

歐洲意大利化 量寬騎虎難下

前沿思考

John Mauldin



要明白中央銀行官員如何無法無天，面不改容地打倒昨日的我，無視央行既有的辦事作風，看看瑞士央行上周的舉動就一清二楚。瑞士央行宣布放棄瑞士法郎兌歐羅滙率上限不久，身為經濟學家的吾友卡萊特斯基（Anatole Kaletsky）接受電視訪問，一本正經地指出，正如占士邦可以奉旨殺人，中央銀行官員也奉旨撒謊，真是妙絕。

瑞郎脫鈎一周前，瑞士央行行長喬丹（Thomas Jordan）還信誓旦旦，安撫大家瑞士會繼續守住聯滙，阻止瑞郎兌每歐羅升穿1.22瑞郎水平，並強調「滙率上限為重中之重」。至上周一，瑞士央行副行長丹蒂尼（Jean-Pierre Danthine）仍公開表示，滙率上限是瑞士貨幣政策的基石。

但當地時間上周四早上，瑞士卻打了退堂鼓。瑞士突然「脫歐」後，媒體焦點大都集中於世界各地銀行及對沖基金將為此付出多少代價，但可別忘記，瑞士本身亦因此損失慘重。當地銀行及企業若持有非瑞郎債務或投資，即時「削髮」15%至20%；瑞士股民在當地的持股，股價急挫至少一成，在海外市場的持股損失更加慘重。瑞士四成出口以歐羅區為目的地，瑞郎兌歐羅滙價5年來升值了三成有多——其中近半升幅來自上周四——當地出口商自然大受打擊。對瑞士央行來說，「脫歐」一樣苦不堪言，花旗就估計其損失接近600億瑞士法郎（約700億美元）。

今時今日中央銀行處事崇尚公開坦率，與市場做好溝通，跟其他央行通力合作，是什麼原因促使瑞士央行如此出爾反爾，出其不意嚇人一驚，導致金融市場翻天覆地？瑞士央行事前既沒有作出暗示，也沒有向適當管道放風，而所作決定完全殺市場一個措手不及。到底相關官員作決定時心裏有何盤算，具體內情相信要很久才水落石出。

央行自救懶理協調

筆者最新著作《幣政潛規》（Code Red）探討的正是未來5年相信將主導全球財金局勢的貨幣戰，而導火線正是日本的巨額量化寬鬆行動。筆者與另一位作者泰珀（Jonathan Tepper）在書中指出，各國央行今後將自求多福，懶理同儕死活。

日本推行貨幣政策時不會考慮南韓的處境；印尼也沒有興趣扶助新加坡或馬來西亞；瑞士及瑞典等國家跟歐羅區分道揚鑣；美國聯儲局亦一再表明，毋須為其他國家的政策決定及後果負責。假如閣下是瑞士央行，又將如何是好？事實擺在眼前，歐洲及歐羅區完全不可理喻，現時推行的政策看來亦無法扭轉乾坤，否則瑞士也不用「脫歐」了。

問題不但在於通縮。瑞士雖然陷於通縮，但卻全民就業，財政預算收支平衡，貿易錄得盈餘。德國、法國、奧地利、比利時、荷蘭、芬蘭、瑞典及丹麥不是已告通縮，就是瀕臨通縮邊緣【圖1】。

各國央行近年的政策導致債市出現異常，幾年前開始出現的負利率如今已非常普遍。【圖2】所示，相比起一個月前，瑞士債息顯著回落，10年期國債孳息更跌至負數（-0.08厘）。

【圖3】所見法國4年期國債孳息竟也是負數，10年期債息較美國同年期國債低三分之二左右，實在匪夷所思。

瑞士不僅棄守滙率上限，更擺出一款拒人於千里的姿態，把負利率進一步調低至-0.75厘水平，更暗示若有需要會減至-1.5厘，讓大家知道避險瑞士就要付出代價。諷刺的是，願意付出代價者不計其數，以俄羅斯人為例，資產只縮水0.75%實在求之不得。丹麥日前也宣布把利率調低至-0.2厘，生怕沒有負利率會吸引避險資金湧入。

