

歐央行不會仿效日央行



國際視野 潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

愈來愈多評論認為，歐洲央行（ECB）將會效法日本央行的新政策，令債券孖息率的曲線變得陡峭，以避免銀行貸款業務的淨息差被過分擠壓。我們有理由相信，歐洲金融股的前景比較樂觀。但是，要歐央行推出日本式的救援任務，卻不太可能。

9月21日，日本央行再次承諾，將會維持貨幣刺激政策，直至日本的消費者物價指數（CPI）超過它定下的2%目標；同時，將會維持10年期的日本政府債券的孖息率接近零，令日本國債的孖息率曲線保持較之前的陡峭。由於日本一直試驗用「創意」的貨幣政策來挽救經濟，歐元區亦同樣面對日本式的通縮問題，因此推測歐洲央行將會效仿日本央行的政策，是有一些理據的。

畢竟，日本央行的新政策框架希望應付的問題，在歐元區全部都存在，包括：

- （一）通脹預期的脫鉤問題。
- （二）央行漸漸變得沒有多少資產可以購買。
- （三）銀行盈利備受負利率打擊。

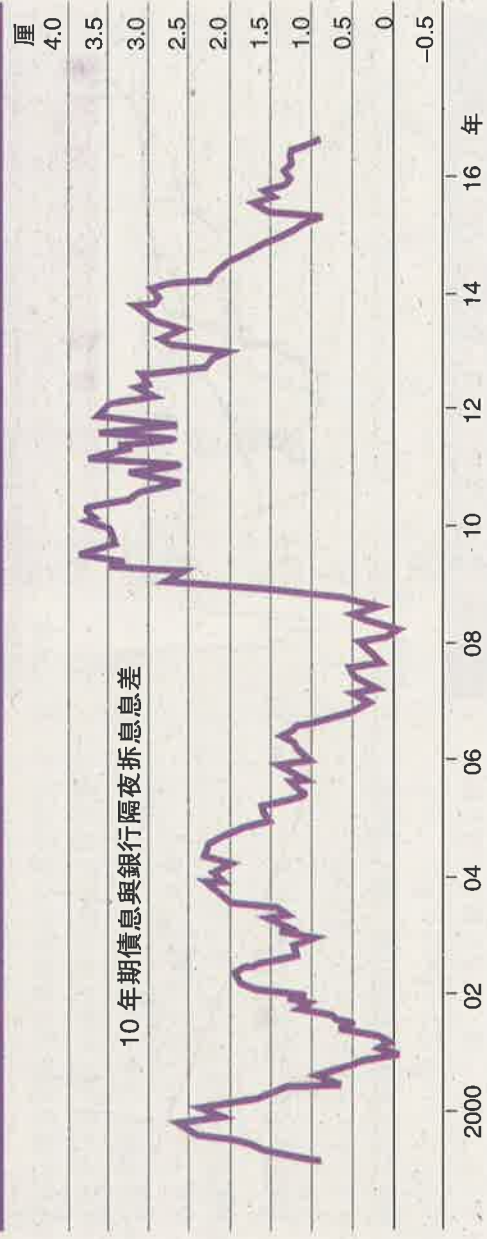
通脹雖低迷 已有觸底迹象

而且，歐洲央行還在月前成立了一個委員會，來評估有什麼新的資產可以購買。不過，我們認為，歐洲央行不會跟風，亦有理由。這是因為，儘管歐元區面對類似日本的挑戰，其具體情況是顯著的不同的，包括以下幾點：

（一）儘管歐元區的通脹仍然低迷，但它已經有觸底反彈的迹象。自從歐洲央行在2015年初推行量化寬鬆政策以來，該行對「調和消費者物價指數」（The Harmonised Index of Consumer Prices, HICP）的預測，一直在穩步修正下調。但自今年3月至今，卻一直保持穩定，並預測將會逐漸上升，在2018年底達到歐洲央行的通脹目標。

（按：HICP是歐洲央行的通貨膨脹和物價穩定的消費物價指數，採用歐元的成員國價格指數的加權平均。歐洲央行通過控制隔夜拆借利率，來達成其保持物價穩定的首要目標；同時根據HICP來評估歐元區國家遵守的通脹指標。HICP是歐洲央行調整貨幣政策的主要觀察指標。HICP與美國的CPI主要有兩個分別：第一，HICP試圖把農村消費者納入其樣本，CPI則主要考慮

歐元區長短債息差不斷收窄



城市消費者。第二，HICP不包括自有住房，將其視為投資。）

此外，歐元區的5年期通脹掉期，亦處於近兩個月的高位。

債券孖息返正數 有較多資產可買

（二）歐洲央行購買資產的稀缺性問題，並不像日本央行那麼急切。我們預測，這個限制暫時不會真的出現，除非歐洲央行推行量化寬鬆政策的時間超出它之前定下的時限。因此，歐洲央行還有時間研究這個問題。此外，環球債券的孖息率若有任何進一步的升幅，都會令購買資產的稀缺性問題延後。現時，一些債券的孖息率正由低於-0.4厘回升至正數，令歐洲央行變得有較多資產可以購買。

（三）歐元區銀行的盈利雖然受到負存款利率打擊，但同時亦因為借貸回升，而產生抵消作用。

此外，歐洲央行已開始通過第二輪的4年期「定向長期再融資操作」（Targeted Long-Term Refinancing Operation 2, TLTRO2），以負利率來提供長期資金，來支持銀行向實體經濟（家庭和非金融企業等，但不包括購買住房的貸款）放貸。歐洲的商業銀行可以從歐洲央行借入零成本的資金，若它們向實體經濟增加貸款達到某些指標，還有額外回報。

保持孖息率曲線陡峭 需消除成員間利差

日前，歐洲央行公布TLTRO2的第二次分配結果，數目達到360億歐元，較市場預期的228億歐元還要高出一半有多。這顯示了，歐元區銀行希望善用負利率來取得資金，以及預備增加放貸。

歐洲央行不會跟隨日本央行令債券孖息率曲線變得陡峭的另一個原因，還在於對直接接受「貨幣融資」的歐元區「未改革」成員的關切。由於歐元區是由19個



歐洲央行雖然同樣面對類日本式的通縮問題，但具體情況是顯著不同的。

不同的主權國家組成，它們都有自己的孖息率曲線，若要照搬日本的做法，就必須消除成員國之間的利差。這必然會涉及到放棄現時採用各國央行佔歐洲央行的「資本比重」（Capital Key），來決定歐洲央行應該購入每個成員國多少國債的問題。

現時採用「資本比重」的機制，乃是為了回應德國的憂慮。因為德國擔心，歐元區的資產購買計劃會過份優待部分成員國，變成主要由較富裕的北歐成員國，來資助相對貧窮的南歐成員國。

日求速戰速決 歐復蘇過程漫長

雖然德國憲法法院今年較早時候在這個問題上的立場略為軟化，但這只是因為可供歐洲央行購買的德國國債數量有限。德國只接受以「資本額比重」為基礎，來推行針對性和臨時性的購買債券計劃，要它接受這個原則以外的機制，乃是不可能的事情。

基於這個原因，歐元區銀行股的投資者近期看來是有點興奮過頭了。我們有理由相信，歐元區將會出現周期復蘇，通縮壓力減輕，亦會有助銀行盈利回升，但這將會是一個漫長的過程。好像日本敘意圖速戰速決，應該不是歐洲央行的選擇。