

《信報》專欄〈一名經人〉

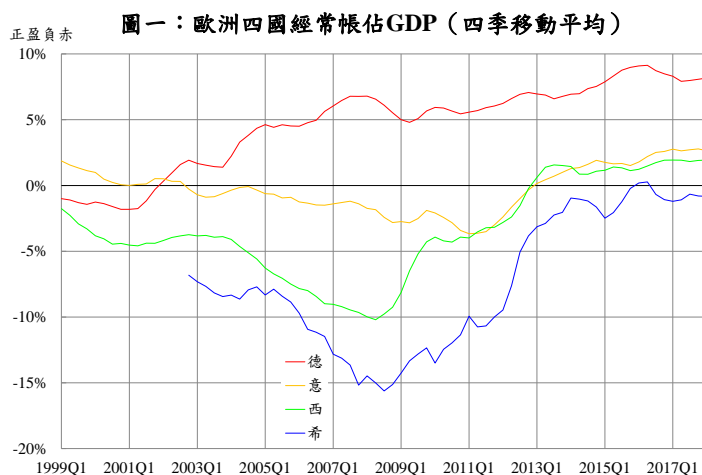
政治市已談不上 意債危機更牽強

早輪意大利因政局混亂被市場狂沽，債息、CDS 飆升，股市急跌。無疑當時市場 risk-off，不過出事的還主要是二、三線的新興市場，絕大多數發達國家其實毫無異樣。雖然意大利國債佔 GDP 在歐元區內名列前茅，但日本何嘗不高其逾倍卻仍安然無恙，出過事的希臘亦高意大利一大截；意大利若真要違約，希、日的債息、CDS 亦該飆升，但結果沒有。如果驚的只是組不到閣，跟住重新大選，脫歐派有望上台，遂考慮公投，然後支持脫歐的或過半，最後嘗試脫歐……這樣的推論步驟繁多，成事機會有幾大？

不是話政治毫無影響，但組閣失敗、懸峙國會、跛腳鴨政府等在懸殊失衡年代下，可謂不時都有、四處都是，且往往為時甚長，非一時三刻可以解決。若市場要有反應，那便日日都是政治市了，然而事實上見到的市況並非如此，而是上落膠着、無甚方向，可見這些瑣碎政治只會製造噪音而不能改變方向。即使震撼如歐債危機說歐元要瓦解，2011 年秋股市亦僅「攪車邊熊」——美股跌約兩成，歐洲、港股跌三成幾，但跟 1998、2008 年有大衰退的跌市可謂小巫見大巫。是故要判斷大鑊程度，還宜先從經濟面看。

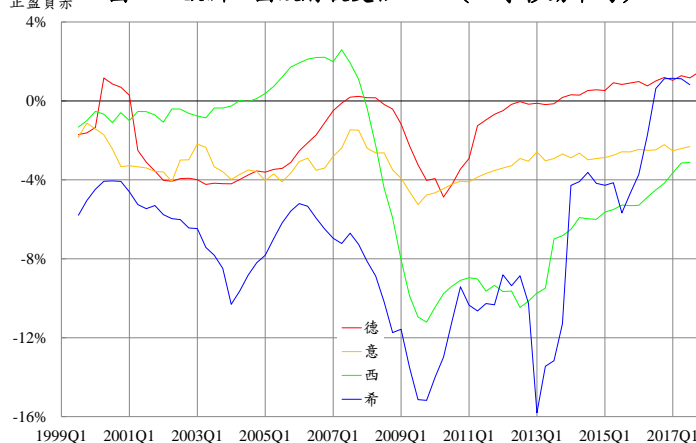
縱從經濟面看，也分視程遠近。很長線而言，不會有幾多人懷疑歐元區的可持續性——除非統一貨幣後也統一財政，變相 GDP 也共享，甚至納粹復辟由德國一統歐洲，否則根本的懸殊現象不變，長遠歐元區也是邁向解體的。然而成立的過程要好幾十年，長線邁向解體亦未必是一、兩個週期內事。在一、兩個週期內，自要參考另些指標。

首個用以衡量意大利長線健康狀況的指標，不是債有幾多，而是經常帳有否失衡，因為此乃整個歐債危機的根源所在。在歐豬國尤希臘上次出事前，經常帳赤字很嚴重，跟德國形成鮮明對比。不過今天所見，德、希與近期政局亂的意、西，經常帳全改善，意大利的盈餘更達 GDP 的近 3%，為歐元區成立以來最佳，更勝西、希兩國【圖一】。



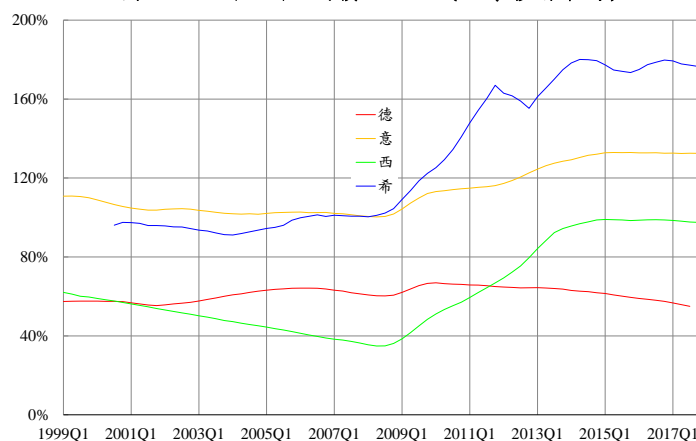
第二要看是財政收支。債 (stock) 是收支 (flow) 長期失衡之果，故論債務危機，還先看收支。歐元區除德國近年才掙車邊見盈餘、和希臘被緊縮外，全區皆無甚盈餘，長年如是。歐債危機水深火熱時，西、希的財赤佔 GDP 達一成或以上，意大利才半成【圖二】。今天所見，上述幾國都已大致做到財赤不逾 GDP 的 3% 之標準，是真改善。