「脫歐」因食古不化

要了解瑞士央行官員的心態，不妨看看吾友、GaveKal財經研究中心創辦人兼主席加夫（Charles Gave）以下嬉笑怒罵的分析，自會明白瑞



■瑞士央行行長喬丹在瑞郎脫歐前信誓旦旦說瑞士會繼續守住聯滙，不料出爾反爾，被經濟學家形容為「占士邦可以奉旨殺人，中央銀行官員也奉旨撒謊」。

士央行的煩惱：

瑞士央行不介意跟德國馬克掛鈎，但事實愈來愈明顯，歐羅是意大利里拉而非馬克，歐羅兌美元滙價持續下跌正是有力證據。

歐洲央行行長德拉吉（Mario Draghi）試圖出口術壓低歐羅滙價，至少已持續一年。這實在不叫人意外，畢竟，在歐羅面世前的日子，每當意大利出現問題，就會透過貨幣貶值脫身。

只可惜瑞士沒有意大利那麼醒目，不相信貶值可以解決問題。須知道瑞士人從不相信「讓息者安樂死」（euthanasia of the rentier）之說，也不認同凱恩斯學派提倡的政府開支乘數效應，更不接受政府開支佔國內生產總值（GDP）必須無止境上升，否則難以滿足社會福利需要。那些愚昧無知的瑞士人剛從那冬季時住不得人的深山走下來，思想仍抱着原始人的強烈偏執，普林斯頓或劍橋著名學者的經濟理論教誨都聽不進耳。他們仍然信守奇怪又過時的一套，即強健貨幣、平衡預算、地區民主及為金融投資而儲蓄，真是食古不化得可愛。

順帶一提，瑞士人生活水平全球最高，這是當地缺乏根正苗紅又訓練有素的經濟學家，因而衍生的又一長期災難性惡果。

數年前，德拉吉失言「不惜一切」捍衛歐羅。此後他不斷承諾會採取行動，但只是口惠而實不至。正如筆者數周前在本欄所言，德拉吉行走江湖的信用已經所餘無幾，如未能在今天歐央行議息會議上有所交代，就會失信於市場。假如重大救市措施落空，歐羅滙價恐怕會攀升，歐洲面臨的通縮壓力就變本加厲。

歐央行各成員相信會各讓一步，容許量化寬鬆上馬，但各國須為各自的債券負責，總之，歐央行買入的法國、意大利或西班牙債券，責任不在德國，而在各成員國的央行。

歐豬或寧願買債分家

外界普遍認為，德國不願意為意大利等國債「預飛」，因而力拒讓歐央行將之納入資產負債表。但GaveKal美國經濟分析師鄧耶（Will Denyer）指出，有理由相信部分成員國反而想歐央行持有歐豬國債一段日子，直至相關債務在遙遠的將來「共同化」為止。以下是鄧耶日前在GaveKal網站發表的文章節錄：

去年，美國財政部支付了破紀錄的利息，金額約為4300億美元。但與此同時，聯儲局因為推行量寬導致資產負債表大幅膨脹，並在同期把持有美債所得

的近1000億美元債息發還財政部。扣除聯儲局發還的債息後，財政部的利息支出大減近四分之一；換言之，以2014年末償付的17.6萬億美元國債計算，發還派息後財政部的利息成本實際上減少50基點（100基點等於1厘），當中還未計算債市價格的影響。

但由多國政府組成的歐羅區，利益又如何分配？歐洲央行取得的各種利潤一般會集合起來，然後依據各成員國對央行貢獻的資本權重比例來攤分，權重高低則視乎成員國的人口及GDP而定。然則，德國可獲分配最多利潤，法國次之，如此類推，利潤從何而來無關宏旨。但假如推行量化寬鬆，歐央行買債的收益不會來自德法債券（因為兩者的債息微乎其微），而是絕大部分來自較規模細小、現時要付較高息的邊緣國。毋須屈指計算，也知道歐洲量寬之下，大量財富將由邊緣國轉移至德法兩國，無論買債比例如何分配，結果都相差無幾。

