

歐央行推量寬 德國或現牛市

國際
視野



潘迪藍
GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

一個客戶最近問了一個看似簡單、實則不然的問題。那就是：量化寬鬆政策是否一定會引致金融資產出現牛市？他問這個問題的背景，是因為歐洲央行在9月4日晚上宣布了萬眾期待的一籃子措施（包括減息等），不惜一切的要對抗通縮。

要談這個問題，首先要界定一些定義。在這裏，我會集中討論任何現代經濟體的關鍵金融資產價值，例如股票價格、遠期利率和貨幣匯率。

為上述問題設定一個討論框架的其中一個方法，是討論量化寬鬆政策是否可以刺激足夠的增長，引致這些資產的相對價值變化。

我首選的測試，是看量化寬鬆政策是否能夠足以將經濟體系中的增值活動的分配，轉向有利於企業家，多於「食息一族」（Rentier，即是靠租金、利息、股息等生活的人）？

一個成功的量化寬鬆政策的「標準劇本」流程大致如下：

1. 一個國家的貨幣的匯率下跌至遠低於該國的購買力平價（Purchasing Power Parity, PPP）。

2. 長期利率保持穩定，或者下跌至低於名義GDP增長率。

3. 股市持續反彈，肯定了「食息一族」和企業家之間出現了財富轉移（2013年的日本就是一個很好的例子）。

量寬有條件下 才催生牛市

另一種則是較為「三心兩意」式的量化寬鬆，就好像日本在2002至2003年間試圖推行的「再通脹」（Reflation）政策。在那種情況下，貨幣匯率下跌得不夠，長期利率亦保持在名義GDP增長率之上，股市則停滯或向下。

還有，以往的經驗表明，要令量化寬鬆政策將股價持續推高，就一定要承諾該政策將推行至少兩年。若使用「維克塞爾」（Wicksellian）理論的框架，來看「自然利率」和當下的「市場利率」之間的關係，這就相當容易理解。

若貨幣的貶值幅度夠大，就足以在18個月內令經濟增長率上升。如果央行又能夠令長期利率在一段長時間內保持低水平，那麼「市場利率」就會下跌至低於「自然利率」，經濟復蘇將可以自行持續。這時，就具備了讓牛市真正出現的條件。

當然，如果在央行進行干預那18個月內，還有進行可以提高結構性經濟增長率（即「自然利率」）的供應端改革，那就更加有幫助。1992年的瑞典就是一

個很好的例子。向歐元區的經濟體應用「維克塞爾」理論框架時，第一點值得注意的是，歐元的匯率已經接近理論上以原德國馬克計算的購買力平價（這是量度歐洲競爭力的方法）。

因此，若歐元貶值，將會大大刺激德國的經濟。而且，德國的短期利率和長期利率都遠低於德國的自然利率。所以，很明顯，歐洲若推行任何量化寬鬆政策，都會有助德國的出口增長。

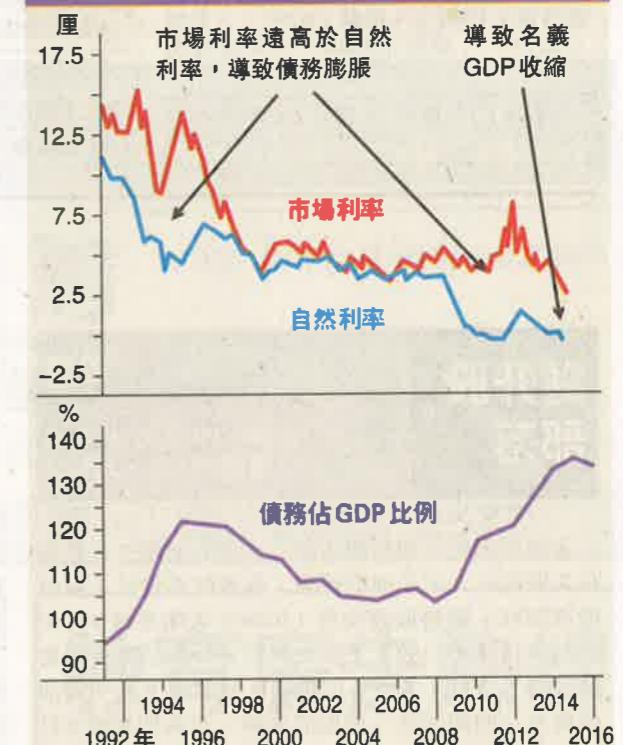
歐元若貶值 意西法經濟恐收縮

不過，在歐元區內的其他國家，情況卻完全不同。在南歐，法國、意大利和西班牙的理論貨幣單位兌美元的匯率，是超買了10%至15%。而且，在這些經濟體內，長期利率遠高於自然利率。這可以從她們的經濟中的私營部分持續收縮清楚看到；再加上企業盈利萎縮，令企業缺乏動機去進行資本投資。

這種惡性循環得以持續，是因為儘管從數字來看，意大利、西班牙和法國的長期利率都已經很低，但不幸的是，仍然遠高於她們的名義經濟增長率（就好像日本在2002年至2003年間的情況）。

所以，總體來說，歐洲央行最近採取的行動，可能會令德國出現牛市；其他市場利率低於自然利率的國家，還包括瑞典、英國、丹麥、挪威和瑞士等。但是，若按照這一理論框架，由2007年開始至現時，投資者都應該對南歐避之則吉。

意大利債務陷阱



資料來源：Gavekal Data、Macrobond