

《信報》專欄〈文人經略〉

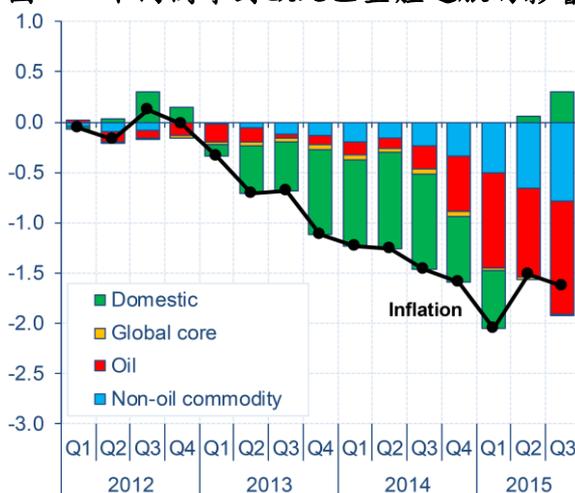
神鞭被剪馬神險 油炸歐鷹淡友掂

哎吔吔，果真是不聽老人言，吃雞在眼前。本以為上星期條歐洲央行加「馬」放水坐定粒六，賽果一如「畢叔」老林兄所評，「歐洲馬神」就住開鞭，最終複式四重彩成本，單式三重彩派彩，贏埋唔夠輸。不過，各位馬迷唔駛愁，觀乎馬神翌日公開補飛，表明開鞭無限制，加上油組同日送油價一程，港股再度進入「食粥模式」（詳見8月20日本欄），歐元好，期油好，港股也好，淡友仍然有賭未為輸，fight another day 可也。

說淡友有得揮，並不是信口開河。有市場評論認為歐洲危機現時有事有幹，經濟亦慢慢由歐債危機中復蘇過來，因此就住開鞭、推騎乏力可以預料。不過，在上週五的補飛會中，馬神卻明言增長雖然改善，但由於其政策乃以價格穩定而非經濟增長為目標，因此「革命尚未成功（success is not achieved yet）」，皆因各地通脹均見走低，不論當前水平或中長期預期均低於央行目標，而且呈現不穩。

罪魁禍首呢？肯定是油價。馬神明言，雖然油價因素向來被視為短期因素，但在兩個特殊情況下，油價將會令通脹「有煩排」，繼而影響到貨幣政策。這兩個特殊情況，一為油價下跌反映全球需求疲軟，企業因此大「咳筆直」，拖低核心通脹；二為供應面衝擊浪接浪，導致通脹持續走低，最終拖低企業和家庭的通脹預期，形成惡性循環。事實上，從馬神在補飛會上拿出的數據所見，近三年歐元區通脹持續偏離目標，起初確是區內實體需求不足累事，或與歐債危機後經濟元氣尚未恢復有關；但近四季通脹形勢益發不濟，油價急跌顯然是主因，其破壞力甚至完全抵銷實體需求之復蘇動力，並開始將非原油類商品拖落水（圖一）。

圖一：不同衝擊對歐元區整體通脹的影響



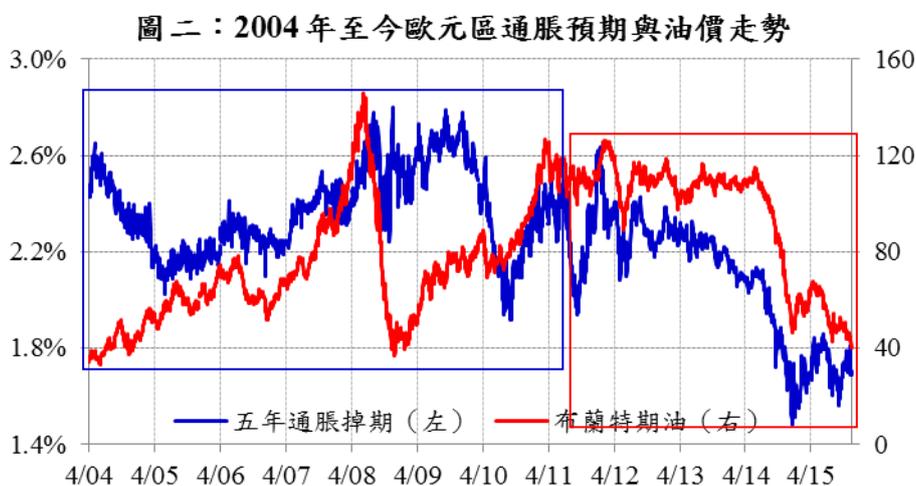
資料來源：歐洲央行

不幸地，以上兩個特殊情況，似乎正在同時發生。上期本欄指出歐元區核心通脹近年愈走愈低且一浪低於一浪，最新數字亦已跌穿百分之一，顯然是第一種情況；而上週油組國「表面企定，實際行刑」的舉動，正是第二種情況。不知馬神知不知道，當他上週五在補飛的同時，原本油組國已在集體下注。

事實上，圖二所見，在 2011 年下半年歐債危機爆發前，歐元區通脹預期與油價相關性僅 0.13，時同向時反向，關係並不明顯（藍框）；歐債危機爆發後，兩者相關性大升至 0.90，走勢相當一致（紅框）。配合圖一看，可知油價對於實際通脹數字的拖累雖然由上年中開始才浮上水面，但其對較領先的通脹預期之影響卻早見於 2011 年。

換言之，當時布蘭特期油於 120 美元水平見頂後，市場已開始看淡歐元區五年後的通脹形勢。馬神於 2011 年第四季走馬上任後，位未坐暖便開波減息，後來即使歐債危機緩和、央行目標轉向捍衛歐元，亦照減如儀，莫非早已看通區內通脹前景，所以要早著先鞭？

值得注意的是，自今年第二季起，油價再度走低而通脹預期轉趨橫行，兩者走勢略有分歧，可能是歐央行由 3 月開始購買公債的寬鬆效果所致，而這正是「馬神」認為寬鬆措施有用，可以快馬加鞭的原因之一（詳見上週本欄圖三）。



不過，現在「馬神」就住開鞭，油組價格戰圖窮匕見，兩大因素均不利通脹預期表現，因此我們看見後者在本週初一度急挫至 1.63% 水平，短短幾日內，較議息前高位下跌超過 0.2%，亦再次偏離央行目標。另外，歐元陣營內最鷹的德國央行亦於議息會議後將明年的通脹預期由 1.8% 大幅下調至 1.1%。如果「馬神」對通脹預期著緊，未來再落重鞭的機會不低，淡友仍可 fight back。

事實上，將今次四重彩斷纜完全回歸咎於馬神未盡全力策騎，可能有欠公允。路邊社消息指，今次議息會議共有五位委員投反對票，佔二十六位投票委員近兩成，當中包括行內鷹派首領德國央行總裁魏德曼，可以想像這兩成委員乃衝著馬神而來。

更有外電消息指，德拉吉過去一個月故意提高市場對放水力度的期望，試圖挾市場以令委員，結果引發鷹派密謀反撲，暗中將較大膽的放水措施扣起，令其無法擺上枱面。馬神神鞭被剪短幾吋，陣上自然無法全力施為。

幸好，就在歐洲神鷹重挫馬神威風之際，沙漠梟雄竟從後突襲，以油傷人，泡製一味油炸霸王鷹；加上馬神事後補飛及美國非農說業數據給力，終將歐元壓住。歐洲鷹馬酣戰至此，勝負仍然未分，但股、油戰線淡友得勢，歐元淡友 fight back，指日可待。

何文俊
環球金融市場部