



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，
特許財務分析師。

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，
專長於中小型股票研究。

本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

筆者微博：weibo.com/raymondjook

歐元陰謀論

歐債危機爆發至今已超過兩年，雖多次舉行歐盟峰會，但都無法徹底解決問題，問題的癥結是：德國一直都堅持各窮國要首先削減開支及改革，以及反對執行類似量化寬鬆的政策，令危機愈演愈烈。

更深層的反思，德國的經濟從始至終都沒有受危機的影響；反過來說，她是這次危機的唯一得益者。藉着歐元，德國享受滙率偏低的好處，從而幫助出口維持競爭力（如繼續使用馬克，貨幣一定狂升值，出口最終一定受打擊）。因為歐債危機，市場上的資金都湧向德國債券，令其借貸率跌至近乎零（10年期債券孳息率只有1.45厘，遠低於意大利的5.74厘，西班牙的6.34厘，葡萄牙的9.67厘和希臘的25厘）。

國家獲得超低資本成本，亦間接減低了當地企業融資成本，有利經濟發展。政治上，德國現在可以不停趁火打劫，逼周邊窮國臣服，所以德國總理默克爾（Angela Merkel）在處理危機上，態度一直高傲頑固，一副君臨天下的模樣。

以退為進誓奪財權

德國最終目標是迫使歐盟建立財政聯盟（Fiscal Union）。換句話說，歐盟各國須交出財政預算大權，以後一切開支稅收須交由中央決定，這等於將半壁江山放棄。中央決策者是誰？當然是財政最富裕的德國。到時歐盟各國就變成德國的聯邦國，她們的身份和地位相對於德國，將有若美國州政府相對於美國聯邦政府。

表面上默克爾在上周的歐盟峰會上似受法國、西班牙和意大利逼宮作出了讓步。但從對弈角度看，德國只不過是以退為進。新協議提出成立銀行聯盟並委任一監管者，這設計其實就是成立財政聯盟的第一步。從德國角度出發，她根本不想歐債危機太快被解決，因為局勢愈嚴峻，德國就愈多政治籌碼，也愈容易迫使歐盟各窮國讓步，交出財政主權。

所謂不到黃河不死心，各窮國在危機最嚴峻時一定沒有選擇（即國債孳息率急升至不能負擔水平，銀行出現擠提或系統性恐慌時），最後一定要對德國俯首稱臣並言聽計從。這次德國的讓步（容許歐洲穩定機制（ESM）直接注資銀行和購入二手市場國債）只能短期治標，因為機制內只有5,000億歐元，而意大利和西班牙就分別發行了2萬億及8,000億歐元國債，根本不足以托市。

聰明的投資者如果知道機制內資金將耗盡，將會更變本加厲地拋售和拋空窮國國債。現時歐債最大問題是市場缺乏信心。西班牙和意大利的經濟不一定是十分之差，但因市場充滿恐懼，將孳息率推高，令她們融資成本上漲，產生惡性死亡漩渦，使經濟更蕭條。終極解決的方法惟有歐洲央行（ECB）充作最後貸款者，使用其無限資源（因她有權力可以無限量印刷鈔）吸納弱國債券，迫使孳息率回落。

量寬不出牛市難來

結果當市場恢復信心，自然再沒有恐慌性拋售。可惜的是，歐洲財政聯盟一天未組成，德國肯定不會容許歐洲央行施行量化寬鬆。所以環球熊市能否過去，牛市能否重臨，關鍵是德國的取向。筆者借一個比喻來形容德國和歐盟的關係。德國和歐元區各窮國就如夫妻，一個節儉而富有的丈夫娶了大花筒愛花費的妻子。男的婚前以為女朋友賢淑，將來一定會持家有道。婚後才知道妻子揮霍無道只會奢侈浪費。

事態發展，男的士可忍孰不可忍，要逼女的節約，改變奢華生活習慣。女的不願意節省，但又不想離開，怕變得一無所有。男的也不想離婚，因貪戀妻子姿色，兼且她一直旺夫，幫他帶來富貴。終於男的要求女的重新簽署婚姻協議，要求同意不瓜分他家財，他才願意繼續提供家用。女的就繼續一哭二鬧三上吊威逼男的就範，事件一直沒完沒了。RM

從德國角度出發，她根本不想歐債危機太快被解決，因為局勢愈嚴峻，德國就愈多政治籌碼，也愈容易迫使歐盟各窮國讓步，交出財政主權。