

歐有望通脹 吼中小型增長股

國際
視野潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

歐洲央行(ECB)終於作出了破釜沉舟的行動。歐洲央行行長德拉吉在1月22日宣布,計劃在未來20個月內,至少購買總值1.1萬億歐元的各類公債、私債及超國際(Supranational)債券。若有必要,歐洲央行還可以加速及延長這個量化寬鬆計劃,將其資產負債表擴充多達3萬億歐元,或者是歐元區GDP的30%,以達到其通脹目標。

德拉吉這一項相當大膽的新政策有多少效用,現在還不确定。由此產生的經濟復蘇,將會受惠於低油價及強美元,但復蘇的速度和範圍還有待觀察。至少在未來幾個月內,歐洲央行的新政策方向都可能是鼓勵投資者重視歐元區的股票,以及強制周邊國家國債的孳息率向德國的水平大幅靠攏。

政策效應滯後 最快第三季始改善

由於貨幣政策的效應有一些滯後,最快要到今年第三季,才可以看到歐元區的經濟統計數據或者企業業績明顯改善。在此之前,歐洲的資產可能進入蜜月

期,即使德拉吉的新政策最終以失敗結束。

歐央行的聲明表示,計劃由2015年3月至2016年9月,每月購買600億歐元的債券。這個買債規模甚至超過了市場原先最樂觀的預測。購買的債券當中至少有75%是2年期至30年期的政府債券,按照每個國家對歐洲央行出資的比例來購買。而歐洲央行保留大幅擴充這個方案的可能,最多可以購買每間發債機構的未償還債務的33%。這將令主權量化寬鬆(QE)理論上最多達到2萬億至2.5萬億歐元之間,或者是GDP的20%至25%,視乎不同的規則如何結合起來。

歐央行重藥 令歐洲更整合

此外,歐洲央行已提高每季「長期再融資操作」(Targeted Long Term Refinancing Operations, TLTROs),取消比短期再融資利率高出的10個點子(100點子等於1厘)息差。綜合主權QE、超國家的QE、私人QE和TLTROs這幾項措施,歐洲央行資產負債表或會擴大逾3萬億歐元,這確實是一劑重藥。

儘管歐元區的貨幣政策存在一些嚴重的政治和制度限制,歐洲央行已經推出了其量化寬鬆計劃。雖然這受到墨守成規的德國反對,但卻被德拉吉更加墨守成規的說法所抵消。後者堅持,歐洲央行有責任去追求物價穩定,後者的定義是通貨膨脹率大約是2%。

通過將量化寬鬆的風險分散到歐洲各國央行,歐洲央行已經成功設計出一個不會危及其權威的程序,因為根據法律,各央行必須執行歐洲央行的決定。

另外,正如德拉吉指出,如果一個國家面臨債務違約的風險,「直接貨幣交易」(Outright Monetary Transactions, OMT)將仍然適用。這意味着,該風險最終會被對沖。因此,歐洲已經很明顯向「聯邦制」邁進一大步。

因此,雖然歐洲央行的量化寬鬆計劃可能會在德國面對法律挑戰,但過去的事件顯示,這些法律挑戰行動獲得公眾支持是很小。

現在歐洲央行已經破釜沉舟了,形勢會如何發展下去?很多經濟學家對於量化寬鬆推動名義GDP增長的能力,仍然抱懷疑態度。他們認為,歐元區債券的孳息率已經非常低,通縮壓力可能已經相當根深蒂固,令量化寬鬆不會有太大的效果。

然而,至少在未來幾年,再通脹的力量可能會佔上風。因為歐洲央行的量化寬鬆政策是在美元轉強和油價大幅下跌的有利時期內推行。這就好比以減稅來作為財政刺激。

基於這些原因,我們認為,歐元區的實質GDP增長不會有更多的向下修正空間。歐洲央行最新的貸款調查亦證實了貸款情況正不斷改善,以及德國央行認為,該國今年的貸款增長有上調的可能。在1月份,

歐元區的消費者信心指數亦正在上升,收復了去年夏天的大部分失地。

當然,仍然有很多變數,以及經濟活動依然十分疲弱。但在2014年下半年的疲弱之後,歐元區看來很可能已逐漸走向復蘇。我們這個印象,是得到歐元區較具競爭力的行業板塊的企業報告的支持的。

趁低息 增持歐元區股票

去年11月,我們建議,股票投資者應該停止減持歐元區的股票。由那時起,歐元區的股市就復蘇得很好。現時就更加有道理更進取和增持歐元區的股票,因為周邊國家國債的孳息率將會長期保持在低水平。

隨着30年期的德國國債的孳息率低見1.1厘,以及同一年期的瑞士國債的孳息率低至0.3厘,我們懷疑,30年期的葡萄牙國債的孳息率(目前為3.7厘),將來能否長期維持在3厘以上,甚至2.5厘以上。

在股票方面,投資者應該繼續投資在歐元區當中較少受到嚴格監管的「自由市場」板塊,以及盈利正在增長的小型股和中型股。

另一方面,投資者也可以考慮一下最近幾個月大幅跑輸大市的銀行股,因為銀行股應該會受惠於量化寬鬆以及當地經濟情況改善。我們的對沖策略維持不變:持有30年期的美國國債,仍然是防備歐洲投資組合大幅波動的最佳工具。