

歐央行左右為難 歐元看淡

國際 視野



潘迪藍

GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

19世紀的法國政治家塔列朗（Charles Maurice de Talleyrand）曾經說過：「女士不想別人說她愛調情，於是總讓追求者輕易得手（In order to avoid being called a flirt, she always yielded easily）。」

最近幾個月，歐洲央行講了很多，但卻總是戲弄市場，實際行動很少。歐洲央行前董事會成員 Jurgen Stark 近日在英國《金融時報》說，歐洲央行（ECB）的主要工作已經完成，例如：債券的息差已經由危險的水平回落；股市已經大幅反彈；通脹回落，主要因為南歐生產力上升及大宗商品價格回調；採購經理指數（PMI）正在上升等等。但另一方面，大家亦可以很容易地指出，整個歐元區的失業人數正在創新高。由於出口沒有增長（那通常要經濟衰退才出現），以及幾近出現通縮，歐洲央行還需要做多很多。

法意批歐央行無所作為

最近，法國新任總理瓦爾斯、意大利新任總理倫齊兩人發表他們上任後的首次演說。他們認為，歐元強勢、歐洲央行沒有作為，是法國和意大利的經濟困境的原因。他們宣布計劃減稅，增加預算赤字，有如向布魯塞爾（歐盟總部所在地）舉起中指。

因此，歐元目前的困境是，意大利、法國政府承諾大肆揮霍（這種承諾，政客往往真的會兌現），歐洲央行正在討論轉為更加鵝派（溫和），讓西班牙和意大利的長期國債孳息率僅僅略高於美國。

無為而治 還是「聰明 QE」

你可能預期，歐元匯率會開始出現嚴重的下跌壓力，但是這並沒有發生。可以推斷，歐洲央行準備了4個方案，或在今年推出。

方案1：如果財政政策放寬、經濟增長回升，歐洲央行不需要採取什麼行動。於是近期的趨勢將會延續：歐元強勢，出口國家因而會相對吃虧，甚至可能跑輸大市，而風險將集中在一些孳息率最低的國債。

方案2：歐洲央行不採取任何行動，預期歐洲央行會放棄其歷史約束的市場將感到失望。這對於銀行股是壞消息，對歐元則是好消息。而歐元區中較弱的國



意大利新任總理倫齊（左）、法國新任總理瓦爾斯兩人發表他們上任後的首次演說，齊聲指摘歐洲央行沒有作為，導致兩國經濟困境。圖右為歐央行行長德拉吉。（資料圖片）



家仍可能堅信，歐洲央行這個後盾仍然存在。

方案3：歐洲央行採取行動，但只是推行負存款利率。我們認為，這種情況可能帶來最糟糕的結果。負存款利率不但無法令停滯的資金流動，更可能讓這些存款消失。這根本就不是量化寬鬆政策，德國央行卻可能正因此而感到歡喜。

關鍵是，歐洲的流動性是向歐洲央行借出去的（不像美國般是自己增發貨幣）。如果歐洲央行開始向擁有過多流動資金的銀行透過負利率徵費，任何未償還的「長期再融資操作」（Long-Term Refinancing Operation, LTRO），都會趕快償還給歐洲央行。而在隨後的每周主要再融資操作中，銀行只會借最低限度金額。因此，基礎貨幣不但不會倍增，反而還會收縮。

這樣，銀行同業拆息利率出現更大的上升壓力。最初的結果將會大同小異，歐元面對更大的上升壓力。但是，如果流動性收縮開始傷害到銀行股，它可能會引發資金外逃。通過這種迂迴的做法，歐洲央行的行動可能會令歐元轉弱。但是，我們不能確定，這是否人們希望出現的。而且，這可能會重燃一些弱國的國有銀行在 2011 至 2012 年出現的問題，形成惡性循環。

方案4：歐洲央行在某種程度上增加流動性，可能有以下 3 種形式。

第一，歐洲央行可以將主要的再融資利率由 0.25 壓下調至接近零，令歐洲的短期利率與美國的聯邦

基金利率相若（現時低於 0.1 壓）。

第二，歐洲央行可以重新啓動其「證券市場計劃」（Securities Market Program），購買債券，立即在系統中注入 1650 億歐元流動性。這應該會將短期利率推低，至少維持一段短時間。

第三，歐洲央行可以擁抱量化寬鬆政策，發起「聰明量化寬鬆」（Smart QE）——不是簡單地按國內生產總值（GDP）的比例來購買政府債券，而可能是按人口的比例來購買政府債券（這對於歐元區的貧窮國家會較為有利，富裕國家則相對吃虧），甚或購買銀行貸款。這對於較弱的負債國家是好消息，但對於歐元區的金融機構，以及歐元兌美元的匯率，卻是壞消息。

歐洲市場難吸新資金

因此，總結來說，有 4 種不同的可能決定，而潛在結果則相當不同。正是這種廣泛的可能性，才特別有趣。

投資者如果不相信方案 1（即歐洲央行不需要做任何事情，因為歐洲「一切」正在重回正軌），可能會有兩種想法：一、歐洲央行將會有所行動；二、這個「一切」本身就太具挑戰性（這通常意味着，歐洲央行自己也不知道後果如何）。

在這種情況下，歐洲股票或債券市場可能很難吸引新的資金流入（尤其是如果新興市場的透明度同時提高了）。諷刺的是，最終這都會令歐元轉弱。