

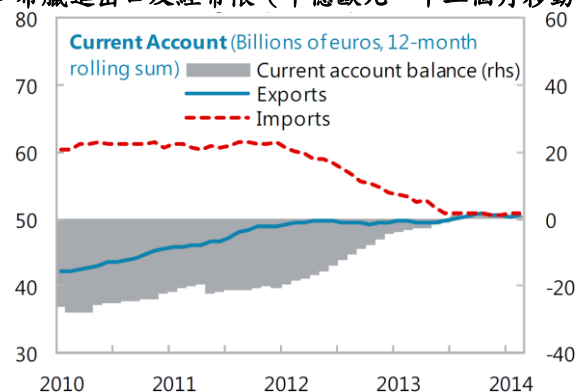
《信報》專欄〈一名經人〉

開源節流努力過 緣何否極才闖禍？

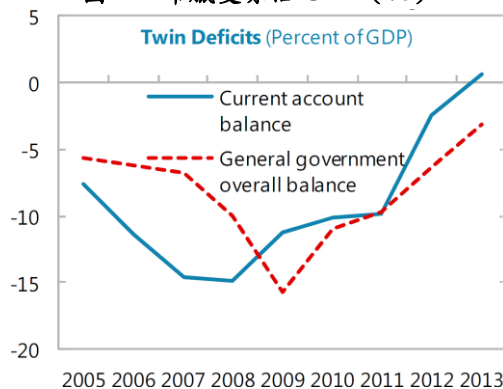
希臘債務危機彷彿沒完沒了，大大話話講足五年；五年前的十年期債息見雙位數，今年重上這水平。說擔心違約嗎？其實三年幾前的大幅削債（haircut）已經是違約了，只不過是體面地做而已。今天若再來一次三幾億歐元的違約，市場自然不會有大反應。然而，市場有否反應其實還看希臘真正底子如何，而非在技術上有否拖三幾億債務。

違不違約，主要債權人之一國基會最終有相當話事權。那麼國基會怎看希臘情況？其實早在一年前已發表過希臘《國家報告》（見參考），今文借其數據看看發展趨勢——數據未至最新，但觀勢卻足夠有餘。隨着近年全球各國陸續走出衰退，希臘也不例外。否極泰來，一眾經濟指標都見改善。被視為造成債務危機的根本主因經常帳持續失衡，自2012年初大幅削債後已一直改善，2013年起出現盈餘【圖一】，據最新數字顯示，盈餘一直延至今春。然而美中不足是，近年盈餘由進口減而非早年般由出口增帶動。

圖一：希臘進出口及經常帳（十億歐元，十二個月移動總和）

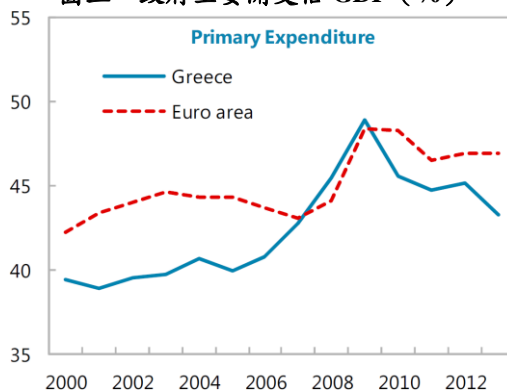


圖二：希臘雙赤佔 GDP (%)



除了經常帳外，其實政府財政亦見對應改善。所謂「雙赤」，顧名思義一齊來的。如圖所見，希臘進出口先失衡，接着政府出手或受累，繼而國家財政也失衡【圖二】。好轉之時次序一樣，也是進出口先趨平衡，繼而政府收支。隨着經常帳赤字大幅改善，財赤其實亦距平衡不遠；以截至今年5月的移動總和趨勢外射，年內財政有望平衡。

圖三：政府主要開支佔 GDP (%)



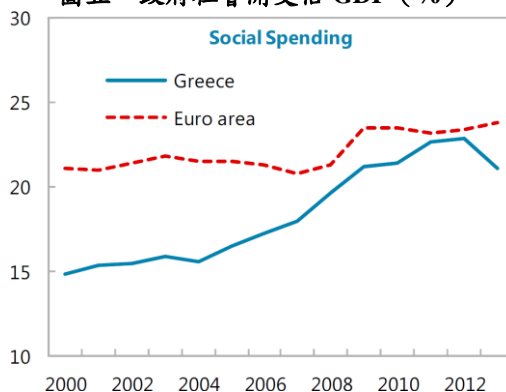
那麼希臘財政改善是純粹由經濟好轉的外圍因素帶動，還是政府本身也曾努力過，開源節流呢？答此一問，便要將政府收支相對於 GDP 來看了，要是純粹由 GDP 帶動，政府收支佔 GDP 比例便應無改善了。實情如何？觀圖所見，希臘政府主要開支佔 GDP 在 2007 年前其實是低於整個歐元區的，海嘯時急升但比例亦僅拍住全區，不特別高；及至歐債危機自 2010 年起爆發至今，其主要開支比例更跌得快過整個歐元區【圖三】。政府開支中最大部分——公僕薪酬，也見類似走勢【圖四】。你能說希臘沒有節流嗎？

