



## 香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

# 希腊危机对香港经济影响几何？

- 尽管希腊已与国际债权人达成协议，惟希腊最终脱离欧元区的风险尚难完全排除。
- 即使希腊退出欧元区，但中期经济表现显著改善的机会甚微。这是假设希腊政府在脱离欧元区后会全面落实有效的货币及财政政策，然而我们认为这假设并不会实现。
- 故此，我们的研究聚焦于两个可能情况：一、希腊出现债务违约但未脱离欧元区，二、希腊脱离欧元区并带来一定程度的金融震荡。
- 在情况一之下，希腊危机在信贷及贸易方面对香港构成的直接影响相当有限。
- 希腊银行持有对香港的债权亦仅占香港本地生产总值的0.1%。而香港输往希腊的出口货值占总出口额不足0.1%。即使希腊经济大幅收缩20%，其对香港出口的负面影响不足0.1个百分点。
- 若希腊政府最终决定脱离欧元区，其带来的冲击则难以预料。在这情况下，我们假设香港输往欧盟的出口货值下跌7%，跌幅与2012年欧债危机升温时的跌幅相约。基于这假设，若希腊危机蔓延至欧洲其他国家，对香港出口增长率的打击仅约为0.7个百分点。
- 金融市场出现动荡可能为希腊退出欧元区带来的最大挑战。不过，我们的研究发现香港资金环境对欧洲息率抽升并非特别敏感。若希腊脱欧对美国金融市场的影响有限，其从金融市场蔓延的风险同样有限。



## 希腊发展正处于十字路口

希腊危机在过去数个星期出乎市场预期地急速升温。希腊不单成为历史上首个拖欠国际货币基金组织债务的已发展国家，更通过公投否决了由「三巨头」(Troika) — 欧盟委员会、欧洲央行及国际货币基金组织提出的紧缩方案。若希腊未能争取其他欧洲国家提供额外援助，希腊政府将难以恢复正常融资能力。

乐观的是，欧元区领导最终与希腊政府就第三轮援助方案达成共识。欧元区成员国将为希腊提供总值高达860亿欧元的援助，作为交换条件，希腊政府已于上周三通过有关若干改革措施，包括削减退休福利及上调增值税等。

尽管希腊已与国际债权人达成协议，希腊最终脱离欧元区的风险尚难完全排除。正如首轮及次轮救助方案显示，重复援助及财政紧缩无助希腊走出困局。希腊急需债务宽免以减轻其债务负担，惟目前援助方案并未有触及。因此，我们对局势发展仍持审慎态度，认为形势可能再趋不稳。相信希腊脱离欧元区的威胁在未来一段时间仍会掀动市场的紧张情绪。香港虽远离此次金融危机的震源，但由于扮演着亚洲贸易枢纽及国际金融中心的角色，预料香港仍能感受到希腊危机带来的影响。本文拟就希腊危机对香港经济的潜在影响进行分析。

## 未来发展何去何从

欧洲目前的情况前所未见，结果如何尚存在巨大变数。鉴于前景仍高度不明确，我们把今后可能的发展归纳为三大主要情况。

**情况一：希腊债务违约但未有脱欧。**尽管有最新一轮的短期救助方案，希腊债务情况仍可能处于难以持续的水平。在这情况下，国际债权人最终会意识到只有直接削减债务、重复延长债务期限及削减利率，希腊债务方能回到可持续水平。为支持国际货币基金组织的主张<sup>1</sup>，总额约500亿欧元的债务或会在未来数年被宽减或重组。同时，为了令希腊银行体系的运作重回正轨，欧洲央行将保留希腊申请融资的资格，但希腊必须接受三巨头提出的改革方案作为交换条件。政策重点将由削减开支转为扩大税基及刺激经济增长。在这情况下，希腊债务危机及关闭银行料仅带来有限影响。

<sup>1</sup> Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, July 2015, IMF Country Report No.15/165



