

# 歐元區「劇毒組合」最危險



國際視野 潘迪藍  
Gavekal Dragonomics  
資深經濟師

相信所有人都肯定會同意，今時今日的金融體系是相当複雜和互相關聯的。要監管這麼複雜的體系幾乎是不可能的，因為正如法國經濟學家弗雷德里克·巴斯夏（Frederic Bastiat）所說，每一個行動或者每一條法例都會引起一系列效應，當中只有最即時和最明顯的效應是容易看到的，其他效應往往在初期會被忽略。

試圖監管這種體系的結果通常都是，看得到的效應會受到嚴格監管。這樣做的代價往往是，那些看不到的效應會在某個最糟糕的時候爆發，尤其是當這兩套監管法規是有矛盾時。

讓我再解釋一下。長期以來，我一直認為中央銀行（特別是歐洲國家的央行）已經將它們在金融體系的焦點放在某些資產（例如法國或意大利的主權債券）價格的控制；而不是像以往一樣，將焦點放在受控地創造財富。

## 央行扭曲資產價格 風險被掩蓋

正如歐洲央行行長德拉吉在2012年7月所說，不論任何情形，中央銀行都不會容許這些資產的價格下跌。這種做法不但會引致有關債券維持在虛假的價格，而且還會引致它們的價格波動性維持在虛假的低水平。

若負責監管退休金、保險公司及其他金融機構的監管機構覺得，經合組織（OECD）成員國的政府債券的風險為零，那麼那些持有這些債券的金融機構是否就毋須持有任何資本準備金？

其結果將會是，法國政府的資金成本低於本來的水平，所以法國政府的長期債券（OAT）的價格將會有雙重水份。

## 法公債增長遠高於私人債

考慮到大多數管理長期資金的公司將使用某種風險模型決定如何將資本分配在不同資產之間。由於這些風險模型全部都是根據以往的波動運作，它們自然會將愈來愈多的資本推向法國政府的債券。

在法國，這種做法令到其經濟中的公營板塊無限制地



歐洲國家央行，長期將它們在金融體系的焦點放在某些資產價格的控制；而不是像以往一樣，將焦點放在受控地創造財富。（資料圖片）

增長，私營板塊則萎縮。過去20年，法國的公共債務增長了兩位。在同一時期，其利息成本卻有所下降。

正如我過去所說，如果在一段長時間內，政府增長得比私營板塊為快，那麼其經濟的結構增長速度就會下跌。由於長期利率的趨勢是跟隨結構的經濟增長率，所以政府的融資成本便愈來愈低。

## 價格扭曲愈久 將來破壞力愈驚人

當經濟增長率下跌時，失業率就會隨之上升，而要求政府增加開支的呼聲很快就會變得震耳欲聾。這是一個惡性循環。但是，遲早有一日，那些債券的虛假價格就會下瀉，就好像2011至2012年間歐債成員國的債券一樣。這時，那些風險模型的混沌大大增加。當波動回復到較合理的水平時，那些機構的風險模型就會拋售佔值過高的資產，這又會令那些資產的價格進一步下跌、波動進一步加劇。

但沒有人深取過教訓嗎？今時今日，歐元的匯率水平就仍然是靠人為控制的。《巴塞爾協議III》（Basel III）和歐盟的《償付能力II改革》（Solvency II）對於扭曲價格有一套監管制度，再結合受監管機構的內部監控模式，或有助防止短期內出現放蕩復萌。但是，可能有一日，積壓的力量會大到連中央銀行也阻止不了。

一般人的根本錯誤是假設了風險就等於波動。如果資產價格和波動性是完全由市場決定的，這個假設可能成立。那麼，風險管理模型就並非不穩定的力量。但是，當資產價格和波動性並不是由市場決定時，這個假設就

“

政府增長得比私營板塊為快，那麼其經濟的結構增長速度就會下跌。由於長期利率的趨勢是跟隨結構的經濟增長率，因此，政府的融資成本便愈來愈低。當經濟增長率下跌時，失業率就會隨之上升，而要求政府增加開支的呼聲很快就變得震耳欲聾。這是一個惡性循環。

是完全錯誤的。

其實，我從來都不認為，風險就等於波動性。我認為，風險等於永遠不能收回的資本損失，就像2012年之前發行的希臘債券。

## 資產波動愈市場化 風險愈低

因此，在價格操控、監管和內部風險制度的綜合效應下，風險最低的資產就是那些波動性最接近市場水平的資產。

這自然會引導我走向世界各地的股票，特別是亞洲區的，以及歐元區以外的固定收入資產。這是因為，在歐元區，虛假價格、虛假波動性及內部風險系統的劇毒組合，看來是最危險的。