

南歐信貸危機 突顯歐元死穴



國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

幾個月前，所有歐洲政客、經濟學家、報章或普遍人仍吹噓，在金融海嘯中，歐元創造了一個穩定地帶，保護歐洲免受「貨幣混亂」之苦，從而防止了更大的經濟破壞。可是，這樣的說法是否真的受得住考驗？

首先，儘管金融海嘯源頭是美國，但美國經濟反彈的速度，看來卻要比歐元區強勁得多。以最近一季的企業盈利為例，差不多80%美國上市公司的盈利都超過市場預測的中位數，65%的美國上市公司的營業額亦超過市場預測的中位數，這是非常令人鼓舞的。因為這突顯了對美國企業來說，削減成本並非獲利的唯一方法——美國經濟已經在擴張中。

歐洲復蘇步伐落後美國

但同一時間，歐洲的數據卻只是繼續描繪着一個十分溫和的復蘇。日前公布的建築業數據就按年收縮15.2%，回復到1997年的那個水平。德國央行則宣布，由於天氣惡劣，德國今年首季的GDP可能會重新出現負增長。荷蘭宣布，首季的零售數據按年收縮了4%……總而言之，有關歐元保護了歐洲貨幣聯盟(EMU)之說，實在十分空洞。在西班牙，20歲至24歲的年輕人之中，有37%已登記了失業。

其次，對大多數歐元區國家來說，採用歐元作為貨幣的代價，現在才因為希臘等國家可能到期未能償還政府債券，而突顯出來。日前，穆迪將希臘的信貸評級降至A3級，10年期的希臘國債的孳息率，竟然比印尼的國債還要高（印尼的信貸評級一直被列為非投資級別）。

這是由希臘財政赤字的消息引發的——兩星期前，希臘去年的財政赤字還是相當於其GDP的12.9%，但現在是差不多相當於其GDP的13.6%。Eurostat更表示，由於希臘的數據不甚可靠，有可能要再次修訂，最終數字或許接近GDP的14%。

因為這個消息，歐元匯價下試低位。兩年期的希臘國債孳息率，竟然比10年期的希臘國債的孳息率還要高，對一個經濟合作及發展組織(OECD)成員國來說，並非中央銀行干預之下，這可是首次。

撇開歐盟和國際貨幣基金組織(IMF)的拯救計劃來說，南歐的信貸危機愈演愈烈，投資銀行已開始

公開討論到期不能贖回債券的可能性。隨着希臘危機持續，我們可以得到什麼教訓？

歐元有好處亦有壞處

一、就像大多數固定的貨幣安排那樣，歐元有好處，亦有其壞處。早在歐元誕生之時，已經暗藏了其死穴。現在，差不多所有投資者都明白這點。剩下來的問題只是，究竟用什麼方法來解決這個債務危機？是進一步推行歐洲一體化、聯邦化，設立一個泛歐洲的財政部，賦予它掌管全個歐洲稅收工作的權力？還是推行一個全歐洲的債務融資計劃？但這會令歐元大跌，還有通脹失控的風險。抑或是債務重組？隨着時間一天一天過去，採用第一個方案的機會已很小。

盲目利差交易 恐贏粒糖輸間廠

二、歐洲各國的領袖容許事態失控到那個地步，以及自己的國家捲入到哪個程度，是最值得關注。在日本，只需要協調3個權力機構（大藏省、日本央行、執政黨），就能對危機作出反應。但是，在歐洲，任何協議都是很多機構實繁苦心的妥協和折衷。這就算不需要幾年，也需要幾個月來通過。理解到這一點之後，就應該明白，那個「歐元是政治計劃，自然會找到政治解決方法」的長遠看法，很快就會證實是過度樂觀。

三、最明顯的結論是，以利差交易（借入低息或下跌的貨幣，去購買高息或升值的貨幣）賺取生計很危險。我的朋友Hunt Taylor就形容，利差交易的投資者賺錢時只像一隻鳥兒進食，蝕錢時卻像一隻牛腹瀉般（即俗語所謂「贏粒糖、輸間廠」）。今天這個永恒真理，歐洲銀行和保險公司買入希臘國債又再一次成了例證——它們不理基本因素，只因希臘國債孳息率比自己國債高，就決定買入。四、最後結論是，儘管希臘國債孳息率續升，以



對大多數歐元區國家來說，採用歐元作為貨幣的代價，現在因為希臘等國出現信貸危機而突顯出來。圖為歐洲央行總部外歐元標誌。（資料圖片）

及歐元繼續下滑，有關影響並未像傳染病般散播到歐洲以外。例如，亞洲的主權債務的孳息率繼續向下，美國的利差仍然很緊（即借美元買亞洲貨幣的利潤空間有限）。這顯示出，在整體金融市場上，槓桿化的比例仍然算低，減少了傳染病的效應。

問題清晰前 寧願暫離場

不管怎樣，事態變得愈來愈嚴重，因為希臘不能夠持續地應付現時的借貸成本。除非歐洲顯示出重大的政治決心，不然就像投資銀行現時叫囂警告投資者般——希臘將要債務重組。

因此，我們預期環球股市未來仍會反覆無常。在希臘的債務問題找到清晰解決方法之前，我寧願暫時停止在股市買賣，暫時置身局外（雖然我骨子裏是看漲的，並相信全球經濟復蘇是真實的）。