但假如歐央行破例不奉行一貫的利潤分享原則，反而讓持有葡萄牙債券所得的利潤全數歸還葡萄牙政府，意大利債的利潤盡歸意大利政府所有，如此類推，分別可就大了。如此一來，所有歐羅區政府都能受惠於量化寬鬆計劃，只有持歐羅的投資者被犧牲，情況跟美國、英國及日本的量寬並無二致。歐央行吸納本國債務之下，德國政府亦會得益，但不會受惠於邊緣國的財富轉移。輿論普遍認為，德國會力爭信貸風險由各國自行承擔，這恐怕是假象。最想買債分家者相信是邊緣國政府，好使量寬的肥水不流別人田，盡享貨幣貶值各種好處。

這一切對金融市場有何意義？無論實際上如何推行，量寬相信會令歐羅滙價受壓（前提是歐央行的貶值行動符合市場相當高的期望），對股市亦可望發揮即時刺激作用。

瑞士央行又為何突然「脫歐」？筆者相信，某程度因為歐洲經濟普遍疲弱，無論推行改革還是踏實地應對經濟失衡問題都顯得無能為力。不少歐羅區領袖似乎認為，歐洲央行仍有大堆救市法寶，只要說服德國，經濟增長就會從天而降。瑞士參考以往經驗，深知歐洲的真正問題在於債務持續膨脹，福利赤字日益嚴重。

除此之外，歐洲法院上周三又作出初步裁決，為歐央行推行量寬開綠燈。傳聞中歐央行量寬計劃總額可能高達2萬億歐羅——但亦有「匿名」消息透露實際金額遠低於此數。實則金融市場已反映5000億歐羅的量寬作用，德拉吉如未能推出規模至少高1倍的

計劃，投資者勢必失望。

筆者相信，瑞士央行眼見歐羅兌美元滙價未來勢將跌至1算（這是德拉吉及其他歐洲國家樂見的水平），明白長此下去捍衛聯滙，不僅花錢而且定必招致損失，根本得不償失。如不當機立斷，700億美元的損失轉眼間就會擴大至1500億美元。

瑞士央行取消滙率上限後，就毋須再為壓抑瑞郎而吸納歐羅，單是這個作用就會令歐羅貶值。瑞士如今持有相當多歐羅，會否把部分換成美元或其他貨幣？此舉似乎是「脫歐」後的合理一步，亦將進一步加劇歐羅跌勢。

歐羅兌美元料見1算

筆者2002年時預測，每歐羅兌美元滙價將升至1.5美元，然後回落至1算。歐羅當前的走勢似乎與筆者的想法吻合，只是歐羅不會一口氣下跌，而是不時向上調整，然後重落跌軌。

令人最感興趣的問題是，歐央行如今踏上量寬之路，何時才可以停手？會否視乎通脹目標而進退？面對全球去槓桿化的環境，量寬似乎不足以刺激通脹，歐洲或遲或早也得去槓桿化。由此可見，歐洲量寬相信要維持一段頗長時間。

除非歐羅區各成員國組成財政聯盟，並訂出債務共同化的方案，否則歐羅區只會愈來愈失衡，瓦解的機會亦會愈來愈高。諷刺的是，假如歐洲未能推行量寬，危機就會更快爆發。但正正只有大難臨頭，歐洲才會正視當前失衡問題，大刀闊斧改革勞工市場及財政方針，拿出決心化解危機。

歐洲量寬規模若是夠大，達到每年1萬億歐羅或以上的水平，歐洲危機或能推遲數年。也許，這正是當局推行量寬的用意，以為成員國自能把財政預算納入正軌，經濟增長自會神奇地出現。問題是各國已被債務壓至透不過氣，政府相對於私營部門比重過大，後者根本難以支撐。再加上當地醫療及退休金負擔比美國還要沉重，爆發重大危機只是遲早問題。

交易商總是假設當前趨勢將永遠持續；出於某些奇怪的原因，他們信任中央銀行官員。實則央行官員有需要時一樣口是心非，正如卡萊特斯基所言，可以奉旨撒謊。但無論如何，歐洲現時相對風平浪靜的日子不會持續下去。

貨幣戰已經爆發，日本及中國都意識到有必要維護自身競爭力，如今連歐洲都不得不奉陪。交戰各方進一步貶值本幣之下，主要央行的貨幣政策因而出現巨大落差，本來強勁的美元升勢更加火上加油。

