

《商報》專欄

希臘變天現危機？經濟復蘇有希冀

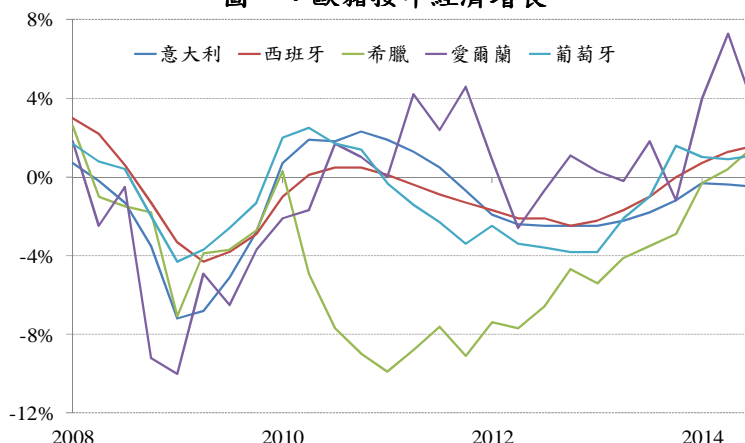
歐洲央行開完會就輪到希臘前途的抉擇。首先，今回德拉吉真係有「吉士」，原本預期放水約6,000億歐元左右，最後竟逾萬億。然而，今次歐洲央行大堆頭、大製作可謂咎由自取。歐債危機間，歐洲央行擴大資產負債表來救市。但自2012年後，歐洲股市全力爆上，希臘股市動輒大升四成。豬國股市如此吸資令人覺得歐債危機告一段落，資產負債表規模亦由逾3萬億歐元大幅降至2萬億歐元。

好聽點就是瞻前顧後，難聽就是畏首畏尾，一邊放水一邊收水是近年歐洲央行所謂的寬鬆貨幣政策。原本歐洲已在復蘇道路上，但去年初市場再炒歐元區衰退，加上油價大插，通貨收縮。如斯情況下，德拉吉唯有一博。

不過，市場未必理性。先不論歐洲央行的放水效果，但大家又炒希臘退出歐元區真是莫名奇妙。希臘激進左翼聯盟勝出大選，並打着反緊縮議題上場，但卻早已表明無意離開歐元區。當然，大家擔心若左翼聯盟堅持削減債務便會引致債務違約而被迫離開歐元區。不過，若然事成的話，希臘便會面臨自歐債危機後另一大經濟震盪，政黨們能否承擔這個後果呢？大家好好想想。

筆者認為，左翼聯盟最後只會把近年經濟持續好轉作為談判籌碼來換取另一輪援助，以及減少對希臘實行緊縮政策的限制等。先看圖一，圖中見到歐豬國近年的經濟表現已經不錯，以希臘為例，雖然歐債危機期間希臘經濟曾經按年收縮近10%，但近年已經不斷改善，去年第三季更按年上升1.6%。由此可見，希臘現時仍是豬仔嗎？那法國經濟增長按年只升0.4%又如何？其他如荷蘭（升1.0%）、比利時（升0.9%）亦一同變成豬國了，遑論其他豬國都錄得頗令人滿意的經濟增長（愛爾蘭3.5%及西班牙1.6%等）。

