



■由意大利喜劇演員格里洛領導的「五星運動」在大選贏得25%選票，反映出意大利年輕選民既反對現存的貪腐制度，又對技術官僚政府極不耐煩。

(路透圖片)

易放難收 煞費籌謀

> 前沿思考 > John Mauldin



發達國家中的三大經濟體系——歐、美、日，均正深受債務燃眉之急所困，要解決其中的深層問題，實非一朝一夕可辦。化解歐美財困問題雖然不止一途，但其中無一方案簡單輕鬆。至於日本，就更因深陷債務泥沼而無法自拔，擺脫財政危機的出路恐怕少之又少。

本欄今期就重點分析各財困國漠視警號的心態，紐約市長彭博最近就美國財政語出驚人，更令筆者對美國前景憂心忡忡。至於歐洲方面，意大利所面臨的經濟危機，亦隨該國近期大選結果懸而未決而升溫。須知以發債量而言，意大利高踞全球第三位，正是牽一髮動全身，其所處困境對國際局勢發展自然舉足輕重。

筆者常被問及以下問題：「為何美國的債務問題竟會弄到一發不可收拾的田地？有關方面又為何至今仍未就改轍易轍達成共識？」

當權者的心聲

部分原因在於位高權重的一群與普羅大眾看法有異，至少一直不認為債務問題是當務之急。上周紐約市長彭博（Michael Bloomberg）接受電台主持甘布林（John Gambling）訪問，就強制削支（sequestration）對紐約財政預算有何影響作出驚人言論，對這位家財億萬企業家在大氣電波所表達的見解，《觀察家報》（*The Observer*）有如下報道：

「市長彭博說：『實際影響視乎削支措施維持多久而定；如果只是幾個星期就問題不大，但要是削支持續下去，那當然會出問題。紐約市財政預算有10%至12%來自聯邦政府，並非所有撥款都要削減。不過，削支當然會有影響，而且並非良性影響。至於會否因而引起任何即時轉變，而紐約市又會否入不敷支；相信下次新聞發布會必定有人會向我提出有關問題，而我的答案是肯定不會。』

「除此之外，雖說聯邦政府財赤必須削減，彭博卻提出美國政府『欠債實在無限量』，而且亦無所謂足以引致債務違約的特定拖欠款額。

「彭博繼續解釋：『美國政府一向先使未來錢，這與一般家庭不可相提並論。一般家庭當然要量入為出，因為沒有人會願意給一般家庭無限量提供貸款。反過來說，願意無限量給予美國聯邦政府貸款的卻大有人在……美國政府欠債累累，債主也多，說貸款人竟會因此而卻步，實在是無稽之談。常言道：欠銀行5萬，是債務人的問題；欠銀行5000萬，就成為銀行的問題。換言之，政府財赤亦是債權人的問題，而債權人根本停不了給政府繼續提供貸款。』」

筆者實在猜不透市長所謂的「無限量」是什麼意思，不過就斷不可能指「無窮無盡，毫無限制」。雖然跟市長只曾有過數面之緣，但對方亦總算在筆者心目中曾經留下行事合理而又辭能達意的印象。相信上述一番言論無非以「無限量」來比喻限度寬鬆而已，當然亦只能但願如此。

這不禁令筆者想起美國前任副總統切尼（Dick Cheney）在位時的「財赤無關痛癢」之說。當然，若財赤水平低於國家經濟增長率（名義GDP），則切尼此說可謂不無道理；雖然任由財赤逼近增長上限亦可算不智，但亦未必會引致災難性後果。為這位前副總統說句公道話，他在當政期間想必估計不到美國財赤竟會逼近佔GDP的10%水平；美國政府想必會竭盡所能避免出現如此狀況。及至後來局勢一發不可收拾，自然另作別論。

這也正是問題的關鍵所在：美國各界領袖都未能及時認清財赤已瀕臨極限的現實，而總認為尚有寬限餘地。無論在政治或經濟上，削減開支所涉及的後果未免過於嚴重，以致部分局中人惟有一味採取拖字訣；不少政府官員更深信即使輕微削支，亦會引致不堪設想的後果。

雖然削減開支確會在短期內削弱GDP的增長潛力，而大多數政客目光如豆，只會着眼於短期發展，但看似為期短暫的效果，偏偏會延續下去；一旦大限將至，債市投資者就會變得焦慮不安。