**情况二：希腊脱欧并带来一定的金融震荡。**新一轮的救助方案显示希腊执政党激进左派联盟(Syriza)只能不停退让，未能兑现有关暂缓削减退休福利及缩减财政开支的竞选承诺。在这情况下，希腊总理齐普拉斯(Alexis Tsipras)未能组成有效的执政联盟，反对党会坚持按自主步伐进行改革。希腊政府未能与欧元区领袖再次达成共识，令作为欧元集团政策执行者的欧洲央行别无他选终止对希腊银行的紧急流动性支持(Emergency Liquidity Assistance)。这决定将触发希腊脱离欧元区。当希腊政府持有的欧元用罄，当局便需发行另一货币以支付公务员薪酬及退休福利。到某个阶段，这将导致货币单位全面转变<sup>2</sup>，希腊将被迫脱离欧元区。希腊成为先例后，市场会关注其他同样受债务困扰的欧洲国家会否跟随。欧盟委员会及欧洲央行可能会发表联合声明，指希腊脱欧后欧元区的基础将更为稳固，讨论点变为如何防止希腊危机蔓延。欧洲央行很可能会提高每月600亿欧元的资产购买规模，并推出新措施稳定市场。受援助的国家将公布更多财政紧缩及经济改革措施。在这情况下，希腊危机的影响将在更广泛的资产层面上体现，其影响程度亦更为深远。

**情况三：希腊脱欧但在中期取得较佳经济表现。**另一可能出现的情况为希腊退出欧元区，但在中期经济表现显著改善。希腊货币德拉克马(drachma)实质贬值刺激本土消费并提升希腊农夫及炼油商的出口竞争力。货币大幅贬值加上债务违约为经济复苏创造了有利条件。阿根廷在2001年经历债务违约后踏上复苏之路，正好说明债务违约并不代表经济走上末路。与此同时，市场参与者逐渐意识到欧元区成员资格并非不可逆转，希腊危机将以较慢的速度蔓延至他国。

## 有关不同情况的初步判断

单从希腊占全球经济规模及金融市场连系判断，其陷入危机的直接影响应属有限，关键在于判断希腊危机的蔓延风险。

在很大程度上，这取决于今后局势如何发展。我们认为出现情况三的机会最低。这预测建基于希腊政府在脱离欧元区后即落实有效货币及财政政策之假设，而我们认为这假设并不会实现。希腊脱欧的重大挑战之一在于如何建立市场对货币机制的信心，藉以避免恶性通胀的出现。不幸的是，希腊现届政府并未能予人信心，有足够能力应对此挑战。此外，将现行货币贬价，与在危机期间创立新货币的情况截然不同。对于希腊决策者而言，改变原来以欧元订定的合约、薪酬、银行存款及贷款之货币单位，当中涉及的技术及物流问题又增加了希腊脱欧的难度。这亦减低了阿根廷违约案例的参考价值，甚至可能带来错误解读。

<sup>2</sup> 在1980年代，阿根廷、秘鲁、玻利维亚及墨西哥均曾强制把本地银行美元存款转换为本地货币



假设情况三难以实现，往后局势将朝着情况一或情况二发展。现阶段，我们认为尚难排除上述两个可能。部份欧元区成员国表明，若希腊政府不愿合作，他们已作好希腊脱欧的准备。鉴于救助方案的进一步谈判及落实仍存巨大变数，目前市场主流判断认为希腊在未来数年脱欧的风险仍然显著。

无论如何，我们认为三巨头愿意削减部份希腊债务的机会并不渺茫。对于希腊政府及三巨头而言，目前最佳的谈判策略也许是增加对方不合作的代价，逼使对方让步。但这并不等于希腊脱欧为理想结局，更不代表最佳谈判策略既定不变。

从经济利益考虑，希腊脱欧的代价很可能高于让步，故希腊及欧元区领袖双方皆存在诱因达成共识。首先，无论在何种情境下，希腊都不可能偿付全部债务。而且，货币联盟不可逆转的信心一旦被打破，其损失亦难以预料。当然，理性思维不一定主导局势发展，不同政体或自有考虑。只是，倘债务危机升温，债务宽减是否维持欧洲一体化需要付出的代价，将会再次惹起争议。

## 判断希腊危机对香港经济之影响

希腊危机将对香港经济有何影响，影响程度又如何判断？鉴于事态发展仍然高度不明朗，上述问题在现阶段难有确实答案。我们旨在分析危机蔓延的三大主要渠道，包括贸易、银行贷款及金融市场，并为其潜在影响进行评估。由于我们认为情况三出现的机会较微，以下将集中于对情况一及情况二的潜在影响进行分析。