圖四：政府公僕開支佔 GDP (%)



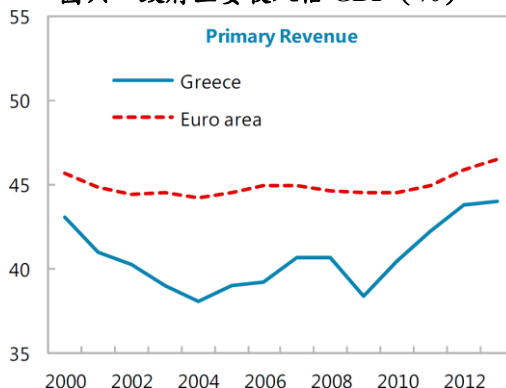
希臘唯一做得不好的，大概是社會開支（佔 GDP 比）未能縮減：2013 年前仍升，至 2014 年才回落【圖五】。查希臘 GDP 增長雖由 2011 年谷底直線回升至 2014 年中，但失業率卻升至 2014 年才稍稍回調，畢竟社會開支跟失業率直接掛鈎，這不容易減。然而，希臘的社會開支佔比仍較整個歐元區為低，這些顯然都是緊縮政策下的效果。

圖五：政府社會開支佔 GDP (%)

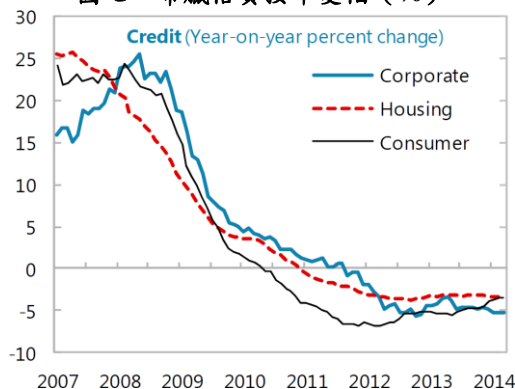


問題似乎不在開支，而在收入。希臘政府的主要收入佔 GDP 自海嘯後雖見趕上，但一路以來跟整個歐元區的也有距離【圖六】。收入佔比在 2009 至 2012 年急速上升，顯然跟 GDP 增長走勢一致；但之所以仍低於歐元區，則要歸咎於近四分之一人失業，到底羊毛出自羊身上，失業者眾，政府又何來收入高呢？開源不是沒做，但有限度。

圖六：政府主要收入佔 GDP (%)

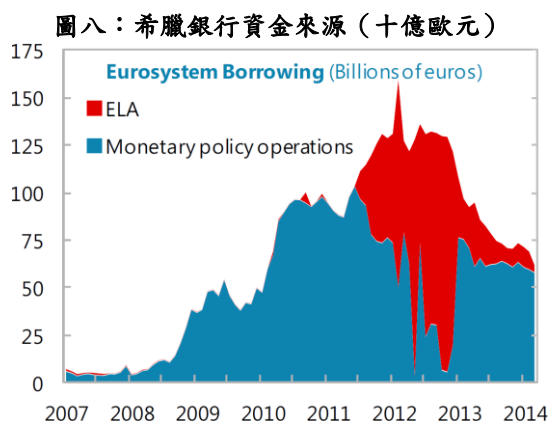


圖七：希臘信貸按年變幅 (%)

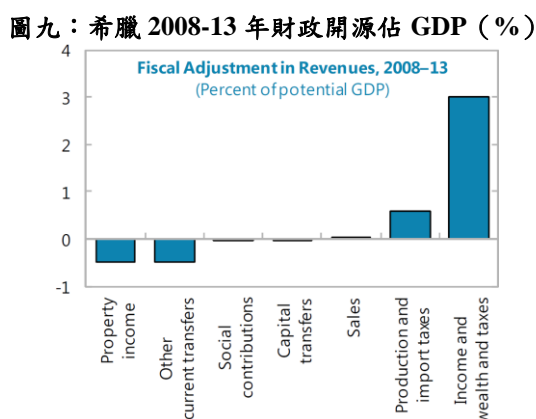


希臘另一出現債務危機原因，未必純屬基本因素，而是集不到資。觀乎信貸數字，無論哪個環節——企業、樓市或消費，近年雖沒進一步擴大跌幅，但跟海嘯前比則可謂「天與地」【圖七】。市場信貸不靈，政府的信貸理論上好一點，但實際上不相伯仲。