希臘國民對強加諸其身上的緊縮措施固然心有不甘，但捨此一途還有何選擇？該國若不削減財政預算，歐洲諸國就不會為其所需新債款提供資助。希臘揮霍無度可說咎由自取，又豈能指望德國及其他歐羅區成員國無限量支持？債市對希臘關上大門，亦正是這個道理。

熱鍋上的螞蟻

除非希臘同意實行緊縮措施，否則其削支程度只會更深，因為希臘無法自行印鈔。歐洲各國即使甘願以貸款作為交換條件，以免出現希臘被迫脫離歐羅區的亂局，但希臘終須付出代價，最終目標在於通過削減政府開支使該國在財政上重整旗鼓。

市長彭博提出並無一定數額的債務足以引致市場投資終止，這話也許不無道理。雖然實際上說不定真有可資辨別的明確界限，但從近數百年來250多次債務危機的經驗而言，並無任何訊號足以顯示市場已對政府債券喪失信心。無奈市場若是失卻信心，定必來勢洶洶，讓人措手不及。

因此，筆者及多數行家才會如此擔心日本的經濟前景。該國逃避現實的作風，簡直已到了匪夷所思的地步。日本央行行長人選黑田東彥，已揚言會支持大舉印鈔並將債務貨幣化。副行長人選之一岩田規久男則表示，日本央行應購買長期債券，以實現把通脹提升至2%水平的目標。

兩位正副行長候選人都表示，可加快推行上屆政府原訂在2014年實施的貨幣化計劃。日本10年期債券孳息跌至0.585厘，創近十年來新低，有如強化日本可無限量舉債的觀感。日本政府債務大舉貨幣化在即，若債市果然如此配合這項政策，那麼日本還有何後顧之憂？日本政府所累積的債務現已突破1000萬億日圓大關！從【圖】中所示日本10年期債券孳息的走勢，就可知債市投資者對後市信心到底有多大。

既然日本可以在債務佔GDP比例高



■日本債務佔GDP比例已高達240%，而日本央行行長人選黑田東彥揚言會支持大舉印鈔並將債務貨幣化。該國逃避現實的作風，簡直到了匪夷所思的地步。（路透圖片）

達240%的水平「無限量」舉債，美國再多借幾萬億美元，甚至不斷累積以萬億美元計的債務又有何妨？更何況目前水平距離千萬億之數依然遙遠！

筆者兩年前就已在《殘局》（*End-game*）一書中作出警告，若美國未能及時採取實際行動削赤，市場就會在2014年信心盡失。不過，吾友兼紐約大學經濟學教授魯賓尼（Nouriel Roubini）雖然有「末日博士」之稱，卻指筆者此說未免過於悲觀——據他估計，大市應還能勉強支撐至2015年。

話說回來，假使削赤行動果然略有進展，則大限應能順延一段日子。一旦赤字得以

“美國各界領袖都未能及時認清財赤已瀕臨極限的現實，而總認為尚有寬限餘地。無論在政治或經濟上，削減開支所涉及的後果未免過於嚴重，以致部分局中人惟有一味採取拖字訣；不少政府官員更深信即使輕微削支，亦會引致不堪設想的後果。”

回復至低於名義GDP水平，就足以真正化解債務危機。但願彭博市長會為曾作欠債無限量之語而表達悔意；筆者亦寧願相信上文所引述的市長言論，其用意不過在於強調強制削支不會引致債務危機而已。

環球債務深淵

除非有較多像辛普森（Alan Simpson）和鮑爾斯（Erskine Bowles）等領袖仗義執言，否則美國財赤只會禍延後代；若不及時加以制止，經濟就難望會一如既往有奇迹出現。

直至去年，筆者仍認為歐羅前景未許樂觀，有理由相信在經濟壓力下，加上以德國為首的歐羅區成員國既對援助財困國心有不甘，亦對債務貨幣化不表贊同，則歐羅區至

少在一定程度上難免解體。不過，若德國等成員國能放軟立場，筆者自當修正觀點。

德國雖然一直口口聲聲反對，但實際上顯然已經同意將債務貨幣化；既然如此，筆者亦相信歐羅暫時得以保全；除非出現足以引致某成員國退出的政治危機，那就另當別論。歐洲各國領袖不惜一切力保歐羅實驗的毅力，確實值得敬佩；事到如今，歐羅解體所要付代價已達不可估量，繼續支撐下去，適當時強制執行緊縮措施，反而較為划算；而這也肯定是區內大多數成員國的立場。

