

歐洲緊縮政策 反利股市



國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

歐洲國家現在和2008年的其中一個關鍵分別是，選民不想再倚賴政府擴充開支來刺激經濟增長。因此，不令人意外的，一些耳朵比較靈敏的政客，就回應公眾的訴求，呼籲收緊政府開支。最近，德國、英國、意大利和西班牙全部都宣布計劃削減財政赤字。有趣的是，我們有些客戶視這為壞消息。在困難時期，很多人都相信，政府一定要增加開支，而非收緊。這是典型的凱因斯主義者的手法（想看多些這類意見，只要看看2008年諾貝爾經濟學獎得主克魯明在《紐約時報》發表的文章）。但我卻不認同這看法，原因如下：

增公共開支 富人節制消費

一、經濟學家佛利民（Milton Friedman）的恒常收入假設：將消費數據抽絲剝繭便會發覺，窮人傾向將大部分收入用光；真正的消費大戶是大多數較為富有或是非常富有的人。

較為富有和非常富有的消費模式，並不是單看現時收入，而是要看他們長期的收入預期和實質財富水平。因此，當政府增加開支時，富有的人便會預期，政府將來會加稅來填補赤字，因而在現時的消費上有所節制。換言之，政府增加公共開支，反而會對私營經濟板塊產生「排擠」效應，對整體經濟來說，產生的好處並不如預期。至少，日本過去20年的經驗都是如此。

危機帶來曙光 改革國家制度

二、在歐洲，政府開支已經到了即使再增加，刺激經濟效應也相差無幾的水平。歐洲某些國家的政府開支已經超過該國GDP的50%，再增加公共開支來刺激經濟的作用已令人非常懷疑。

解決現時的債務危機的曙光，反而是西方的政府開始處理存在已久而大家不願談的問題，包括隨着人的壽命延長，58、62或65歲退休已不合時宜（提高法定退休年

齡，減低國家的退休福利開支）；對於法國等曾經假設工人的生產力會不斷提升而削減每周工時的國家，在危機重新思考和變革更加重要了。

三、緊縮財政政策將可減少中央銀行的煩惱：若政府認真地勒緊褲頭，大部分經濟合作及發展組織（OECD）成員國的中央銀行都會鬆一口氣，因為它們現時可繼續維持寬鬆的貨幣政策而毋須憂心通脹。這將會令全球股市真正重估。對股票來說，最佳的環境是，政府開支佔全國GDP的百分比正在下跌，而利率又保持在低水平。

緊財政寬貨幣路線 歐洲成形

在現時的環境，投資者很易被失望和恐懼控制，將每宗新聞都看成壞消息。過去幾星期，政策風險的確是股市轉弱的主要原因，包括中國過度收緊貨幣供應（現時可能已過去）、美國的金融監管，以及歐元區幾個成員國的債務危機等。

然而，不是每個地區都要有相同的經濟調整。筆者認為，經濟調控可以有以下四種可能的組合：

一、緊縮的財政政策，寬鬆的貨幣供應。我認為，這個政策組合現時正開始在歐洲成形。這是一個重大的轉變。

僅僅幾個月前，歐洲還是採用「寬鬆的財政政策、緊縮的貨幣供應」的組合（那對投資者來說，是不大吸引）。



意大利政府上周二通過兩年的削減開支、增加收入的財政方案，以減輕國家債務。筆者相信，收緊公共開支，維持寬鬆貨幣供應，將會成為歐洲國家的趨勢。圖為意大利總理貝盧斯科尼（右）及財長特雷蒙蒂在方案通過後出席記者會。

（法新社）

但隨着日子過去，歐洲國家將會認真削減政府開支（例如，意大利政府上星期就宣布，計劃削減240億歐元的預算），或者增加政府收入（例如，葡萄牙政府正計劃出售更多資產），是愈來愈明顯。歐洲央行在必要時將會提供流動資金，協助它們渡過難關。

二、緊縮的財政政策，緊縮的貨幣供應。由於全球經濟增長仍然不穩定，亦缺乏通脹壓力，這樣的政策組合可能是災難性的，並會引發通縮和蕭條。幸好各國汲取了1930年代經濟大蕭條的教訓。這樣的情形重演的機會很低。

三、寬鬆的財政政策，緊縮的貨幣供應。這是日本過去20年大部分時間採用的政策組合，儘管有通縮，但貨幣基礎只是謹慎地擴充。對經濟增長來說，這樣的政策組合通常是壞消息，因為有限的資金都被政府用來推行某些計劃。現時，一般亞洲國家，特別是中國，看來正跟隨這條路線。這樣的政策組合通常會令到貨幣和債市看漲，但對調升股票估值，則沒有什麼好處。

美重回緊縮政策 將造就牛市

四、寬鬆的財政政策，寬鬆的貨幣供應。這樣的政策組合驟眼看來不錯，但長期來說卻是無法持續的。當然，無可否認，美國現時正採用這種政策組合，但聯儲局看來是在等待時機。當11月美國參眾兩院改選後，若由「金里

奇」式的政客取得兩院大多數議席，可能會重新回到緊縮的財政政策。若這真的發生，聯儲局就有可能維持現時的寬鬆貨幣政策不變，而股市就能再一次飆升。

當然，若美國參眾兩院改選後，仍由現時這批議員勝出，仍然相信政府要繼續花錢，財政政策無望緊縮，那聯儲局就會改用緊縮的貨幣政策。對風險資產來說，這就不是好事。在上述的路線圖中，第一個重要日子就是7月，因為屆時西班牙需要為200億歐元的到期債務融資（若西班牙需要繼續將該國的儲蓄機構收歸國有，數目可能會更大）。若西班牙為此而發行的債券被認購一空，我們可以視之為投資者接受了歐洲的緊縮經濟計劃，這將會令很多東西看漲；否則，將會令人相當憂慮。

西班牙7月融資反應 成重要指標

第二個大日子則是11月的美國國會選舉。若這能促成美國限制政府開支，將可能是股市新一輪牛市的開始。美國的股價沒有如2008年低位般吸引水平，但經濟增長卻較佳，企業盈利亦大大改善了，掃除了企業破產的恐慌。

2008年危機來臨時，令企業措手不及，快速削減人手、存貨和資本開支等等。但2010年的危機卻不是這樣，企業是以藏身地堡的審慎心態經營。這正是其中一個原因，令我看好現時的環球股市低潮乃入市良機。