

歐元區領袖 被逼至牆角

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

雖然我不喜歡重複，但恐怕我別無選擇，只能再談歐元崩潰的問題。隨着意大利國債的孳息率突破7厘，現在的戰線已很清楚。

在這情形下，一就是歐洲央行以積極的方式入市，購買風險資產（令人聯想到香港金融管理局在1998年的做法）；不然就是一些南歐國家，甚至聯同法國，被迫實行資本控制，關閉它們的金融市場，宣布銀行放假一周，以及重新發行本國貨幣。

在這個發人深省背景下，德國和法國的決策者現在已經開始公開討論希臘離開歐元區的可能性，這顯然已經改變了投資者的心理，原因是：若希臘應離開，那南歐國家到底爲了什麼，要繼續滯留在缺乏競爭力的歐元，乞求德國幫助以支付懲罰性的高利率？

較佳的方法是，以本國貨幣來重新計算債務，並利用中央銀行大幅削減利率（至接近零），不再理會幣值的問題（在通貨緊縮的環境中，是愈弱愈好）。但當然，這些可能性現在若公開討論，有什麼機構投資者還會長期持有意大利、希臘、西班牙、葡萄牙，甚至法國的國債？

照現在看來，機構投資者可能會集體拋售南歐國家的國債，散户投資者則會由他們的銀行戶口提走存款

（希臘好像正出現這種情況）。之後，就要看問題爆發得快，還是歐洲央行集體介入得快。

機構拋售南歐債 散户提走存款

當然，歐元支持者會認為，歐洲央行早已經入市。事實上，據我了解，向歐洲銀行和政府提供（透過購買主權債券或擔保債券和債券回購）的1.1萬億歐元緊急放款之中，有9700億歐元是來自歐洲央行，只有小部分來自國際貨幣基金組織（IMF）、其他歐盟國家及「歐元穩定基金」（EFSF）。

這些數字突顯了當前形勢下超現實的現實。畢竟，每個人都會同意，誰出錢，誰就有權決定遊戲規則。可是，現時相當荒謬的是，德國預計可以制定遊戲規則，但迄今爲止，它付出的卻是很少！

德國定遊戲規則 付出卻極少

直至現時，幾乎所有用來援助「歐豬五國」的錢，都來自歐洲央行。隨着日子過去，看來這情況亦不會改變。

事實上，到了現時這個重要關頭，一就是歐洲央行的緊急援助易發難收，被迫超速印銀紙買債，令歐元狂瀉；不然就是歐元開始分裂。從德國決策者最近的聲明看來，似乎愈來愈有可能，德國現正悄悄地爲後一種情況作準備。在這種情形下，對亞洲區的資產意味着什麼？

上周亞洲股票被猛烈拋售提醒了我們，大家同坐一條船——歐洲的金融危機和可能來臨的經濟衰退將會有全球性的迴響。

然而，歐洲貨幣聯盟（EMU）的政治家已經被逼到牆角。某程度上，美國也面對同樣處境（要大幅削減財赤的國會超級委員會可能很快就會提醒我們）。但在亞洲，政策選擇會多得多。

而且，儘管亞洲區持續倚賴向西方國家出口，以及與西方國家的金融聯繫，從區內經濟的發展趨勢，可

以獲得一些舒緩：

1. 中國因素：透過貿易和金融，亞洲區的經濟愈來愈倚賴中國這個靠山。雖然中國的經濟增長在未來幾個月內將會顯著放緩，但其經濟規模現時已相當龐大，每一個百分點的增長的實際數額都比幾年前要大。

中國因素帶動 亞洲基礎較歐美穩健

根據經濟合作與發展組織（OECD）的預測，即使中國的經濟增長在2012年放緩至7.5%，在未來兩年，中國的國內需求也將會增加1.5萬億美元，超過美國國內需求的幾千億美元增長。與西方國家相比，亞洲國家捕捉中國的部分需求，會有優勢……

2. 亞洲區內的貿易不斷增長：中國是鄰近生產國的最大出口目的地。與西方國家不同的是，大多數亞洲國家與中國的貿易都有盈餘。根據最近一項估計，亞洲區內的貿易已佔亞洲國家貿易總額的接近55%。

除了貿易之外，一些亞洲城市愈來愈多向中國提供貿易融資以及其他金融業的服務，當然包括在不斷增長的離岸人民幣產品市場中發揮關鍵作用。

3. 寬鬆的選項：我們已經看到了新加坡有一項略爲放鬆銀根的舉動；印尼在過去一個月，就更加減息0.75厘，令其政策利率下降至6厘。因爲通脹壓力下降。在全球需求前景轉差的情形下，亞洲背負着更大的期望。但是，儘管中國的經濟增長放緩，我們仍然不預期，中國會有大幅放鬆銀根的舉動。

亞股受惠 資金成本下降

內在2009年推出龐大的刺激經濟計劃之後，很多槓桿化作用仍然存在。因此，中國若再推出寬鬆措施，將會是有選擇性和有限的。事實上，中國可能會在人民幣上採取一些寬鬆措施。儘管最近幾個月其他亞洲貨幣都有下調的壓力，中國當局仍然保持着人民幣升值。但出口若再受影響，中國可能會放慢人民幣



歐元崩潰風眼轉至意大利。該國總理貝盧斯科尼於通過緊縮方案後請辭。（新華社）

的升值步伐。

很明顯，亞洲的基本因素遠遠比西方國家爲佳。但在金融市場，這會如何反映？過去兩年，亞洲主要的吸引力是它的貨幣升值，以及其相對高的孳息率。現在，我們可能會看到，其孳息率與經合組織成員國的差距縮小。單就這個原因而言，我們至少不應該預期亞洲貨幣大幅跑贏。

然而，亞洲股票將會從以下的因素受惠，包括：資金成本降低，股息率與利率差距縮小，當然還有比較扎實的基本因素。