

歐元區經濟否極泰來

國際
視野**Pierre Gave**
GaveKal亞洲區
研究部主管

自去年夏天以來，因為估值吸引及慷慨的流動性，大多數歐元區的金融市場都有令人驚歎的表現。然而，若要讓最近的「歐洲幸福感」（europhoria）變成一個可持續的牛市，歐元區就必須有一個周期性的經濟復蘇，以及進一步增強治理。

透過更好的危機管理來改善經營環境意味着，歐洲已經為自己買來一些時間，來處理其周邊經濟體未解決的問題。一旦這個癒合過程受到廣泛的重視，我預期，人們將會對歐洲的股市加速重新評價。

為了把握歐元區的危機模式可能漸過，我們值得簡要地重述發生了什麼及為什麼。在2011年，歐元區因為未能全面解決周邊經濟體的銀行和主權償付能力問題，引致投資者擔心單一貨幣解體，因而出現系統性危機。這種威脅引發了惡性循環，因為金融機構只尋求安全，而不理回報低。

因此，到了2012年初，歐元區面臨通貨緊縮。這又加劇了外圍主權國家面臨的資金危機。《巴塞爾協議III》（Basel III）和《償付能力指令II》（Solvency II directives）施加的保守資本和流動性要求，令金融機構更加追求安全感，對弱的交易對手敬而遠之。

最重要的是，在2011年和2012年，這情形由金融業蔓延到廣泛的歐洲經濟體。最後，連整體健康的貿易依賴型經濟體如德國、北歐、比利時、荷蘭和盧森堡（比荷盧三國關稅同盟）（Benelux），亦因為全球貿易大幅放緩而受到重創。但現在，這股困擾了歐洲兩年的破壞力看來好像已經轉了方向，或者其衝擊已變得大不如前。

德拉吉推「認沽期權」奏效

觸發事件是歐洲央行行長德拉吉在去年夏天推出的「認沽期權」（Put Option）政策。然而，出現突破性的發展還是去年11月讓希臘債務重組及接受正式的減免債務原則。

結果，根據Intrade的數據，在2014年底至少有一個國家拋棄歐元的機會，由去年11月初的高達65%，大幅下降至20%，創下2010年後的低位。

這種恐懼感顯著減少，令金融機構對歐洲央行的緊急援助資金的依賴大大減低。歐元區中央銀行之間的劃撥清算系統（Target 2 Payments Systems）的不平衡

亦開始顯著舒緩。一些作為資金「避風塘」的投資產品，例如短期的德國國債，其收益率亦上升到較為正常的水平。

廣義來說，歐元區的綜合財政狀況，已經恢復到2007年中的水平。此外，《巴塞爾協議III》和《償付能力指令II》制度下的一些周期性元素的軟化，應該會對歐元區的信貸增長和金融市場起到支持作用。

這一點很重要，因為經濟復蘇通常會比金融政狀況顯著改善滯後大約6個月。雖然沒有人會預期歐元區的經濟出現V形反彈，但經濟復蘇看來已經在望。

拋棄緊縮政策是另一個支持穩步復蘇的因素。隨著國際貨幣基金組織（IMF）與歐盟達成新的「財政契約」，歐盟可以集中精神處理結構性的赤字，而不是一些名義目標。對於受損最嚴重的國家，財政緊縮可能會維持一段較長的時間。例如，沒有什麼理由，西班牙不能夠從愛爾蘭那種待遇中得益。後者就獲准，至2017年才將其龐大的財政赤字削減至低於其GDP的3%。歐元區作為一個整體，在過去兩年大大改善了其結構性財政問題，應該很快就會守得雲開見月明。歐元區作為一個整體，自從2006年以來，今年將會第一次因為其先進工業成員國的財政狀況沒有那麼緊縮，而有所得益——今年它只會拖低GDP增長不到1%，若緊縮政策再軟化一些，甚至可能更少。在2011年和2012年，財政的緊縮措施拖低了1.5%GDP。由2014年起，財政政策對歐元區的影響應該會接近中性。

環球貿易回復增長 德商業信心增加

更直接的影響是環球貿易恢復增長，特別是配合中國和美國的復蘇。雖然目前還不清楚反彈的力度，但透過德國經濟智庫組織（IFO）的一些企業景氣指數和採購經理指數（PMI）調查的最新數據，已經可以看到德國商業信心的正面影響。

德國的總產出採購經理指數（Aggregate Output PMI）在1月份上升至53.6，乃12個月以來的最高水平，清楚地顯示了經濟增長的勢頭。IFO的所有調查都顯示出經濟復蘇。我們預期，由外向型經濟的北歐國家，如瑞士、瑞典、丹麥、荷蘭，以及稍後的東歐國家，將會得到類似的確認。

至於法國和比利時，它們的汽車和鋼鐵業延遲重組帶來的負面影響亦會被吸收（可能是今年中）。它們亦應該可以從中得益。我相信，即將到來的復蘇，大部分會出現在北歐和東歐。至於這次復蘇的力度和闊度，則仍然是未知數，因為它非常依賴全球性的復蘇力度。當然，歐元區熊市論者會說，歐元匯率轉強，可能會破壞復蘇。這確實是一個風險。但相反的觀點

歐洲金融環境回穩有助刺激經濟



是，即使經過最近的升值，歐元的實質匯率仍然遠低於其近年的平均水平。而且，出口增長乃主要靠區內人口國家的國內需求帶動，匯率的影響是較為次要、較慢，也較複雜。

最終，由北歐到其他歐元區國家的「正面傳染」的力度，將取決於金融機構在何種程度上恢復正常的同業拆借。銀行集團會否將它們的資產和負債管理回復到泛歐元區的整合模式，扭轉現時的趨勢？目前，英國的銀行就主要依靠英國央行的資金，來處理周邊國家運作。

對盈利佳歐企 應重新評級

北歐的投資基金又會否在其投資組合中，重新納入「歐豬五國」（PIIGS）的債券和股票？最近的數據表明，這可能是歐元區今年一個積極的上行風險。

當然，要令歐元區的金融環境穩定演變成真正的經濟復蘇，更需要做的是恢復大家共創美好明天的希望，以及提供投資激勵措施。這最終意味着，歐元區將需要使用一些「聯邦」式的治理來推行分擔政策，以及不太強調緊縮開支。因此，在出現接近正常的經濟擴張之前，歐洲仍然有很長的路要走。然而，在說服金融投資者和企業，歐元區解體不再是可信的選擇方面，關鍵的第一步已經邁出了。所以，在今年稍後時間，對仍然廉宜和盈利甚佳的歐洲企業進一步重新評級，將是完全有道理的。