

歐洲貨幣政策接近極限



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

對於歐洲央行（ECB）來說，要實現其略低於2%的通脹目標，難度已證實比預期為高。儘管歐元區已推行了超過兩年的負利率政策，以及接近18個月的量化寬鬆（QE），歐元區的消費者物價指數在8月份只按年上升0.2%，與7月份相同。

隨着核心通脹率在8月份實際有些下滑，歐洲央行正面對要進一步放鬆貨幣政策的呼聲。但是，歐洲央行發現，現時歐元區已非常接近一個臨界點，若超過了這個臨界點，再放鬆貨幣政策的話，不但不會產生刺激經濟作用，反而可能會導致經濟緊縮。這並不是說歐洲央行的政策已經完全失敗。

再量寬或引致經濟緊縮

負利率與量化寬鬆政策結合的主要目的之一，是要降低整個經濟體的借貸成本。這可能不會對新增貸款產生多少刺激作用，但它已成功降低了現有貸款的利息成本。在西班牙，這效果尤其明顯，當地幾乎所有按揭貸款以及相當大部分的企業貸款的利率，都是與歐元同業拆借利率（Euribor）掛鉤。

因此，歐洲央行的政策已經令到當地家庭的可支配收入有效增長，以及直接推動了當地企業盈利增長。西班牙去年強勁復蘇，經濟增長率達到3.1%，並不令人意外。

可是，這種刺激經濟方法也有代價。在正常情況，當經濟放緩時，央行便會削減短期利率。這往往會令到孳息率曲線變得陡峭。由於銀行通常是借入短期的資金（例如銀行存款）及借出長期貸款，來賺取當中的淨息差，這便會增加了銀行的淨息差。於是，這就會鼓勵到銀行願意冒較多的風險，向實體經濟借出更多貸款，以取得更大的回報，從而拉動消費和投資增長。

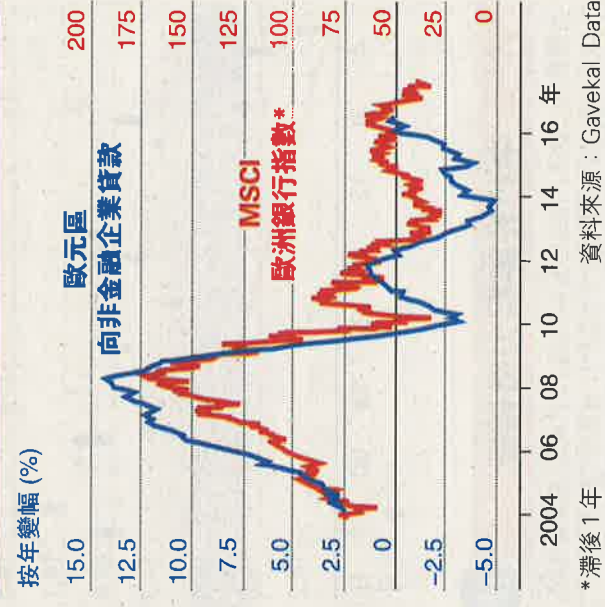
負利率加量寬 銀行加倍痛苦

但是，負利率結合量化寬鬆政策的效果卻有些不同，它會壓低長期利率，令孳息率曲線變得扁平。對於銀行來說，這可說是加倍的痛苦，因為監管機構一直向它們施壓，要它們主要透過銀行存款來取得資金，減少透過批發市場來借入資金；但另一方面，銀行又不太可能不顧存款戶的反對，而將存款利率削減至負數。這樣一來一回，銀行的淨息差就會被壓縮。於是，這不但鼓勵不到銀行批出新信貸，反而還降低了它們批出新貸款的意願。銀行不僅面對借出貸款的盈利減少，還要面對更嚴格的資本要求。



歐洲央行正面對要進一步放鬆貨幣政策的呼聲。但是，歐洲央行發現，現時歐元區已非常接近一個臨界點。圖為歐洲央行行長德拉吉。（資料圖片）

MSCI歐洲銀行指數大挫



負利率結合量化寬鬆政策會壓低長期利率，令孳息率曲線變得扁平。對於銀行來說，這可說是加倍的痛苦，因為監管機構一直向它們施壓，要它們主要透過銀行存款來取得資金，減少透過批發市場來借入資金；但另一方面，銀行又不太可能不顧存款戶的反對，而將存款利率削減至負數。這樣一來一回，銀行的淨息差就被壓縮。

雖然理論上，歐元區的銀行可以向歐洲央行出售國債，以取回現金，然後再借給實體經濟，但銀行擴大貸款的能力卻非常有限。

這可以從貨幣供給數字中清楚看到。在金融海嘯之前，銀行借給家庭和企業的貸款，是歐元區M3增長的主要引擎。現在，雖然M3增長似乎仍然強勁，但最大的增長動力卻來自其他因素，包括中央銀行持有的外匯儲備，而央行進一步的寬鬆政策只會加強上述的效應。

難衍生新資本 貸款能力又被削

普林斯頓大學的經濟學家Markus Brunnermeier曾經提出一個假設，認為有一個臨界點，若超過了這個臨