

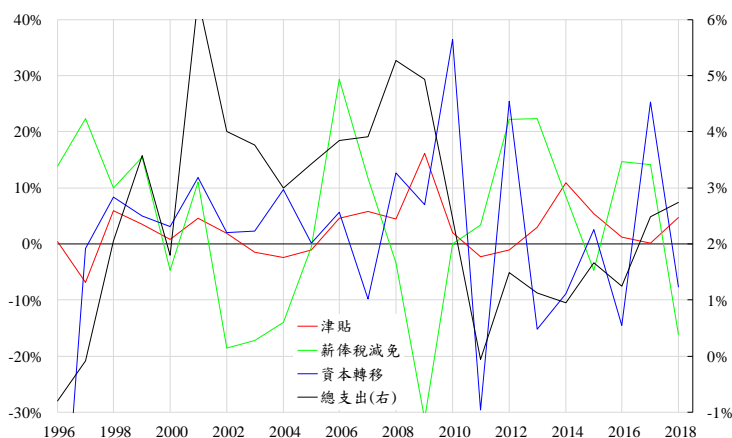
《信報》專欄〈一名經人〉

歐洲未嘗大花筒 財政縱鬆亦無用

環球股市一輪急挫後喘定反彈，其一主要藉口是炒寬鬆。美國減息早已炒到透支，而其他央行普遍零息，根本無再鬆的條件，因此尚可炒的是轉戰財政寬鬆，尤其歐洲。歐洲央行候任總裁拉加德早已打開口牌有此主張，但諷刺的是這辦將不由她管。或許，她深明貨幣政策早已行到盡頭，遂未上任便先將寬鬆的責任交回財政機關。無論如何，財政政策有否作用也是值得了解的。今文所分析，皆為1995年起的歐元區的數據。

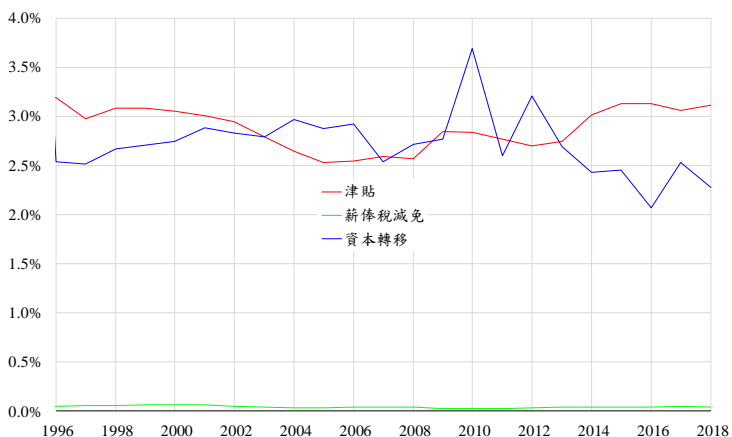
先看歐元區的政府支出增長【圖一】。在各支出項目當中，有幾項的增長在2008、2012年等較差年份下曾經大幅飆升，包括津貼、稅務和資本轉移；其他項目未有異樣。這三項並非全數於金融海嘯和歐債危機期大增，而增幅亦不算特別大。這似乎在顯示，一直以來歐洲不傾向用財政政策來應對危機，或因長年福利主義下本已累積龐大債務，尤其德國，基因裏已生怕債務危機和超級通脹。及至近年，這幾項更不時出現收縮。

圖一：歐元區政府支出增長



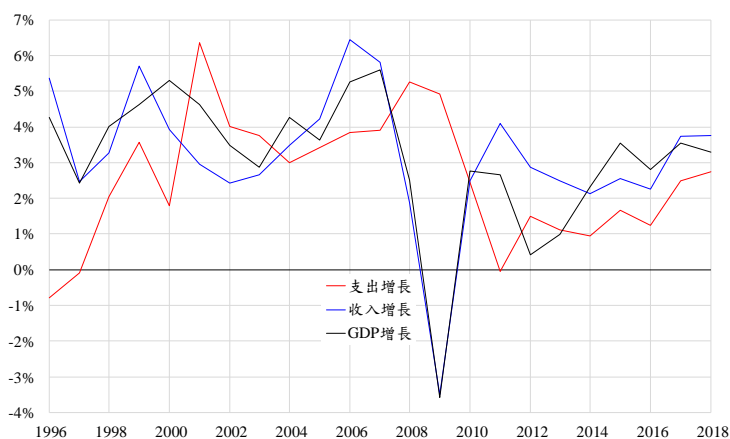
誠然，歷來這幾項支出佔總支出的比例亦相當有限。即使是最大的「津貼」一項，亦僅佔GDP約3%，至於其餘小的如薪俸稅減免，佔比更是零頭也未有呢【圖二】！

