

歐銀行股贏大市 QE始算成功

國際
視野潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

要打勝仗，士氣佔了一半的因素。以歐元區來說，量化寬鬆（QE）政策的成效有多大，就很可能取決於投資者如何看待歐洲央行的政策。

如果他們只是把它看成對世界經濟構成通縮的競爭性贬值（Competitive Devaluation）行為，他們就可能長期持有歐元區債券，拋售歐元。

但另一方面，如果市場認為，歐元區的量化寬鬆其實是借機為歐洲銀行業注資，那麼一般來說，後市將會有利於歐元區的股票，尤其是銀行股。直至今日為止，市場似乎傾向認為，這是競爭性贬值。或許，這不應該令人太驚訝。

德國經常帳盈餘達GDP 7%

若將歐元區視為一個整體，它已經有可觀的經常帳盈餘。其中，德國的經常帳盈餘，更相當於其國內生產總值（GDP）的7%。一個這麼主要的經濟體運作這麼大的經常帳盈餘，會令世界其他地區感受到經濟衰退的壓力。通常來說，這是那個國家的匯率被低估以及該國在經濟上奉行重商主義（Mercantilism）政策的迹象。【重商主義出現於16世紀中葉，在17至

18世紀中葉盛行於歐洲。這套政治經濟體制的信念，是一國的國力乃基於通過貿易的順差，即出口額大於進口額，所能獲得的財富。】

一般來說，解決方法是向那個擁有龐大經常帳盈餘的國家施壓，要它的貨幣升值，以及遵循更加擴張性的貨幣政策。但是，我們在過去幾天看到什麼？德國這個可能擁有全球最強大的工業體系的國家不但沒有走升值路線，反而還大規模地贬值。

歐元區QE 只着眼救弱國

問題是，德國正在與意大利、法國和西班牙等多個國家細綁在一個固定的匯率制度，而那些國家的競爭力卻與德國相距甚遠。因此，自從歐元作為歐洲多國的單一貨幣推出以來，它們的工業生產指數已經歷大幅下跌。

作為一名優秀的意大利人，歐洲央行行長德拉吉已經決定，解決方法是將歐元贬值，以恢復意大利的競爭力，而不是針對德國。因為在單一貨幣之內，意大利是無法針對德國來贬值，只能針對歐元區以外的其他國家和地區來贬值。

按PPP計算 德國歐元匯率應為1.4

根據倫敦 Lombard Street Research 的 Charles Dumas 對購買力平價（Purchasing Power Parities, PPP）的研究，若與美國比較，德國的理論貨幣匯率實際應該相當於大約1.40美元，法國大約是1.20美元，意大利和西班牙則是1.10美元。

因此，以現時1歐元兌大約1.12美元的匯率來說，德國的出口商是相當有利的。法國企業亦開始重新賺錢，意大利和西班牙的公司亦已經停止虧蝕。但是，德國企業受惠於不正常的盈利，將會有能力加大資本開支，以確保它們和歐元區其他競爭對手的生產力此消彼長。

德貿盈增大 環球通縮經濟衰退勢加劇

同時，由於貨幣贬值會削弱消費者的購買力，德國、法國、意大利和西班牙從歐元區以外的進口將會下降。其結果是，德國的經常帳盈餘將會達到其GDP的10%，令世界其他地區的通縮和經濟衰退壓力加重。總之，在競爭性贬值的情況下，情況就好像回到1930年代。

然而，如果投資者認為，歐元區的量化寬鬆是為了向其銀行體系注資，多過以鄰為壑、損人利己的贬值行為，市場則可能會遵循一條截然不同的軌迹。

購入銀行長債 為體系注資

在這種情況下，投資者會認定，歐洲央行以人為抬高的價格，從歐洲銀行購入非常長期的債券。實際上，這是為歐元區的銀行體系提供快速和急需的注資——這也是任何醫治歐洲經濟的藥方之中不可缺少的一個元素。

現在的問題是：投資者的想法究竟是怎樣的？我們認為，這會反映在歐洲銀行股的表現上。

如果歐洲銀行股在未來幾星期跑贏大市，那麼歐元



被市場戲稱為「超級馬里奧」的歐洲央行行長馬里奧·德拉吉，頻頻向市場「灌水」，以圖拯救歐元區內弱國的經濟。

區的股票亦很可能會跑贏大市，兼且其升幅足以彌補歐元的跌幅。在這情形下，歐元區的量化寬鬆將可被視為奏效。

相反，若歐元區的銀行股和其他股票未能夠跑贏大市，那麼歐元區的量化寬鬆，就只是一個已經擁有龐大經常帳盈餘的經濟區域的競爭性贬值政策。在這情形下，將會對全球經濟和市場產生通縮的影響。