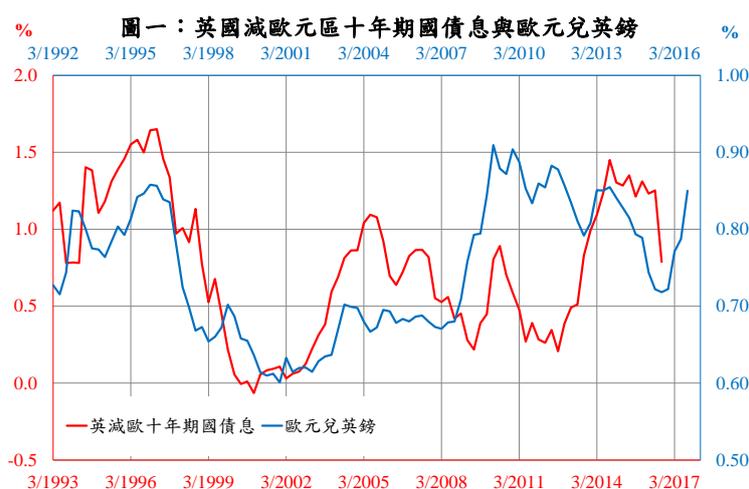


## 《信報》專欄〈圖理滿文〉

### 意國公投異於英 歐盟解體風險升

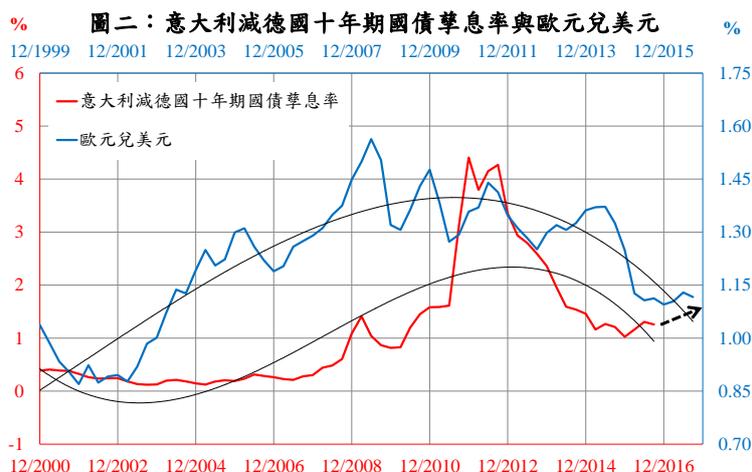
繼今年6月英國公投脫歐後，又一個歐洲國家舉行公投——意大利。距離意大利就憲政改革法案公投尚餘十日，或者有人說，這又不是就脫歐而進行公投，有什麼好討論？事實上，這次公投很有可能改變歐洲格局，甚至使歐元區面臨解體。

近年來主張脫歐民粹黨派——五星運動黨在意大利的支持率，與現任總理倫齊領導的民主黨不相伯仲。是次公投是就透過國會改革，降低參議院的地位並削弱地方政府的權力及簡化立法程序。若然憲政公投失敗，倫齊引咎辭職將使政局趨於混亂。在無政府的格局下，若各政黨就組建新內閣無法達成共識，會促使提前大選，而五星運動黨的勝算極高，一但當選，舉辦脫歐公投將在所難免，歐元區將面臨解體風險。歐債和歐元前景如何？或者參照英國脫歐事件會有些啟示。

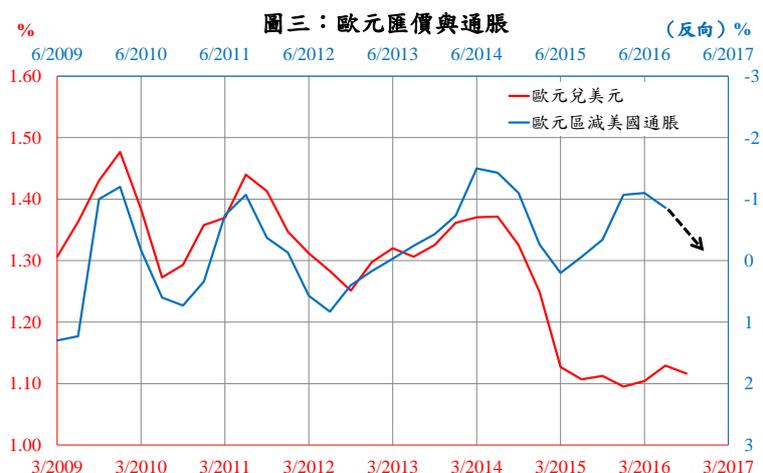


先看債息與匯率關係。【圖一】可見英國十年期國債息減歐元區同期國債的息差走勢，是隨著一年前的歐元兌英鎊方向。由於匯價走勢主要受經濟數據影響而且反應較快，當市場認為該地經濟前景不明朗，匯價走軟，而投資者拋售該國資產避險，推使債價回落，債息因而被推高。那麼若然意大利脫歐也會這樣麼？

當英國公佈脫歐公投結果時，英鎊下挫一成，若然意大利步英國後塵，那麼以目前匯價計算，保守估價歐元、至少下試 0.94。另外，用以上同樣方法觀察意大利及已各國為首的歐元區債息，【圖二】顯示，得出息差亦與一年前的歐元走勢接近。歐元去年走勢小幅走強，因此料意大利十年期債息在短期內仍有進一步上升空間。其實市場亦開始反映對意大利公投的憂慮，意大利十年期國債孳息率升至 2.1 厘，創今年新高。意大利十年期國債相對同期德債孳息差距擴大至接近 2014 年 10 月以來最高水平。



值得注意的是，意大利公投與英國脫歐公投主要的分別在於貨幣。英國加入歐盟後，仍用英鎊作為其法定貨幣，但意大利里拉在1999年已經停用，歐元區的貨幣制度將會再次受到挑戰，加上意大利作為第四大歐盟經濟體，佔歐盟GDP約16%，因此若意大利脫歐會比英國脫歐更難掌握，若然歐盟解體，最壞的情況是歐元在市面上停用，而各歐盟國可能用回原有貨幣，將會引發下一場金融危機。



若然意大利脫歐，歐元初步急跌，歐元貶值將引發通脹，【圖三】可見匯價與通脹有著強烈反比關係，而兩者約有一季度之差。歐元在美匯指數中的佔比接近六成，因此歐元的急劇貶值將會使美元被動大幅走強。

市場需要關注的是，意大利公投會引起骨牌效應——法國的國民陣線、德國的新選擇黨、西班牙的社會民主力量黨等，也屬於民粹政黨。而同時歐盟內部的法國、瑞典、比利時等國脫歐呼聲也高。因此，就脫歐風險後續衝擊來看，歐盟面臨的潛在的風險可能遠大於英國脫歐。

袁沛儀  
環球金融市場部