圖二：歐元區政府支出項目佔比



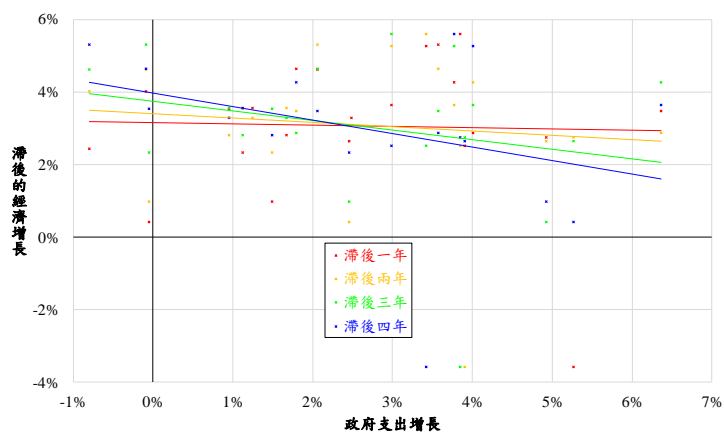
歐元區政府的收支與增長關係又是如何的呢？驟眼即見，一如所有其他地方情況，政府收入增長相當被動，並直接與經濟增長掛勾【圖三】。但收入呢？似乎有點關係，卻亦有點反週期。譬如金融海嘯期間，經濟和政府收入均告插水，但其時支出則反增。然而，反週期亦非必然的，如近年經濟明顯復蘇，儘管速度緩慢，不過支出增長加快，惜自2015年起全區增長未見跟隨。看來，財政支出增長加快不一定能加速經濟增長。

圖三：歐元區政府收支與經濟增長



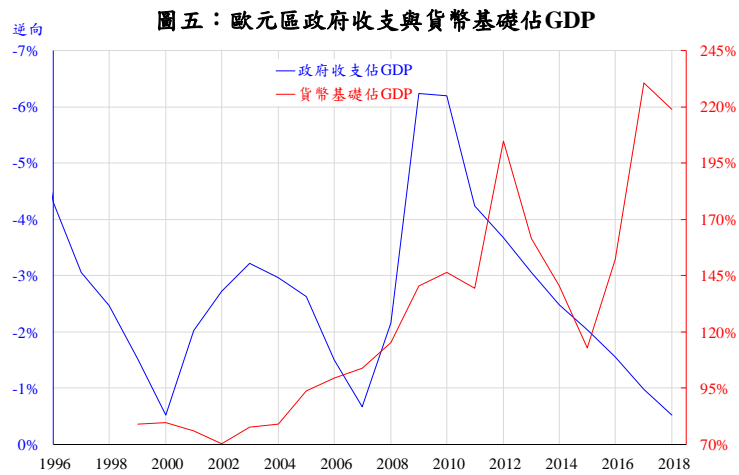
若進一步剖析，會見財政手段理據更為薄弱。計算政府支出增長與經濟增長關係，可見兩者同步關係幾近零，本已無關；但若看多幾個結果，即見某年的政府支出增長，與滯後的經濟增長漸成反比：滯後年數愈多，反比程度愈大【圖四】。留意這是反比，即財政支出增加過後，經濟增長逐年遞減而非加快。這教人質疑財政政策是否有用。

圖四：歐元區政府支出與滯後的GDP增長，1995-2018



最後，假使真推財政政策，政府赤字加大又有否不良影響呢？外界一般所關心的，乃開支增了以後是否要印鈔來還。這點猜測倒合理的，因為近年歐洲的債務比例不低，且已爆發過債務危機，以發債推遲為支出找數的做法未必可取。相反，近年通脹低企，印鈔既可找數亦可製造通脹，於此一舉兩得。那當局實際上有無這樣做呢？觀圖所見，有，貨幣基礎佔GDP是反覆上升的；不過，全區財政紀律同時亦有改善，海嘯過後，財赤佔GDP由逾6%收窄至不足1%，變相收水，反映不敢真的大手行財赤【圖五】。

或許主事者早知財政政策作用不大：目前的低迷格局多少跟日本似，結構性的。



羅家聰
環球金融市場部