

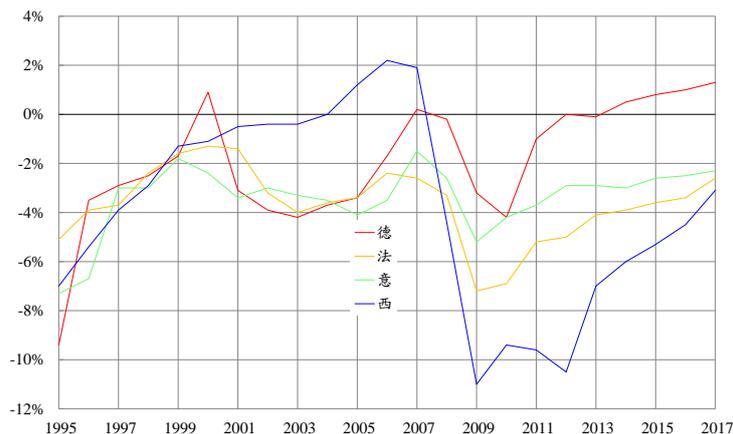
《信報》專欄〈一名經人〉

歐洲通病豈意國 經濟疲弱是萬惡

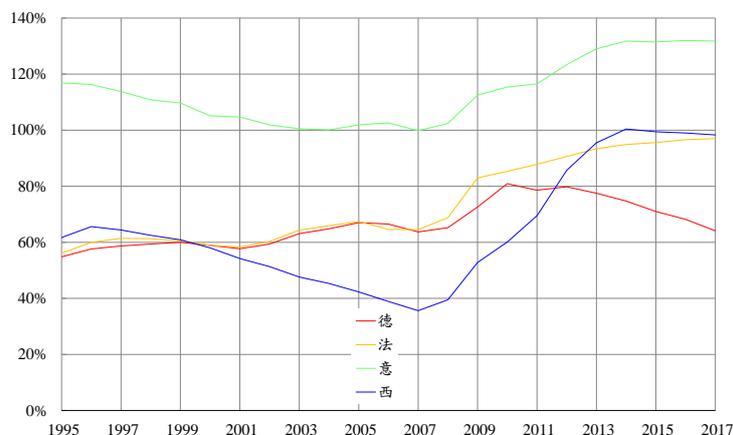
輪流炒下，早前到意大利了。之前曾寫過意大利，指銀行體系未太壞，雖有遠慮，但無近憂。即使早前跟歐盟爭拗的赤字預算佔 GDP 仍屬 2.4% 與 1.9% 的「零頭之爭」，並非什麼大是大非。既然短線問題不大，炒不起亦結果合理。那麼遠慮又有幾嚴重呢？這便要看基本因素。好壞是相對的，將意大利與歐洲 G3 比較即可，亦見全歐狀況。

歐盟《馬城條約》有財赤不逾 GDP 之 3% 的要求，不過由 1992 年簽訂條約至今，又有幾個國家做到這個？其實 2011 年前，德國在大多年份的財赤也超過 GDP 的 3%，其餘三國通常即有更差【圖一】。在德國剛統一不久大衰退、水深火熱的 1990 年代中，財赤佔 GDP 曾近一成，為歐洲四大之冠；只是近年風生水起後，才對鄰國律人以嚴。海嘯後歐洲 G4 的財政表現確見分歧，雖然近年四國皆在改善，但意大利無疑較慢。

圖一：歐元區四大國財政收支佔 GDP



圖二：歐元區四大國國債佔 GDP

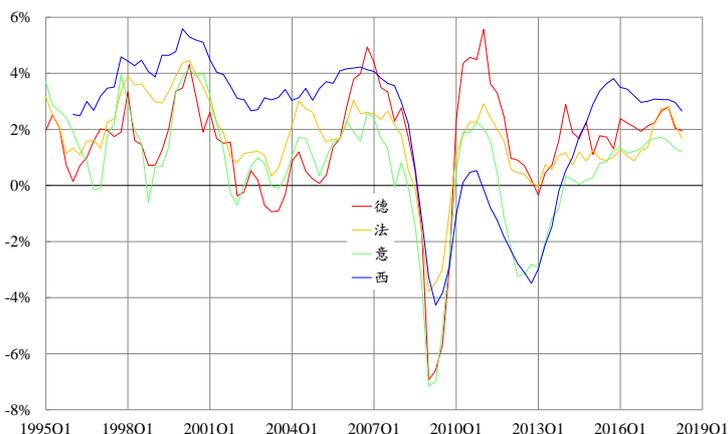


至於債務表現，從財赤發展亦可思過半。以國債佔 GDP 計，意大利的無疑偏高，僅次於出過事的希臘；但自 2014 年至今，意大利國債佔比已從海嘯後的升勢停下來，勢頭上又難以說成「很差」【圖二】。何況其兩兄弟國法、西近年債佔比也同只是橫行，