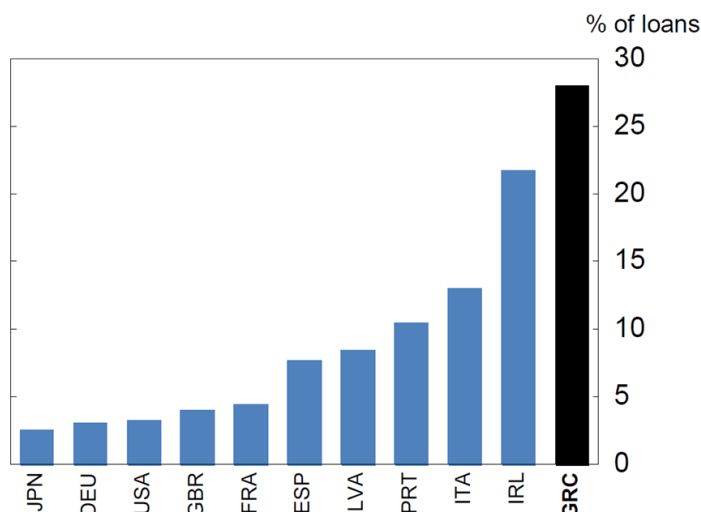
圖一：歐豬按年經濟增長



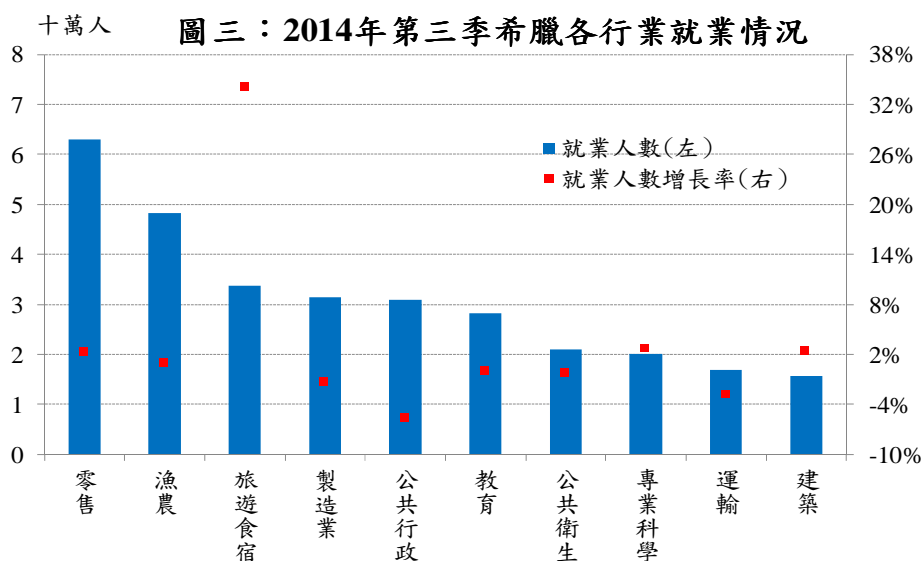
故此，希臘現在是適當時候退出歐元區嗎？先問大家一句，難道你們認為希臘人會趁經濟開始復蘇時大舉脫歐？難道他們不怕現在脫歐會再來另一次衰退？德國可能真的想棄掉這個窮親戚，但豬仔發窮惡又怎樣？有得食，要得住，要脫，早就脫了吧！

當然，筆者又怎會不清楚大家的憂慮。現在歐洲經濟再陷衰退危機，一大問題就是金融業仍然疲弱，一眾銀行未肯大幅放貸相信已略有所聞。首先，銀行主要盈利是來自息差收入，存款息是成本，貸款創造盈利。但問題來了，如果不貸款，成本只會有增無減。經濟差時，貸了款都不一定可以收回，最後更可能變成壞帳。以不良貸款比率計算（non-performing loan）計算，圖二見到，對比其他歐豬及日本與美國等大國，希臘銀行的不良貸款比率十分高企。截至2013年底，希臘國內不良貸款比率達到三成，即現時有三分一貸款都有機會隨時變成壞帳，而其他歐豬的愛爾蘭、意大利及西班牙等都名列前茅。

圖二：2013年底歐洲銀行不良貸款比率



圖三：2014年第三季希臘各行業就業情況



不過，情況又是否那麼差呢？撇除銀行業問題，美國聯儲局量度經濟是否復蘇及加息的其中一個準則是就業市場情況。看看希臘失業率仍在 25% 以上，大家可能「嚇親」。但大家亦要知道，對比高峰期的 27.8%，現時算是回落了點。另外，圖三見到，截至去年第三季，全希就業人數比谷底 2013 年 12 月已經增加三百多萬人，為歐債危機後首次連升三季。細看每個行業，全希十大行業以零售、漁農及旅遊住宿為首，三大行業的就業人數佔全希就業近半。圖三見到，對比 2013 年 12 月谷底期，三大行業的就業人數都錄得不錯增長，當中旅遊住宿更大增三成多，是眾行業中之最，其他不同行業都有百分一至二的人數增長，可見現時希臘的就業情況亦不是如外界想像般差勁。

熟悉歐洲的朋友都知，其陽光與海灘馳名，歐洲人極喜歡前往希臘避寒，故此旅遊業絕對是其支柱，近年的大幅度復蘇或能給予其經濟增長強大動力。總括而言，筆者意思不是指希臘危機已過，當中銀行業壞帳情況依然持續。不過，講銀行壞帳，內地亦不是正面對這危機嗎？更何況，希臘的經濟增長正穩步向上，但內地經濟增長卻是持續向下。故此，炒爆希臘的可能性仍低。

希臘問題，希臘解決。希臘經濟明顯已在復蘇路上，其他豬國亦如是，問題只是德國及法國等大國經濟增長正放緩。故此，炒歐債爆煲？沒可能，因為現時經濟情況已非多年前可比；炒左翼聯盟堅持脫歐？沒可能，這只是偽議題罷了。而可炒的，就是歐洲央行全力 QE，而這或許正是歐元區經濟再次向上的關鍵了。

劉振業
環球金融市場部