可幸的是，希臘銀行界的短期資金愈來愈毋須向央行伸手，而靠自己。觀圖所見，希臘銀行體系向歐洲央行申請緊急流動協助（ELA）的金額，及至去年已幾近減至零，取而代之是透過一般常規操作而獲得資金【圖八】。另外，整體短期資金需要其實也跟 risk-off 程度掛鈎：債息愈高，短期資金需要亦愈大，反之亦然。所以一旦危機重燃，ELA 的需求又或大幅回升，是故這數據僅反映短期前景，較長的集資能力還看圖七。



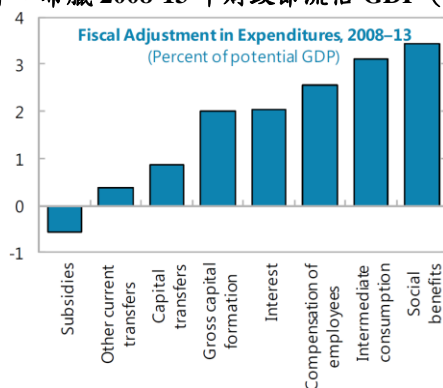
趨勢看過，那到底希臘政府在開源節流上花過多少功夫？先看開源方面。2008 至 2013 年間，財政改革下增加的主要為入息及財富稅，佔 GDP 3%；但其他環節則仍弱，生產及進口稅僅不足 1%，而餘下項目則無增長甚至倒退【圖九】。至於原因，不詳。



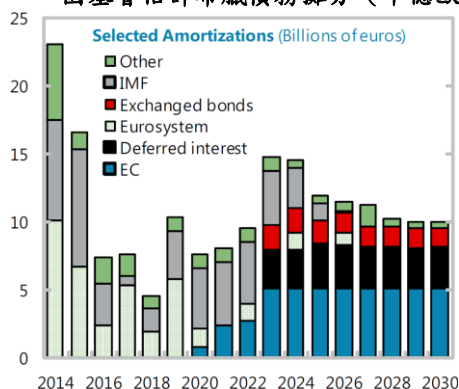
一如上文所述，希臘政府在節流上是較開源拿手的。在削減開支方面，觀圖所見，不少項目均在 2008 至 2013 年間有 GDP 的 2 至 3% 節約，尤在社會保障最多【圖十】。較諸圖五，可見希臘在削減社會開支上雖然「仍欠理想」，但已是其最佳的改善環節，較削公僕開支省回更多；圖四顯示後者已做得不算差了。罵希臘者，有否看過這些？

按照還款日程，未來數年希臘主要欠歐元體系及國基會兩大債主，以前者金額稍多【圖十一】。但按國基會去年的預測，希臘的資金需求其實料拾級向下的【圖十二】。

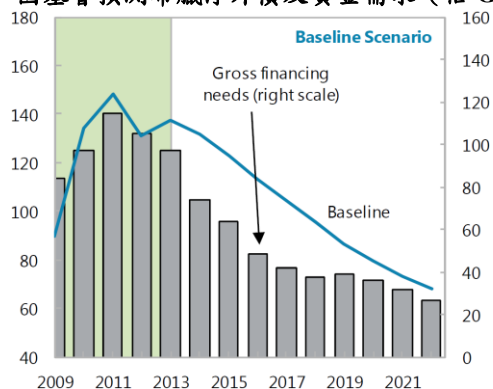
圖十：希臘 2008-13 年財政節流佔 GDP (%)



圖十一：國基會估計希臘債務攤分 (十億歐元)



圖十二：國基會預測希臘淨外債及資金需求 (佔 GDP %)



看過數據以後，相信大家應見希臘還債的基本能力並不太差，只是集資功能仍弱。至於開源節流，肯定有做，尤節流效果顯著，開源則或仍受制於失業而未能大幅改善。既然連國基會對希臘的債務攤分及資金需求也向下預測，緣何否極泰來才來違約呢？

下週事忙，停稿一次。

參考：International Monetary Fund (2014), *Greece Country Report* No. 14/151, June.

羅家聰
環球金融市場部