

歐央行一往直前 揸歐洲金融股

國際
視野



潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

9月4日晚上，歐洲央行在9月份的議息會後宣布，將三個主要利率全部下調0.1厘。其中，主要再融資利率由0.15厘下調至0.05厘；隔夜貸款利率則下調至0.3厘；隔夜存款利率則下調至「-0.2厘」。

歐央行不惜一切打擊通縮

對於經濟增長和通脹數據比預期為差，歐洲央行的反應相當強烈，正如歐洲央行行長德拉吉以往一再承諾那樣。歐洲央行在6月推出一系列「再通脹」措施，並在上周四大幅擴充和加強，終於說服到大多數投資者相信，不論德國央行是否同意，它已準備好不惜一切的打擊通縮。

較挑剔的觀察家，仍在等待歐洲央行推出「全面的」量化寬鬆措施，但即使是他們，也會覺得歐洲央行周四的舉動值得鼓舞。實際上，歐洲央行已經啟動了一個量化寬鬆計劃，不過其規模要看未來的數據而

定。然而，這應該足以保證已持續兩年的歐洲風險資產牛市延續到明年。

減息使歐洲央行有針對性的「定向長期再融資操作」（Targeted Long Term Refinancing Operations, TLTRO）對銀行更加有吸引力，因為它們能夠將其借入資金的成本以盡可能低的利率鎖定4年，從而提高它們的毛利。

不過，上周四的最重要舉措還是宣布推出歐洲版的量化寬鬆，即是分批購買由歐元區銀行發行而又符合條件的「資產抵押證券」（Asset-Backed Securities, ABS）以及「擔保債券」（Covered Bonds, CB）。

資產負債表將增1萬億歐元

因此，在未來一兩年內，歐洲央行的資產負債表可能會擴充大約1萬億歐元，即約50%（約5000億歐元）用來購買私人證券，加上今年「定向長期再融資操作」（TLTRO）的4000億歐元以及隨後的大約5000億歐元，減去先前的「長期再融資操作」（LTRO）的還款（3800億歐元）。

雖然歐洲央行還沒有披露那些資產才符合條件，但目前來看，歐洲央行購買「資產抵押證券」（ABS）的主要贏家，將會是荷蘭（因為其住宅按揭抵押證券市場相當龐大，「資產抵押證券」相當於其GDP的

25%）、比利時（「資產抵押證券」相當於其GDP的12%），以及處於歐元區外圍的國家：愛爾蘭（14%）、葡萄牙（13%）、西班牙（10%）、希臘（10%）和意大利（7%）。

總之，歐洲央行已經實踐了它的承諾（購買ABS），以及德拉吉8月份在Jackson Hole全球央行年會上暗示的額外寬鬆政策。無疑，對於那些相信只有全面量化寬鬆才可以令經濟恢復增長的人來說，歐洲央行將會繼續令他們失望。但是，他們這種思路是不合時宜的。

正如我們曾經一再指出，歐洲央行的政策正在愈來愈似其他央行。更重要的是，若只是要行動有效，我們不明白為什麼歐洲央行一定要購買政府債券，而不可以購買私人債券。尤其是，它已經令整個歐元區的主權債券的孳息率大幅下跌，並正在成功令歐元轉弱。德拉吉的最後一招，是要擴大歐洲央行的資產負債表，包括透過量化寬鬆政策。這承諾現在已十分清楚和可信。

購入私債 效果更勝QE

事實上，將「定向長期再融資操作」（TLTRO）加強，再加上新推出的「資產抵押證券」購買計劃（ABSPP）及「擔保債券」購買計劃（CBPP），很

可能要比單純購入政府債券的量化寬鬆政策更強大。這就好像英國央行的「融資換貸款」計劃（Funding for Lending Scheme, FLS），就證明了比購買政府債券的方案更加有效。華爾街對於專注購買政府債券的量化寬鬆政策過度迷信，是非常誤導的。

歐洲央行上一次在議息會之後採取的行動超過市場預期，因而令股市上升了3日。但之後，因為烏克蘭危機和疲弱的經濟數據，股市瞬即大跌。今次出現這情形的機會就要小得多。

歐洲央行上周四開始減息，今個月內將會實施「定向長期再融資操作」（TLTRO）。而且，它很快就會開始購買「擔保債券」（CB），也可能包括「資產抵押證券」（ABS）。時間可能早至10月初，在「資產質量審查」（Asset Quality Review, AQR）的結果公布之前。

再者，歐洲央行這些關鍵行動，都是在美國聯儲局結束其量化寬鬆政策之時推出。這幾乎可以保證令歐元兌美元繼續下跌，以及有助歐洲企業的盈利增長。

這一切都會鼓勵投資者堅持到底，即使是需要一些時間，才能令歐洲的經濟指標改善。手持美元的投資者應該保持做空歐元，而持有美元的投資者以及持有歐元的投資者，都應該長揸歐洲的金融股、價值型股票，以及對美元匯率敏感的公司的股票。