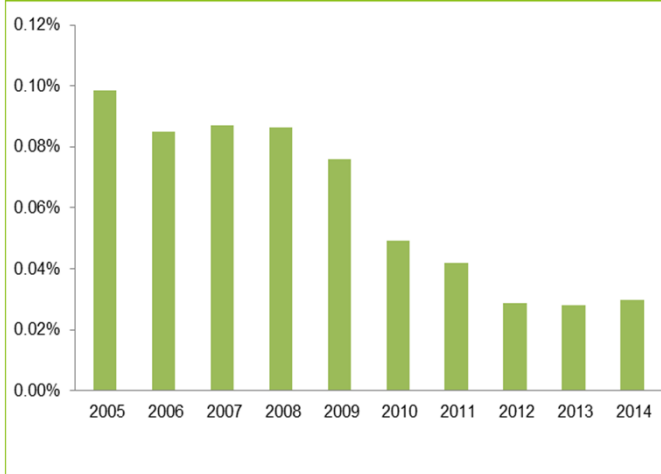
**贸易活动冷却。**就情况一而言，达成谈判协议为欧元区融合的一大进程，有助强化市场对其他欧洲国家的信心。故此，在这情况我们只考虑希腊危机的直接影响。正如表1所显示，香港输往希腊的出口规模微不足道，只占总出口货值不足0.1%。我们早前的研究<sup>3</sup>也指出，香港主要贸易伙伴经济每增长1%，即可推动香港出口增长1.5%。按此推算，即使希腊经济大幅收缩20%，其对香港出口增长率的负面影响不足0.1个百分点。换言之，希腊进口需求急挫，对香港贸易带来的直接影响几乎可以忽略。

倘形势向情况二发展，整个欧元区受到波及，其对香港贸易的影响亦属可控范围。目前香港约有3,432亿港元的出口源自欧盟需求，占香港总出口货值9.3%。在这情况下，我们假设香港输往欧盟的出口货值下跌7%，跌幅与2012年欧债危机升温时的跌幅相约(表2)。基于这假设，若希腊危机蔓延至欧洲其他国家，对香港出口增长率的打击约为0.7个百分点。这结果应不至引起太大的关注。

<sup>3</sup> 详见2015年3月发表的恒生香港经济月报《寻找贸易活动低迷的根本原因》

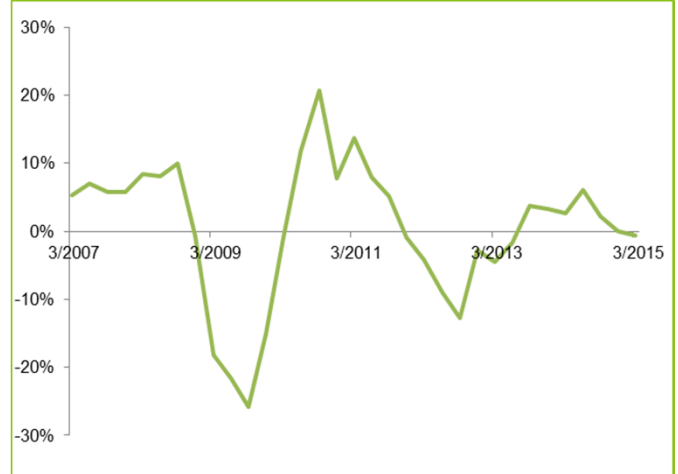


表 1: 往希腊出口 (占总出口货值百分比)



资料来源: CEIC, 恒生银行

表 2: 往欧盟出口 (%、按年)



资料来源: CEIC, 恒生银行

**信贷供应收缩。**另一潜在风险为贷款损失引发欧资银行资产负债表收缩，令信贷供应下降。如果分析银行持有对外债权的数据，我们估计信贷供应收缩的影响亦属温和。于2014年末，希腊银行持有对香港的债权亦仅占香港本地生产总值的0.1%(表3)。即使包括其他受债务困扰的欧洲国家<sup>4</sup>，潜在的系统性风险仍属可控。

表 3: 外资银行持有对香港的债权 (2014年12月)

百万美元			占香港本地生产总值百分比		
希腊	受债务困扰的欧洲国家	所有欧洲国家	希腊	受债务困扰的欧洲国家	所有欧洲国家
373	12,101	479,288	0.1%	4.2%	164.8%

资料来源: 国际清算银行, 恒生银行

倘香港金融机构受其牵连，需要撤回贷款以巩固资本基础，这威胁或更值得关注。幸然，在2010年欧洲债务危机爆发以来，香港银行对受债务困扰欧洲国家的贷款比重持续下降。于2013年末，香港银行持有受债务困扰欧洲国家的债权，只是占银行体系资产总值的0.3%<sup>5</sup>。即使该部份的对外债权需要完全注销，香港银行仍可轻易地以营运溢利抵销相关损失。此外，我们在此前研究<sup>6</sup>也曾提及，信贷供应对经济增长的作用已大不如前。现时每创造出1港元的经济产出，便需要3港元的信贷支持。据此，信贷供应的潜在影响也未必会引起过多忧虑。