依筆者看，歐羅目前面對的威脅來自以下兩方面。一是法國，因為該國財赤及經濟困境正日趨嚴重，而且在削赤方面一直只是虛與委蛇；德國已將本國財赤減至1%，對法國表現自然大感不滿。不過，在9月大選之前，總理默克爾自當竭盡所能避免出現政治危機，所以應會放法國和意大利一馬；有關詳情留待另文探討。

第二方面的威脅，在於一旦有任何成員國出現反歐羅的新政府，就有可能觸發政治危機。雖然現階段發生此一情況的機會似不算高，但觀乎意大利近期的大選結果，卻難免令歐洲群雄寢食難安。

意大利政治從來不易猜透，即使意大利人也難以看清本國政局。中間偏左聯盟在最近眾議院大選中僅以29.6%的比數勝出；貝盧斯科尼（Silvio Berlusconi）領導的聯盟則以29.2%的得票率些微落敗。據意大利憲法規定（美國選舉人票制度相較之下合理得多），大選中得票最多的政黨自動獲取眾議院中55%的議席；所以一個得票比例不足30%而僅以0.4%差距勝過對手的政黨，就此掌握意大利國會55%的選票。

不過，意大利參議院則並非如此分配權力，而由貝盧斯科尼操控大權。除非意大利政黨能組成執政大聯盟，否則就難以產生新一屆政府。

GaveKal 財經研究中心加夫（Charles Gave）指出，是次大選結果反映意大利大部分選民寧選公然反歐羅及反緊縮的政黨。筆者雖然同意此一觀點，但據民調所得，由喜劇演員格里洛（Beppe Grillo）領導的「五星運動」贏得25%選票；支持該運動的選民中絕大

部分不到50歲，其中30歲以下者亦為數不少，反映出意大利年輕選民既反對現存的貪腐制度，又對技術官僚政府極不耐煩。

其實貝盧斯科尼當初也曾支持該運動，但後來隨着自己的支持度大增，索性自行參選。現任總理蒙蒂（Mario Monti）只獲得9%的選票，顯然已遭選民唾棄。

留歐「意」向未定

在接受德國一份雜誌訪問時，格里洛警告「假如情況繼續維持不變」，意大利就「會要求」退出歐羅區，重新採用里拉作為國家貨幣。

一如終須被迫放棄原先退出歐羅區立場的希臘激進左翼聯盟Syriza，一旦有機會上台，格里洛亦勢將發現如何難以組成執政聯盟，因此已表明不願加入任何聯合政府。一名年輕女子發起網上請願行動，要求格里洛勿「浪費」其選票，而應與中間偏左聯盟領袖貝爾薩尼（Pier Luigi Bersani）合組聯合政府；在短短數天之內，已經收集得15萬名選民的簽名。

要是再等六個月意大利才能選出下屆政府，實在難以想像，所以該國選民雖然唾棄現屆政府，但相信更不願見國家陷入群龍無首的亂局。

假若這次實在無法組成執政大聯盟，相信意大利會於今年夏季再舉行大選。雖然歐洲人普遍擔心格里洛會贏得更多選票，但他既固執己見，而在大選突襲成功卻又不願乘勢而起的溫吞表現，或將成為他在下次大選中的絆腳石。

至於被迫實施緊縮措施的其他國家，亦紛紛出現反建制的選舉結果。究竟反歐羅的勢力能否最終贏得大多數支持？鑑於默克爾在財政聯盟問題上似有容許放軟立場的餘地，相信反對派不易就此得勢，況且抗議浪潮亦終有所減退之時，說不定會在退出歐羅區問題以外另覓議題。

不過，對各國的民粹主義運動，尤其是法國的局勢發展，實在不容掉以輕心。法國總統奧朗德上台不過10個月，在最近的民調中所得支持度已跌至30%，成為近30年來最不得民心的法國總統。他似乎一直以為法國有借不盡的歐羅，且看他與日本首相安倍晉三兩位領袖，到底是誰先失掉債市投資者的信心。筆者的看法是，兩位孤注一擲的行徑可說如出一轍。



作者為著名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin 擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載 John Mauldin 投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「跳出思維定式」及「前沿思考」分別於每周一、周四在《信報》（精華版）及信報網站 www.hkej.com（全文）刊出。