

瑞士央行兵行險着或是錯

國際
視野潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

一眾中央銀行費盡心思計劃進一步訂明指引，以展示透明度及令銀行政策更加可信。瑞士央行放棄近40個月來1.2瑞郎兌1歐元的承諾，令眾多投資者震驚，瑞士央行曾推出負利率政策，力圖阻止熱錢流入，三個月同業拆息目標亦下調50個點子至-0.75%。瑞士資產價格如過山車，10年期債券孳息亦首次轉為負數，股價更急挫一成。惟此險要的政策會帶來其他作用。

突然「脫歐」料出於政治理由

我們認為瑞士央行是次乘機脫鉤，是出於政治及意識形態的理由，雖然掛鉤政策對瑞士一類小型開放經濟體看似有效，但此措施卻經常帶來問題，因為瑞士根本不想如丹麥般（至少仍未如此），在歐元區中成為半附和的成員。到頭來瑞士甚至算不上歐盟一員，而持久地與歐元掛鉤令瑞士央行看似強行與歐盟融合，甚至加入這單一貨幣。

瑞士大部分人口發自內心希望有一個健全的貨幣，

可免於意識得到的貶值風險，即使近期黃金公投被78%票數否決，反映一定民意。瑞郎脫鉤顯示，瑞士央行正擔心繼續操控外匯兌換率，已令到外匯資產規模達到GDP的八成。

瑞士央行公報 引起多項爭論

惟瑞士央行現正做什麼？陰謀論難免充斥四處，而且亦有可能瑞士央行知道我們所不知的事。從表面來看，瑞士央行在其公報中引起下列爭論：

一、美元正趨向升值（在公布美元兌瑞郎達3.5年新高之前），由於歐央行看似推行量化寬鬆，美匯進一步轉強。

二、瑞士央行對於大量資本由歐元區流入已減少憂慮，因為系統性風險已被有效抑制，特別若歐央行開始量化寬鬆，這風險會進一步收縮。

三、瑞郎匯價於2009/2011年升值時，瑞士的國內需求仍跑贏歐洲，全民就業，出口量雖放緩，但經濟仍未倒塌。直到今日，瑞士的經常帳盈餘佔GDP的8%。

這聽起來固然不錯，但一定不是故事的全部。瑞郎幣值相對大部分其他貨幣已經處於高水平，但即使目前美元逐步走強，亦不足以防止瑞郎兌其他貨幣持續、大幅升值的趨勢。1月15日瑞郎兌其他貨幣最高曾升值四成。即使瑞士央行是次突然宣布「脫歐」

前，瑞郎的真實匯率已經較長期平均值高20%，但更重要的是，目前瑞士處於通縮狀態（瑞士12月的CPI按年跌0.3%），而且因以瑞郎計價的油價已經從高位大跌六成，在未來數月會加劇通縮幅度，瑞士央行突然採取這個「冒險行動」實屬奇怪。

基於這個原因，瑞士央行要繼續艱難地試圖向市場解釋這個政策是理性的。相較於前美聯儲主席伯南克2013年5月提前告知市場，由於經濟改善，他將縮減量寬規模，瑞士央行是次的「突然行動」並非「正宗的」退出策略。事實上，瑞士央行早前將其利率水平降得更低，並強調會繼續干預匯率市場。

有趣的悖論是瑞士央行可能實際增加購買歐元債券的規模，以便穩定瑞郎。自2012年第三季歐元區危機及維持歐元與瑞郎掛鉤的承諾，象徵瑞士央行未有購買更多歐債，但現時歐央行行長德拉吉曾言「相信我，這就夠了」的強心針效果已經消失，因此瑞士央行若若干預匯率，將要拿出真金白銀。

瑞股雖挫 對歐股卻是好消息

繼油價急挫之後，瑞郎風暴增加銀行與信貸市場受損及引起財務損失的機會。歐洲區銀行在匈牙利、波蘭及奧地利等地借出的瑞郎債務將受到影響，雖然自2008年起這類債務已顯著減少，但瑞士銀行亦同樣因旗下海外資產減值而面臨巨大的匯兌損失。



瑞士央行放棄近40個月來1.2瑞郎兌1歐元的承諾，令眾多投資者震驚，瑞士資產價格如過山車，10年期債券孳息亦首次轉為負數，股價更急挫一成。

瑞士股票上周急跌一成，加上瑞郎大升，瑞士央行由政治推動的一着看似一個政策錯誤。瑞士央行的保證等同在金融市場製造更多風險，這可能進一步增加對瑞郎的需求。同時亦不必要地就不正規的貨幣政策激起議論。

然而脫鉤對歐洲股票而言是好消息，亦有助歐元區對着瑞士時，變得更有競爭力，而瑞郎是佔歐元加權匯率5.2%。歐洲本來已經推行低利率，間接令歐元兌美元加速貶值。歐央行下周行動，應有助我們衡量歐元區股票可以期望能獲得多少支持。