<sup>4</sup> 受债务困扰的欧洲国家包括葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊及西班牙

<sup>5</sup> 详见香港金融管局2014年3月号《货币与金融稳定情况半年度报告》

<sup>6</sup> 详见2015年6月发表的恒生香港经济月报《信贷供应对促进经济增长的作用正在减退?》



**资金环境转趋紧绌。**金融市场出现动荡可能为希腊退出欧元区带来的最大挑战。希腊脱欧对金融市场的潜在影响显然难以量化，不过，我们仍可从分析希腊危机对本地资金环境的影响，解答上述问题。更具体来说，欧洲银行同业拆息(EUIBOR)与欧元无担保加权平均隔夜利率(EONIA)的息差一向反映欧洲银行体系的交易对手风险(counterparty risk)，我们把此指标与美元伦敦银行同业拆息及香港银行同业拆息在2010年及2011年间，以及欧洲债务危机升温时的表现作比较。比较结果列示于表4。

表 4: 香港、美国及欧洲利率 (%)

	3个月香港银行同业拆息	3个月美元伦敦银行同业拆息	3个月欧洲银行同业拆息 与3个月欧元无担保加权平均隔夜利率之息差
2010年9月	0.33	0.29	0.19
2010年12月	0.28	0.30	0.41
变化	-0.05	0.01	0.22
2011年6月	0.26	0.25	0.20
2011年11月	0.30	0.53	0.99
变化	0.04	0.28	0.79

资料来源: 彭博, 恒生银行

上述分析的主要结论为香港资金环境对欧洲息率抽升并非特别敏感。当欧洲银行同业拆息与欧元无担保加权平均隔夜利率之息差上升10个基点，美元伦敦银行同业拆息仅相应上升低于4个基点，其对香港银行同业拆息的影响更微。事实上，美元和港元利息对欧元息差扩阔反应不一可以有合理的解释。在香港，欧洲债务危机的负面影响似乎很大程度上被内地推动资本账户开放所带来的资金所抵销。参考过往经验，若类似2010年及2011年的金融危机重临欧洲，则欧洲银行同业拆息与欧元无担保加权平均隔夜利率之息差可抽升至1%，这将推高香港银行同业拆息不多于0.3个百分点。即是说，在情况一之下，金融动荡难免带来负面影响，但其影响仅属温和。

若把比较数据延伸至2008年，可以清晰见到另一现象。欧元区危机引发的金融动荡远不如美国危机引发的冲击(表5)。按此推论，倘美国金融机构因希腊走向债务违约而蒙受沉重损失，希腊危机引发的金融动荡将较原来预期更为严重。关键在于希腊债务问题恶化将在何许程度上影响美国金融市场运作。在此问题上，我们认为有理由让投资者保持审慎乐观态度。截至2014年底，美国银行持有对希腊的债权总额不足130亿美元，占美国本地生产总值约0.7%。再者，美国金融机构可能受惠



于资金流入避险资产，淡化希腊脱欧的冲击。总括而言，假设希腊脱欧对美国金融市场的影响有限，其从金融市场蔓延的风险同样有限，尽管市场波动在所难免。

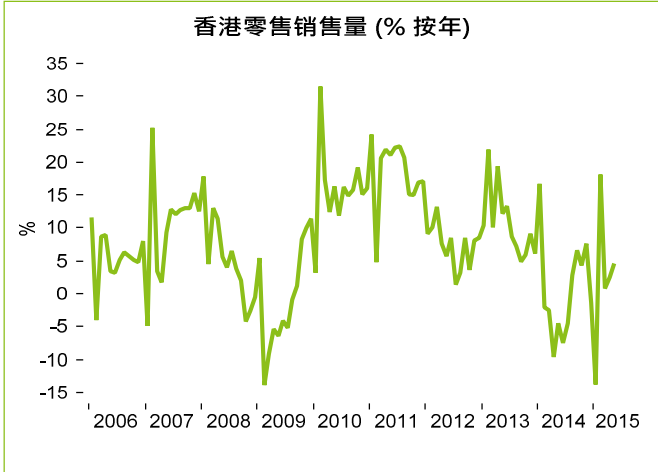
表 5: 香港、美国及欧洲利率 (%)

	3个月香港银行同业拆息	3个月美元伦敦银行同业拆息	3个月欧洲银行同业拆息 与3个月欧元无担保之加权平均隔夜利率之息差
2008年7月	2.31	2.79	0.63
2008年10月	3.35	3.03	1.86
变化	1.04	0.24	1.23
2010年9月	0.33	0.29	0.19
2010年12月	0.28	0.30	0.41
变化	-0.05	0.01	0.22
2011年6月	0.26	0.25	0.20
2011年11月	0.30	0.53	0.99
变化	0.04	0.28	0.79

