

默克爾別無選擇



國際視野 潘迪藍
Gavekat Economics
資深經濟師

早在今年4月，我們就懷疑各國央行表現是否稱職，它們的負利率政策猶如向商業銀行判了死刑，令它們多年來盈利不振；不然就是想將較弱的銀行推到絕境，以推進世界各地的銀行業在國有化的保護傘下進行整合。

今天的央行行長究竟是見步行步，還是已預早想定4、5步後着？從德意志銀行（Deutsche Bank）的股價由高位回落88%，今年以來亦下跌了48%來看，投資者必須思考這個問題。現時的決策者到底是按照一幅宏偉的藍圖辦事，抑或他們每次面對危機時，都只是拿出封塵的劇本再演一次？由於世界看來正出現新一輪的銀行業危機，這個問題的答案可能是關鍵之一。

堅持不救德銀 政治代價極高

假設德意志銀行真的被美國司法部罰款140億美元，那麼該行可能會面對資本不足的問題。即使其「應急可換股債券」（Contingent Convertible Bonds, CoCo Bonds）的持有者變成其股票持有者，以德國的孥息率近10年都是處於負數區間來說，很少投資者將會參加供股。屆時，德國政府可能會以三種方式來應對：

（1）與默克爾以往的多次承諾保持一致，德國政府什麼都不管。但默克爾兄弟公司當年破產後引發一連串問題，默克爾此舉將需要很大「勇氣」。我們使用了「勇氣」一詞，是因為這樣做將會令她流失選票，甚至輸掉下一屆大選。因此，任由德意志銀行自生自滅的可能性其實很低。

（2）默克爾食言，向德意志銀行注資，協助該行進行資產重組。這個可能性較大，德國政府也有能力這樣做。但默克爾一直不願意這樣做的原因是，這將會好像替意大利、葡萄牙和希臘，打開了一個潘朵拉盒子，需要不停向銀行注資，令到歐洲盟近年為拯救銀行而設立的法規形同虛設。

具體來說，若德國政府純靠注資來拯救德意志銀行，而不讓該行的債券持有者和大存戶（主要是德國企業）承擔一些損失，將會即時被意大利政府質疑，為何德國的銀行可以避開適用於意大利銀行的嚴厲法規。

同時，任何意大利式的重組，亦會引發德國的心臟地帶出現一片抗議浪潮。因此，由德國政府主導的注資，



對於德銀被美國司法部罰款，默克爾（圖）很難保持德國政府甚麼都不管的承諾，因為默克爾曾於破產後引發一連串問題，默克爾此舉將需要很大「勇氣」。若她這樣做將令她流失選票，甚至輸掉下一屆大選。因此，她會任由德銀自生自滅的可能性其實很低。（資料圖片）

將會令默克爾陷於進退兩難。這可能意味着，她將會盡一切可能去避免由德國政府主導向德意志銀行注資。這麼，她還可以怎樣做？

（3）日本央行在最近那一次會議上，就幾乎承認了其負利率政策對金融業的不利影響，並承諾保持長期利率略高於零，令日本國債的孥息率曲線至少略為變陡。同樣道理，對於德意志銀行來說，現階段最好的幫助，就是令德國的孥息率曲線變陡。

孥息率曲線變陡 最為可行

不用說，要歐洲央行催谷歐盟區內這麼多債券的孥息率上升，是不可能持續的。但是，如果歐洲央行同意改變其貨幣政策，德國政府又同時擴大開支、削減財政盈餘，那麼令德國的孥息率曲線變陡，是有可能的。

在以上三個處理德意志銀行危機的選擇當中，幾乎所有人都認為，第一個選擇是不太可能的；就算真的認為默克爾將會這樣做，也要做一些對沖。相反，大多數人的共識是，可能性最大的是第二個選擇。原因很簡單：德意志銀行在德國的舉足輕重，就有如花旗銀行在美國的地位，投資者自然期望，德國人以美國拯救其問題銀行的方式，來處理德意志銀行的問題。然而，德國今天的政治環境和挑戰，與美國2008年時面對的截然不同。也許第三個選項可能更具吸引力？這要回到兩個我們最近一直強調的主題來討論：利率和美元。

（一）利率問題：幾乎所有人都同意，負利率令到經濟合作及發展組織（OECD）成員國40%未到期國債息率低於零，是毫無意義的。然而，我們近幾個月所接觸的投資者幾乎全都都假設，雖然負利率沒有任何意義，但預料將會持續一段很長的時間。但我們認為未必會出現這情形。這不是因為通脹即將回升，或者亞洲的經濟增長好過大多數人的預期，而是由於各大央行可能

很快就會被迫承認其政策的害處，因而試圖將長債的孥息率曲線調整回正值。

（二）美元問題：過去18個月，美元的走勢是正常的，但其他貨幣就好像全部出錯。但是，美元的表現就好像一隻股票無法受惠於好消息而股價上漲，因此看漲美元的人現時已經降低了他們的期望，他們認為只有出現一些大衝擊，才能觸發美元再度大幅上揚。但是否所有衝擊都會令美元上升？近期有些現象就很有趣。一方面，美國司法部向德意志銀行開出140億美元的巨額罰單。對於美元來說，這至少是利好居多。因為一般預料，如無意外，德意志銀行將需要拋售大批歐元，來支付美元罰款。然而，歐元兌美元的匯率卻幾乎沒有變化。但另一方面，這也許是有理由的。因為若果德意志銀行有困難，它肯定會向歐洲央行盡量借款。這就可能會啟動到歐洲央行和美國聯儲局的貨幣互換額度（Swap lines），從而引發聯儲局的貨幣政策比大多數投資者目前預期的更寬鬆。

德銀危機 最終或要聯儲局印鈔支付

現時所有投資者都預期聯儲局將會採取略緊的貨幣政策，歐洲央行和日本央行則繼續超寬鬆。但德意志銀行的危機很容易就改變這條公式。因為它可能令歐洲央行承認其負利率政策對銀行業的壞處，或者間接迫使美國聯儲局放寬其貨幣政策。可以說，我們生活在一個奇怪的世界。美國司法部向德意志銀行開出140億美元的巨額罰款，可能迫使該行向歐洲央行借入流動資金，這一舉動又很可能會令歐洲央行啟動它和美國聯儲局的貨幣互換額度，最終即是聯儲局的錢轉了幾轉之後，去了美國司法部。

也許我們已經找到另一個方法，來為赤字不斷擴大的政府融資？