問題在於歐羅區視為「適當」、可以阻止危機爆發的措施，或會毒害世界其他地區；世界其他地區視為「適當」的措施，亦可能毒害歐羅區。歐洲進一步陷入通縮，歐洲貨幣共同體最終被選票或子彈瓦解，對世界來說實在不堪設想。

各國央行如今都自求多福，不理他人死活。筆者相信，德拉吉亦有意嚇市場一驚。

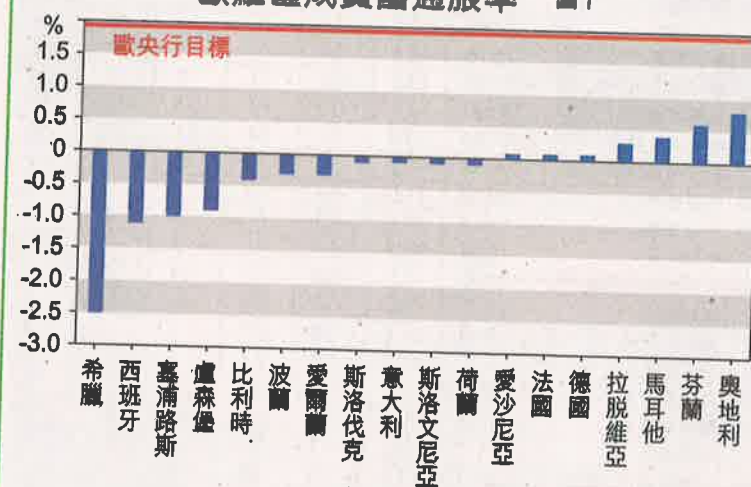
作者為著名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載John Mauldin投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯。周三在《信報》及信報網站www.hkej.com刊出。

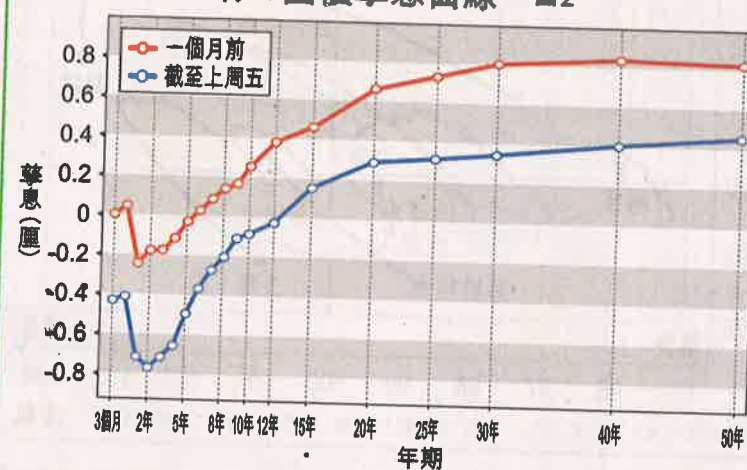
編按：作者事忙，今期延至周四刊登。

歐羅區成員國通脹率 ■1



信報

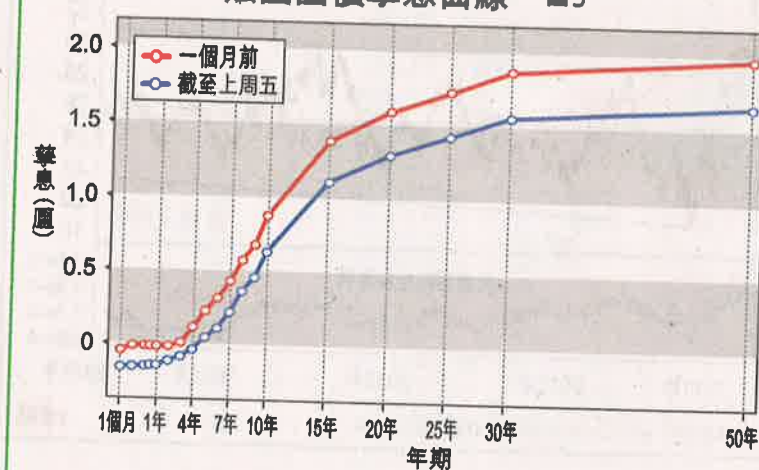
瑞士國債孳息曲線 ■2



資料來源 彭博資訊

信報

法國國債孳息曲線 ■3



資料來源 彭博資訊

信報