

歐元區內 意國風險高



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

在一個資本自由流動和貨幣自由浮動的世界，貨幣的匯率會自然地由兩國的購買力平價靠攏。造成購買平價與貨幣匯率的背馳，通常是利率、經常帳赤字、資金流向等一連串循環地相互影響的變數的綜合結果。

(編者按：根據購買力平價的理論，一國貨幣的價值是由一單位該國貨幣在其國內所能購買的商品及勞務的數量，即所謂購買力加以決定，因此兩國貨幣之間的匯率可採取兩國貨幣的購買力的比值加以表示。)

阿根廷拒絕短痛 造成「金融賤民」

但是，當政府決定取代市場，獨斷地自行在兩種貨幣之間設立一套固定的匯率制度，那就會給重回購買力的過程帶來混亂。讓我們看看兩個最著名的例子——香港和阿根廷。

香港和阿根廷的貨幣都是採用與美元掛鈎的聯繫匯率制度。技術上，這意味着，本地的貨幣供應會受中央銀行的儲備影響。這和黃金交易所的做法類似，但在這裏，是以美元代替黃金來作為儲備。

以香港來說，在1990年代中期，港元的匯率顯得偏高，這令到大量資金外流（儲備因而下降）。香港金融管理局根據遊戲規則辦事，這又令香港的貨幣供應大減。於是乎，資產（如房地產）價格大幅下跌，連一般消費品的價格也下跌。

香港金融管理局讓通縮發生。而透過通縮，香港的生產者回復競爭力——到了現在，港元兌美元的聯繫匯率已顯得像低估了港元。香港可以這樣做，是因為其經濟夠彈性。

至於阿根廷，當其貨幣顯得偏高時，阿根廷政府決定大量向外舉債，以補回外匯儲備的下跌。阿根廷政府不讓貨幣供應下跌以及通縮出現，卻選擇增加國債。很快地，阿根廷的國債急升，每張阿根廷債券都背負着不少外債，問題只是這個系統何時崩潰。

由於阿根廷拒絕接受短痛（不讓貨幣供應下跌及通縮出現），結果引致巨大的政治和經濟危機，該國和國際投資者損失慘重，該國的生活水平大幅下跌，成為「金融賤民」……。反觀香港，經過幾年陣痛之後，現時其



在歐元區內，意大利政府自從2002年以來，債券的升幅竟比標準普爾500指數高出43%。近幾個星期，意大利債券和德國債券之間的差距才開始擴大。
(資料圖片)

經濟比調整期之前更健康。

固定匯率肆意舉債 後果堪憂

由以上的經驗，我們學到一課：不能有一套固定的匯率制度以及同時靠政府舉債來維持。這樣會造成災難性的結果，特別是對於信任該國政府及購買其政府債券的人來說（看看1997年的泰國和韓國、1998年的俄羅斯、2001年的阿根廷均出現此問題）。

事實上，全球很多大型金融意外都是起源於一套固定的匯率機制和一個揮霍無度的政府。為何要談這個歷史教訓？因為今日世上仍有一個地區政府大舉增加舉債以及採用一套固定的匯率機制。這個就是歐元區！區內的某些國家可能會重蹈阿根廷的覆轍。

我已經批評了一段時間，歐元是一個不知駛往何處的火車頭。自從2002年以來，意大利政府債券的升幅竟比標準普爾500指數高出43%。而且，這無視以下各種現象：

a) 意大利多次違反將財政赤字控制在本地生產總值(GDP)3%以內的馬城條約共識。

b) 意大利政府的未償還債務已由相當於本地生產總值(GDP)的105%，升至相當於本地生產總值(GDP)

的107.6%。

c) 意大利政府的債務平均年期已由1999年的2年多，升至現時的超過5年。

d) 由今年開始，意大利的人口將會出現下降。

e) 意大利去年選出了一名來自共產黨的總統，一名共產黨的國會領袖。而二十個政府部長職位，亦有九個由共產黨員出任。

f) 意大利去年以不太光彩的手法贏得世界杯冠軍，至今仍含糊其辭。（意大利後衛馬特拉斯故意對法國球星施丹施以「挑釁戰術」，出言侮辱其母親和姊姊，激怒施丹，令他被逐出場。）

經濟惡化 意債位高勢危

那意大利債券還能繼續違反經濟邏輯、跑贏大市嗎？還是意大利債券已經嚴重偏高？有趣的是，近幾個星期，意大利債券和德國債券之間的差距才開始擴大。投資者似乎是突然發覺意大利債券和德國債券兩者的風險並不一樣。

毫無疑問，繼續持有歐元區的債券，或者任何以歐元為主的資產，是現時最危險的投資行為之一。市場已開始醒覺，歐元區內矛盾重重。