

《信報》專欄〈一名經人〉

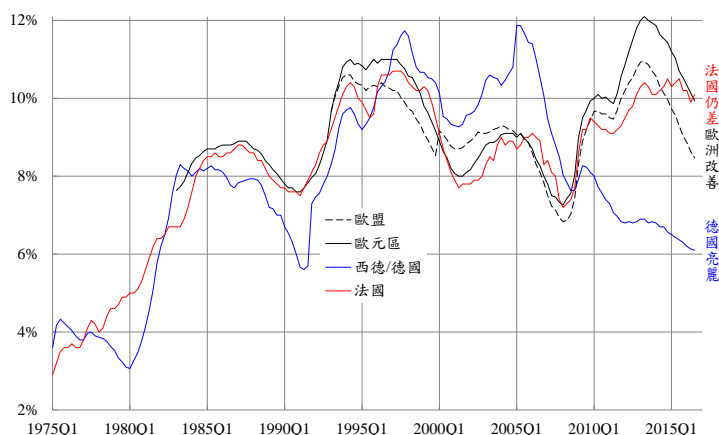
法國求變早有跡 市場現仍太老定

近期經濟數據普遍轉好，股市亦見牛氣沖天，最壞的時刻彷彿已過。不過，且慢。查新興市場出事，有人歸咎於商品價格大瀉，但商品價格遲於新興數據見底回升的，反而商品價格大瀉之際有美元大升。故合理推斷是，全球好壞其實相當繫於美元強弱。那還有何因素進一步推升美元？美國單邊加息固是原因，但加得太慢，解釋力不足。

美元若要上升，對應跌的似乎不再是商品價格或貨幣；看來最關鍵的是歐元怎行。純粹息差因素不會令歐元跌得很多（或美元升得很多），且一定程度或應早已反映了。但若法國總統選舉選出個勒龐出來，而她亦如特朗普般言出必行將法債以法郎找數——即變相脫歐，那麼這脫歐元區對歐元的衝擊，肯定較當時英國脫歐盟時的大得多了。

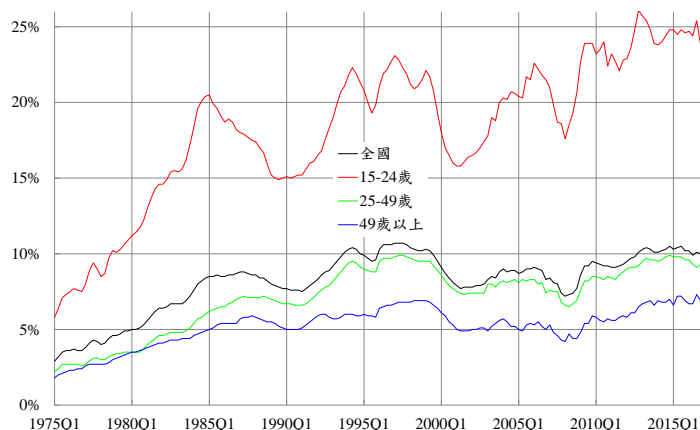
勒龐對選民有什麼吸引力呢？相信答案跟特朗普緣何勝出、英國為何脫歐差不多。一言蔽之，就是海嘯前的全球一體化早已令企業強者愈強；海嘯後全球政府保住強企，但結果是加劇懸殊，甚至到個人層面。無論企業和個人皆不均下，保護主義漸見市場。何以見得個人層面也出問題？看看就業市場就知一二。從德、法、歐整體失業率所見，千禧年前三者水平相若，偶有偏離亦為時不長。但海嘯後德國顯然是救市下的大贏家，而整個歐洲近三年半來亦見顯著改善，但法國的情況卻仍不理想，未見好轉【圖一】。

圖一：歐盟、歐元區和德、法失業率



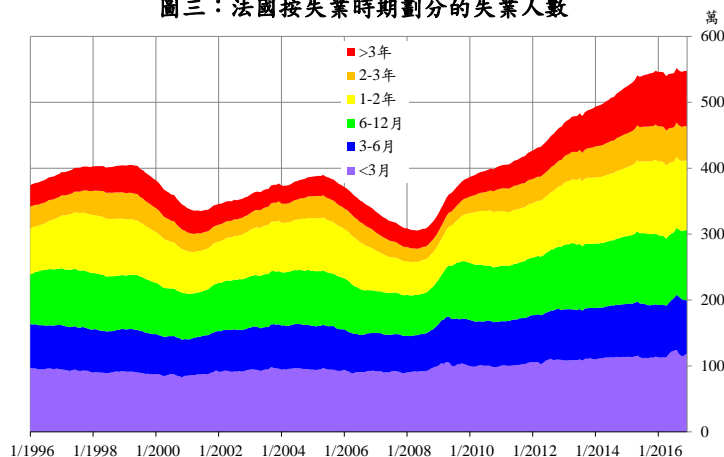
查按年齡層劃分的失業率所見，一如其他國家，青年失業率較其他組別高出一截；其他年齡層失業率在5至10%橫行卅年，但青年失業率卻自海嘯後「突破通道頂部」至25%【圖二】。另一明顯的觀察是，中層即25至49歲的失業率一直高於年屆近退休的50歲或以上層，這多少反映職場的上流性不高，愈年青愈艱難，甚至壯年的亦如是。當社會中流砥柱亦飯碗不穩時，求變呼聲必然大了，而問題既有不均亦有整體因素。

