

自由市場也會出錯

**國際視野**Pierre Gave
GaveKai 亞洲區研究部

對於我這個崇尚自由市場的「死硬派」來說，以下言論可能顯得奇怪：市場有時是會出錯的。但是，對於在100美元價位買入貝爾斯登股票，或在3.3厘孖息率買入美國國庫債券的投資者來說，「市場有時會出錯」是個無情的事實。上周四，歐洲央行行長特里謝宣布，歐元區很有可能於下次議息會議加息，便是一個新例子。

我之所以如此說，是看到特里謝的加息言論後，債券孖息率急升、歐元大升，以及油價大幅上揚，這些均不合乎常理。事實上，如果債券市場反映未來大幅加息的預期，油價應下跌以反映歐元區對石油需求之放緩。另一方面，如果期油價格急升是反映市場對通脹的預期，那麼孖息曲線（Yield Curve）應該變斜而非出現2001年首次的倒掛。唯一符合市場反應的解釋是，特里謝的言論假設歐元區加息會刺激區內經濟。

德國增長「奇蹟」有保留

雖然以上推論很奇怪，但投資者確是把上述現象歸納為歐元區經濟前景突然改善。德國首季的GDP不是按年增長了6%嗎？

基於以下原因，我對所謂的德國增長奇蹟有所保留：

1. 德國的經濟數據經常有大幅修訂，並不可靠。這可能是由於相比起美國及英國的數據，德國傾向不剔除統計時發現的明顯偏差，有如一個飲醉了酒的海員一樣；

2. 德國今年暖和的冬季令區內建築活動短暫地運動起來，這情況未來可能會逆轉；

3. 德國明顯的經濟增長，在其他歐元區沒有出現。與德國經濟關係密切的荷蘭，首季經濟增長0.2%，較對上兩季平均的1.5%還要低，比利時的經濟，亦由去年下半年的0.6%減慢至0.4%；

4. 通常經濟於一兩季的強勁增長後，會出現明顯的放緩。尤其德國於上季的增長動力來自存貨增加，特別易出現上述的規律。從這個邏輯推論，德國現時的狀況，類似美國去年第三季。美國去年夏天突然高速增長，第三季時出現了自2003年以來最來最高速的經濟增長，然後來個「抽水」。總的來說，德國的數據，給予更多證據顯示歐洲正跟隨美國的經濟周期，只是落後了12個時期，以及幅度較小。儘管如此，上述觀點並非歐洲央行以及市場的主流意見，那麼，我是不是過慮了呢？

普通市場參與者對於央行突然的公布，第一個反應是覺得政策參與者一定知道一些不為市場所知的信息。今



德國首季的GDP雖然按年增長了6%，但因為德國經濟數據經常有大幅修訂，所以並不可靠，圖為德國消費者正在選購日常用品。（資料圖片）

次，投資者很可能覺得歐洲央行的加息言論，定是他們掌握到一些歐洲經濟強勁的資料。不過，過去經驗卻否定了央行高層較凡夫俗子知得更多。央行高層之所以有出乎意外之舉動，並非因為他們異常的洞察力，而只不過是他們的政治考慮改變了。

歐央行預告加息 出於政治考慮

如此一來，特里謝的鷹派言論並不是因為歐洲經濟增長強勁（根據近期數字，增長十分緩慢），而是由於歐洲央行高層之間有3點分歧：

1. 歐洲央行內部正爭論，面對信貸緊縮，2%通脹率的政策目標是否應該暫時放寬？

2. 是否應該警告歐洲各國工會，按通脹加薪的要求將會令就業消失、企業盈利消失；是否應該警告支持按通脹加薪的政府，支持他們的選票會消失？

3. 歐洲央行成員間的矛盾不斷加深。德國、荷蘭及奧地利中央銀行高層，要求盡快收緊貨幣供應；另一邊廂，法國、意大利及西班牙央行方面，卻要求低利率及弱歐元。

其中，第3個分歧正好說明歐洲央行成員內部的矛盾。這個矛盾，令市場反應變得合情合理。無論你是覺得歐元區將蓬勃增長，還是加息會將歐洲經濟推至黑洞。無論你的觀點是那個，有一點可以肯定：歐元區加息將會拉闊上面第3點中兩大陣營的分歧。

總括而言，我對歐洲經濟特別是金融界的情況感到十分不安。整體來說，歐洲銀行沒有如美國銀行般充實他們的資本。

根據 Institute of International Finance 的數字，歐洲銀行較美國銀行蒙受雙倍信貸損失。以瑞銀為例，剛公布關閉其美國地方政府債券業務，原因是找不到買家。