圖二：歐洲四國政府收支佔GDP（四季移動平均）



現在才來看債務比例也未遲。最經典的頭條指標是國債佔 GDP。早已多次指出，醫治債務危機的上方是改善經濟；經濟好了，稅收自然增，救濟自然減，不藥而癒也。自近幾年歐洲復蘇以來，德國的債佔 GDP 稍減，而歐豬國亦穩定下來沒增加【圖三】。較諸外圍不少國家包括美國，這成績已不俗。上趟歐債危機，的確改變了某些方面。

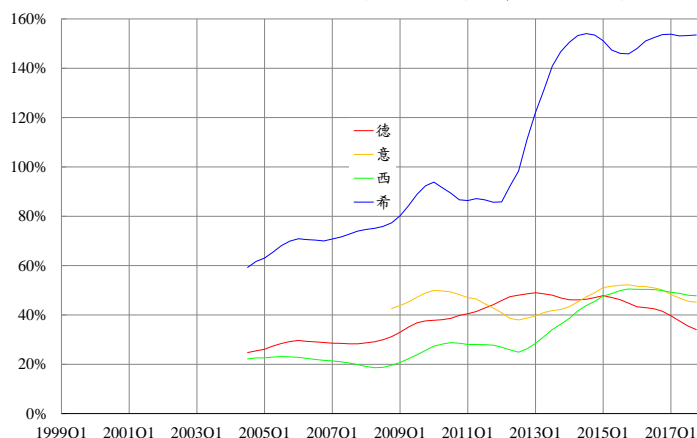
圖三：歐洲四國政府債佔GDP（四季移動平均）



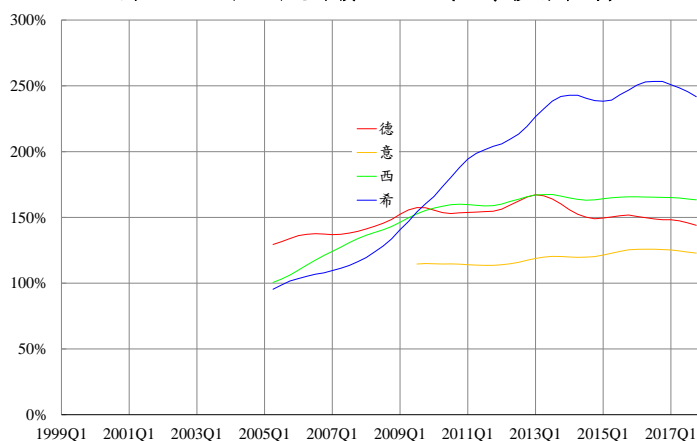
接着看的是其餘相關的債務指標。將上述國債抽出只對外欠的部分（不計內債），可見希臘的數字大致一樣（即幾乎所有國債都是外債），但德、意、西三大國的卻大跌【圖四】。換言之，三大的債佔比雖在 GDP 的六成至倍幾水平，但當扣除內債部分後，對外部分的比例僅五成以下，且皆有回落跡象。既然逾半國債是內債，那就易辦事了。不是說不用還，但起碼有印鈔還之下策，毋須即時違約；何況內債要續亦相對容易。

如果計及私人市場即企業和家庭的總外債，則希臘的佔 GDP 比例大升近 100%，德、西兩國都有一定增加，但反而意大利的增幅較小，由約 50% 升至 120%【圖五】。這反映意大利私企債的爆煲風險在歐元區內而言說不上差，甚至可謂是較佳的一員。

圖四：歐洲四國政府外債佔GDP（四季移動平均）

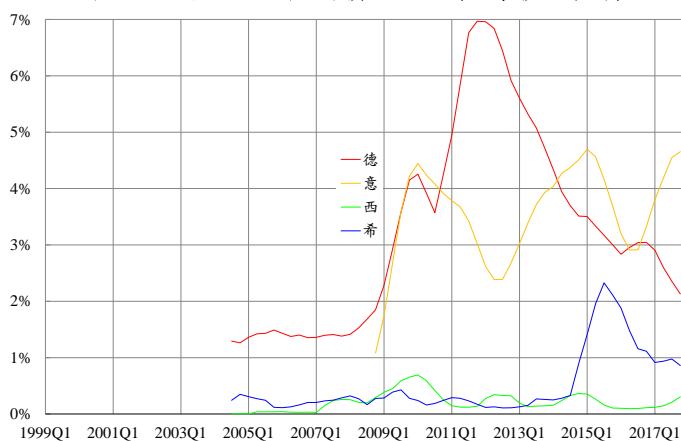


圖五：歐洲四國總外債佔GDP（四季移動平均）



其實意大利最輸蝕的，是短期外債佔比偏高，故短息抽升下的影響最大【圖六】。不過，短期總外債佔GDP亦不逾半成，較諸上述的總債比例，這顯然「不成比例」。

圖六：歐洲四國短期總外債佔GDP（四季移動平均）



從種種正路指標看來，意大利甚至整個歐元區的狀況尚還可以的。若論債務高企，其實天下烏鴉一樣黑，只是貨幣不夠強大者自然首當其衝；歐元區尚有一大幣作後盾。若單單因閉門政治而推論至債務危機進而歐元解體，則顯然有點無限上綱了。

羅家聰
環球金融市場部