圖二：法國各年齡層失業率



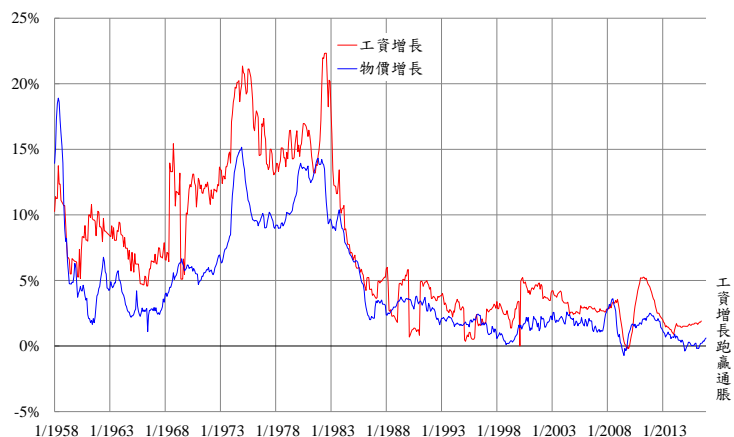
至於失業人士中，失業不逾半年的人數多年來都穩定於 2 百萬內，但失業期愈長，尤其逾兩年的，海嘯後所見的人數愈多【圖三】。長期失業的社會後果，毋須多講了。

圖三：法國按失業時期劃分的失業人數



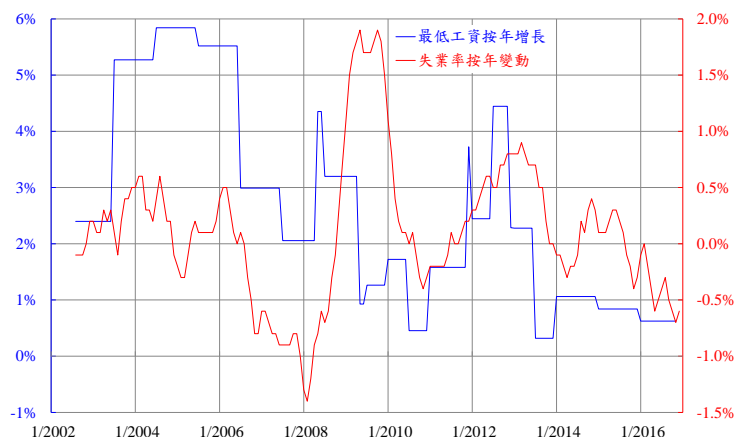
緣何法國失業這麼嚴重？港人有工資追不到物價之難，但在法國，情況剛剛相反。觀圖所見，自 1958 年有紀錄至今，法國絕大多數日子的工資增長均跑贏通脹【圖四】。尤海嘯後，工資增長跑贏通脹的程度更遠勝海嘯前。由此推斷，有工開的應不會投訴，只是無工開的人太多了。這跟本港剛剛相反：本港失業率很低，但工資卻多跑輸物價。

圖四：法國工資與物價按年增長



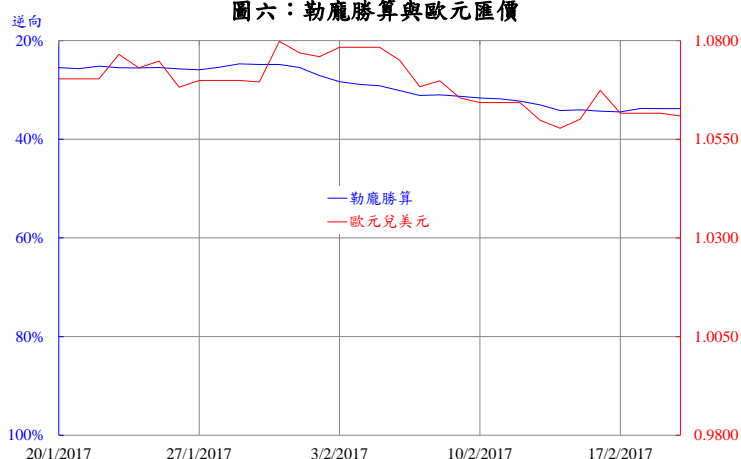
由此路進，我們不難估計到法國失業率持續高企的根本原因，很可能是最低工資。（法國雖然每週工時甚短，但最高工時應不關事，因為失業率只會因此而跌而非升。）比較最低工資的按年增幅與失業率按年變動，即見兩者呈正比關係，尤以近年更為明顯【圖五】。最低工資其實本只是將不滿情緒局限於失業人士之上，在失業率低時還可，但當失業率高時，不滿情緒便難以局限於很少數人上。主張調高最低工資的各參選人，包括勒龐似乎還未明白這個道理或未接受這個事實——最低工資製造多於解決問題。

圖五：法國最低工資與失業率按年變



上文只討論了法國人求變的遠因，至於一旦變了對外界的最壞後果，顯然是脫歐。有幾壞呢？將 Oddschecker 的勒龐勝算與歐元匯價粗略地拼圖，即見目前勝算未很高，僅三分之一（像樣的候選人亦剛三位）；而歐元匯價亦未很低，三個月來都在 1.06 水平【圖六】。然而若勒龐真的有望勝出，即勝算超過 50% 甚至逼近 100% 的話，歐元將試 1.04 支持甚至最終跌穿 1 算。不過，若然脫歐派上台歐元亦僅跌穿 1，也算不錯了。

圖六：勒龐勝算與歐元匯價



目前民調指勒龐將勝出首輪選舉但次輪敗陣。不過未決定的游離比例達三分之一，變數實在太大，三大人選當中菲永馬失前蹄，餘下二人誰終勝出都說不上是黑天驚了。只是觀乎目前市場狀況，顯然對法國脫歐毫無丁點反映，這是投資界所不能不防的。

羅家聰
環球金融市場部