

4大理由令歐元難大跌

國際
視野

Pierre Gave

GaveKal 亞洲區研究部主管

最近發表的歐洲 GDP 數據絕大部分都低於預期，而整個歐元區的 GDP 按季增長率只是 0.2%，乃 2009 年經濟衰退之後最低者。其中，被視為歐洲經濟火車頭的德國，其 GDP 按季增長率也大幅放緩至 0.1%，而法國的經濟更是停滯不前。

當然，某程度的放緩是在意料之中的。畢竟，德國沒有可能長期維持之前的 4.6% 按年增長率，現時的 2.8% 按年增長率仍然是不錯的。而且，最近的調查和採購經理指數全部都顯示，第 2 季的經濟增長有所放緩（部分是因為日本的供應出了些問題）。

德國經濟放緩 意料之中

因此，歐洲過去一星期令人失望的，並不是比預期為差的 GDP 數據，反而是德國總理默克爾和法國總統薩爾科齊的會面令人失望。基本上，投資者對於一些陳腔濫調已經感到厭倦。例如，什麼「經濟政策和金融政策需要加強結合」、「德國和法國如何扮演先頭部隊」等等。

更糟糕的是，今次會議唯一比較實質的，只是一個令人費解的決定——重新建議開徵「金融交易稅」。這是公然的、露骨的民粹主義式的措施，帶有明顯的選舉工程的意圖。

這種「托賓稅」（Tobin Tax）（對現貨外匯交易徵收全球統一的交易稅，旨在減少純粹的投機性交易）有很多問題，也不知道由哪處開始推行。例如：

1. 是不是真的有人相信，歐洲的主要問題是欠缺這種稅？向金融服務供應商徵稅，如何有助解決歐洲的

真正問題——就是歐豬國欠缺競爭力。

金融交易稅或惹資金撤歐

2. 立法者首先要考慮的是，新政策不會帶來壞處。但「金融交易稅」如何協助到現時正在艱苦經營的歐洲銀行？假設一個法國人一間法國銀行擁有一個私人銀行戶口。以法國銀行股近期的低沉表現來說，這名法國人可能會對那間法國銀行感到憂慮，而考慮將其資金轉移至瑞士、盧森堡和英國等地區的戶口。若他現時需要支付一種額外稅款，他就更加可能會轉移資金。換句話說，這種新稅款，會否引致資金大規模撤出較弱的銀行，而轉移至較強的非法國及德國的銀行，從而在歐洲的金融業引發一場危機？

3. 英國、瑞士和盧森堡是差不多沒有可能推行「金融交易稅」，因為金融業在這些國家的經濟佔有相當高的比例。因此，要在整個歐洲推行「金融交易稅」，是注定要失敗的。

簡而言之，這個新建議完全沒有處理歐洲的根本問題，卻有可能令本來已不妙的情況變得更差。歐洲的根本問題是：1. 其經濟增長正在放緩。2. 對於歐元這個「金融科學怪人」，還沒有好的解決方案。

但默克爾和薩爾科齊日前的會面，並沒有什麼實質的東西，只是突出了這些現實。歐洲照這樣發展下去，歐元會怎麼樣？

根據經濟模型 1 歐元應兌 1.3 美元

在我們的研究中，我們為歐元兌美元的匯率建立了一個模型，那是由 3 個因素影響：一年期利率息差、西班牙的「信貸違約掉期」（CDS）（它可以代表歐盟的主權債務風險），以及油價的變動。自從 2006 年以來，這個模型都顯示出和歐元有很強的相關性。

現時，根據這個模型，應該是 1 歐元兌 1.3 美元。但當然，現實中，近期的匯率是，1 歐元兌 1.41 美元至 1.43 美元。在歐洲出現這麼多壞消息的情形下，歐元仍然顯示出這樣的韌力，令我們和一些客戶都十分意外。歐元的強勢和波動不大，究竟有何原因？

美國降級 影響美元大於美債

1. 最明顯的解釋是，標準普爾最近將美國國債的評



作者認為，歐元兌美元的匯率應該是 1 歐元兌 1.3 美元或以下。如出現這情形，對歐洲來說是好事。

（資料圖片）

級下調了一級。這對美國國庫券市場的衝擊有限（從日本的先例可以看到），但對於一個可以自行印發貨幣的國家來說，失去最高的 AAA 評級對其貨幣的傷害，將會大於其債券市場。

2. 歐元的韌力和美元的疲弱的第二個解釋是，美國近期的政策都十分平淡，起不到鼓舞人心的作用。由多番嘗試整頓國家財政，到承諾維持低利率政策（聯邦基金利率在零至 0.25 厘的歷史最低水平）到至少直至 2013 年中，美國的政策制訂者似乎只是盡力避免在經濟上施加任何紀律。曾任法國總統戴高樂經濟顧問的法國經濟學家 Jacques Rueff，就曾經批評霸權貨幣體系的不勞而獲。

人行或多買歐洲國債

3. 第三個可能的解釋是，當中國人民銀行正在接受，人民幣兌美元較快速地升值，它可能在試圖控制人民幣兌其他主要貿易伙伴貨幣的升值。因此，歐元、日圓、加元等全都顯示出韌力。美國近期被調低評級，也可能鼓勵了中國將更多外匯儲備分配在德國

國債或甚至瑞士法郎債券、瑞典克朗債券等等。

歐銀行從海外撤資自保

4. 最後一個可能的解釋，與歐洲的銀行近來集資較困難有關。由於憂慮出現不能償還的情形，有困難的銀行可能正忙於從海外調回資本。這正是 1990 年代中期日本出現的情形。當時，日圓飆升，令日本的貿易盈餘和工業生產萎縮，令剛剛改善的經濟又受到打擊。同一情形會否在歐洲發生？

說了這麼多，外匯市場是出了名變幻無常的。有時，匯率主要是受息差影響。但在其他時候，卻受恐懼、去槓桿化，或者貿易逆差、天然資源供應等等影響。

因此，在一個經濟周期之內，在不同的時間，某一匯率可能會受到 5、6 個不同的因素影響。我們也得承認，我們現時仍在努力了解，歐元近期的強勢背後的原因。以我們來看，歐元兌美元的匯率應該是 1 歐元兌 1.3 美元或以下。早一些出現這情形，對歐洲來說是好事。