跌的只有德國；而《馬城條約》亦有寫明，債佔 GDP 要在 60% 之內，以去年數字來看，其實德國也未做到，且是連續十五年做不到。當四大都不合格時，德國五十步笑百步，齊齊差都差了十幾廿年，除非近年惡化得快，不然，齊齊無事的機會大過齊齊爆煲。

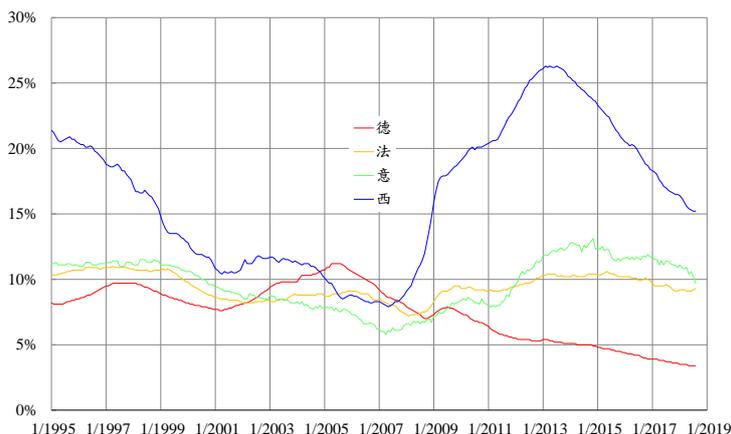
常言道，赤字、債務都是果，原因還在經濟。查歐洲 G4 經濟增長，除西班牙外，海嘯前另三國均叮嚀馬頭，分別不大；但海嘯後，意大利的則經常性低於德、法兩國，至今依然【圖三】。當 GDP 增長慢時，縱赤、債升得不快，分母不夠大亦令比例難看。另外，經濟增長低亦使政府稅收少而支出（救濟）多，赤、債比例的分子因而上升。

圖三：歐元區四大國實質GDP增長



GDP 增長的外圍影響頗大，要看一國真正好壞，還得觀察就業市場，尤失業率。譬如西班牙，雖然近年 GDP 增長很高，但失業率也高，儘管跌得也快，結果其赤字、債務佔比也不理想【圖四】。論失業率只有德國一枝獨秀；近幾年來意大利差過法國，但差距也縮窄了。其實意大利的失業率近四年來反覆下跌，而跌速也跟德、法相若。

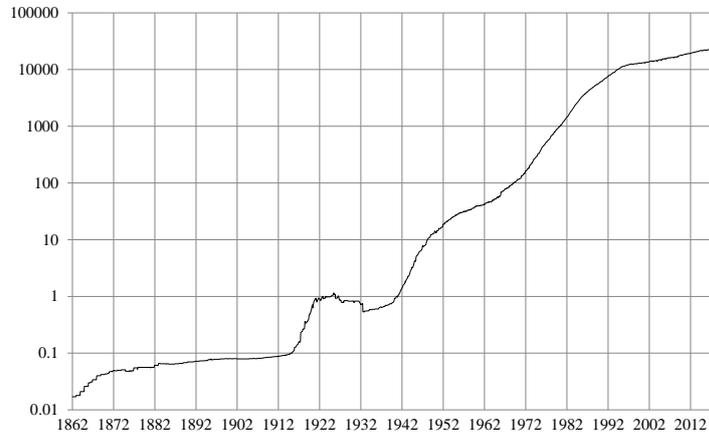
圖四：歐元區四大國失業率



由此可見，意大利今天見到的「債台高築」局面有其前因，都是經濟相對弱所致。不過，滯後的就業指標顯示該國經濟正在改善，只是無速度和不夠快而已。既然好轉，所謂遠慮其實亦可稍紓緩。如斯大國（GDP 全球排第十），將之與委內瑞拉、阿根廷、土耳其湊成 VITA 合成一堆顯然勉強，何況其基本因素根本不可與另三國同日而語。

從意大利近個半世紀以來的國債銀碼發展所見，增速最快是一、二戰期和 1970 至 1990 年代【圖五】。近四分一世紀以來，債的增速已慢得多，可謂一戰以來最慢的了。要是債務爆煲，數據不會呈現這種趨勢。所以遠慮而言，應擔心經濟多於其債務吧。

圖五：意大利國債（萬歐元）



羅家聰
環球金融市場部