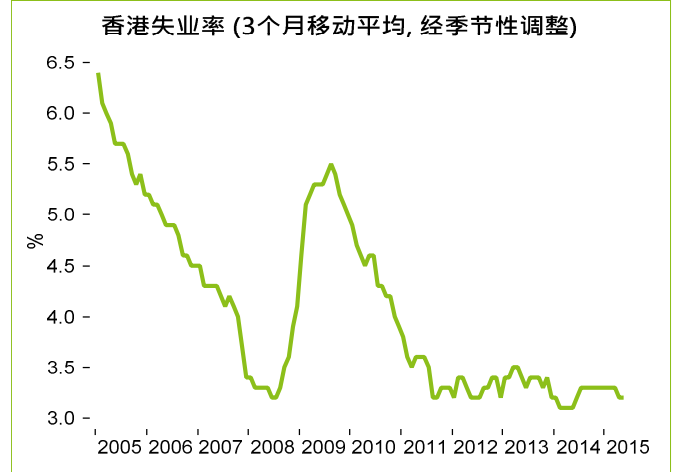
资料来源: 彭博, 恒生银行



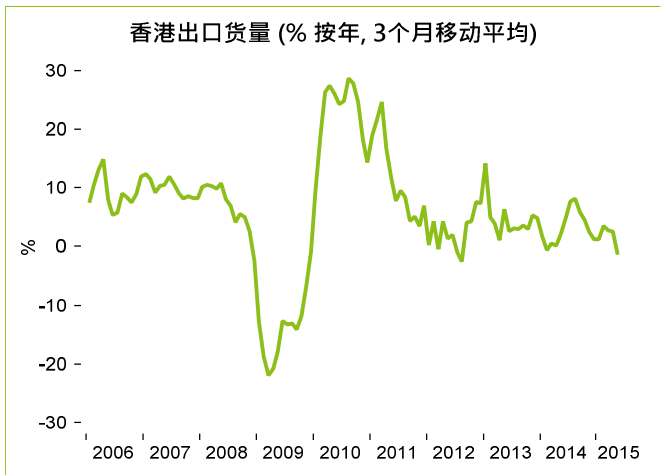




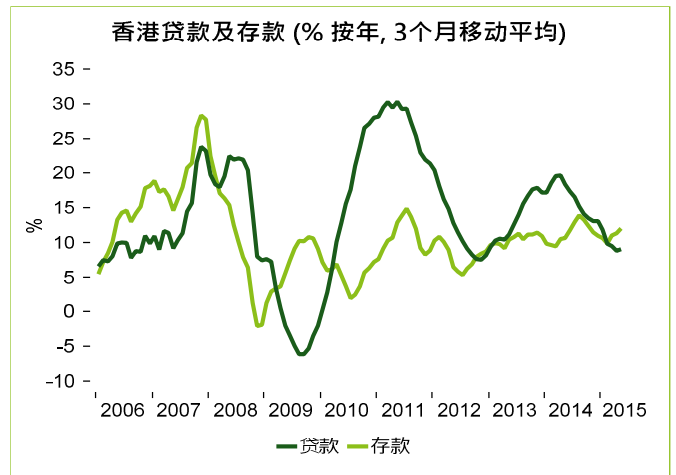
资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



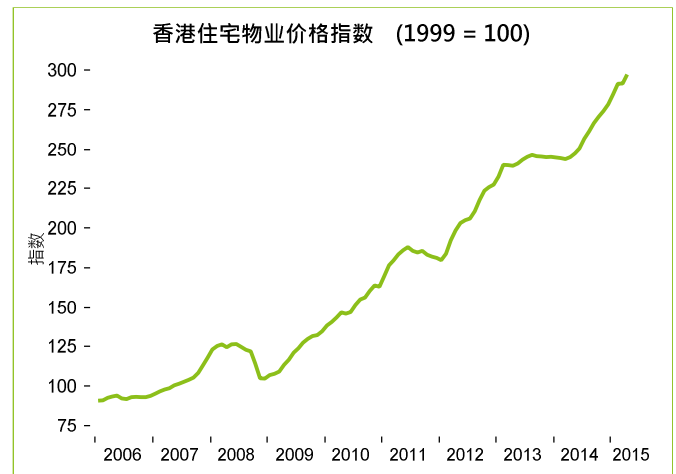
资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



资料来源: Macrobond, 恒生银行



## 免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。