可能還有待消化。

歐央行藉此刺激經濟

看看歐元下跌的催化劑，有歐元區去年下半年經濟增長疲弱、希臘可能退出歐元區、烏克蘭危機等眾多因素。其中最顯著的，是歐洲央行承諾推行量化寬鬆（QE）政策，以及隨之而來的減息。

隨着歐洲央行也接納歐元貶值，我們懷疑，歐洲央行的主要目標是否：

1. 變相爲歐洲本土的銀行進行資本重組（很多國家的政府不便公開做）或者，
 2. 透過爭相貶值，來刺激生產力較低但又重要的經濟體，如法國和意大利等國家的經濟增長。
- 不用說，第一點比第二點更加吸引。畢竟，如果擁

有龐大經常帳盈餘的歐元區，也採用貨幣貶值來作爲刺激經濟增長的手段，那麼歐洲央行所做的，就只是照搬美國聯儲局1935年的劇本。

銀行股跑輸 反映量寬只利出口商

投資者若要知道應該押注在哪一點（歐洲央行是想爲銀行注資還是鬥貶值），我們認爲需要看兩件事情：首先是歐元區銀行的相對表現；其次是歐元區股市以美元計算、相對環球股市的絕對和相對表現。

我們的邏輯很直接了當：如果歐洲央行的量化寬鬆並不只是要從其他國家身上「偷走」經濟增長（即不只是鬥貶值，還是爲了向銀行注資）那麼簡單，那麼該會出現以下三種情形：

1. 歐元區銀行的表現應該可能會跑贏歐元區的股市。
2. 歐元區股市的升幅應該會開始超過歐元的跌幅。
3. 歐元區股市會跑贏環球股市。

如果這些情形都沒有出現，那麼我們也許可以得出結論，擁有龐大經常帳盈餘的歐元區，只不過正在推行「以鄰爲壑」、損人利己的政策。除了歐元區的出口商，其他人都不會得益。

考慮到這一點，我即時關注到的是，歐元區銀行的表現並沒有跑贏歐元區的股市。事實上，直至歐洲央行宣布量化寬鬆政策之前，歐元區的銀行看來都可能最終突破其100天移動平均線。但是，自從宣布量化寬鬆政策之後，歐元區銀行的表現即回落。那麼，歐元區銀行跑輸大市的表現，是否突顯了歐洲的資產負債表正在持續惡化？

根據本公司的經驗，銀行股跑輸大市遇上減息，通常是資產負債表出現撇帳及通縮壓力的迹象。會不會銀行股跑輸大市，是因爲整個歐洲的實質利率其實都

歐元區股市未見跑贏環球股市

設歐央行宣布QE時為基數100



是負數，加上貸款需求低迷，令到它們不太賺錢？

組合宜納出口股 持中美長債

一定程度上，我們可以不太理會歐元區銀行的盈利能力惡化，如果在同一時間，歐元區股市的升幅是超過歐元的跌幅。

但即使按照這一準則，仍然是說不通。因爲自從去年11月6日歐洲央行行長德拉吉宣布量化寬鬆政策以來，以美元計算，歐元區的MSCI指數只上升了2.5%，歐元區股票跑贏MSCI環球指數的幅度，也只是大約2.5%。這意味着，減持歐元區股票的國際投資者，並未有重大的損失。

近幾個月，我們曾經提出，油價疲弱、貨幣貶值，創紀錄的低利率，加上還可以的環球經濟增長，應該會令歐元區企業取得穩固的盈利增長。

我們仍然堅持這個觀點，所以從邏輯上來說，國際投資者若減持歐元區的股票，將會吃虧。但是就目前而言，歐元大幅下跌，會繼續抵消這個效應。

若歐洲央行的量化寬鬆政策最終是爲了令歐元區擺脫通縮（透過刺激需求），將對環球經濟有利，那麼最佳的投資組合將是買入周期的股票和金融股，尤其是在歐洲和亞洲，甚至在巴西和俄羅斯等低迷的新興市場。

但是，若果周期股票近期再次跑輸大市，只是意味歐洲央行的量化寬鬆政策乃是「以鄰爲壑」、損人利己的舉動，那麼投資組合就應該繼續集中在歐元區的出口股、美國和亞洲的高息和非周期股票，同時繼續持有美國和中國的長期國債及優質企業債券。

不幸的是，現在看來，大多數市場迹象都顯示，大家應該採取後一種投資組合。