



新興市場正面對何種考驗？

高級經濟研究員 戴道華

近日，印尼和馬來西亞貨幣兌美元匯率跌至 17 年來的低位，再跌約兩成便會挑戰 1997-98 年亞洲金融風暴時的歷史低位，印度盧比兌美元匯率距離其 2013 年時創下的歷史低位也僅一步之遙，加上股市下挫，因而引發市場對新興市場或會爆發另外一場金融風暴的憂慮。

新興市場早已出現問題

但其實新興市場早在今年之前就已經出現問題。金磚五國作為全球最大的五個新興市場、分佈於亞洲、歐洲、南美洲和非洲，已先後爆發危機或陷入困境。受國際油價從 2014 年高位下挫逾六成以及美、歐制裁的影響，俄羅斯已經於 2014 年底爆發經濟和金融危機。今年上半年兩個季度，俄羅斯 GDP 同比分別下跌 2.3% 和 4.6%，根據 IMF 的預測其經濟今年全年將收縮 3.5%，其 7 月份通脹高達 15.6%，俄羅斯盧布兌美元繼 2014 年大幅貶值 46% 後，今年至今再貶 14% 至一美元兌 70 盧布的水平，逼近 2014 年底的 79 盧布記錄低位。近月，國際油價一度又跌穿 40 美元一桶水平，俄羅斯要面對的壓力沒有緩解的跡象。所幸的是其影響局部，並沒有對新興市場造成連鎖效應。同理，受商品價格從 2014 年高位下挫逾四成的影響（以 CRB 商品指數量度），巴西和南非貨幣兌美元自 2014 年以來的貶值幅度分別為 34% 和 21%，其中巴西經濟今年首兩季同比分別收縮 1.6% 和 1.6%，最新通脹高企於 9.6%，雙赤問題持續困擾，雖非外力所致的突發性危機，但巴西經濟已在苦苦掙扎當中。

中國經濟的基本因素應該說在金磚五國當中是最強的，其低通脹、經常帳盈餘、低財政赤字、低外債、高外匯儲備等較其他新興市場優勝，但中國經濟增長趨於放緩、股市大幅下挫、人民幣兌美元匯率有貶值壓力等也帶來新的不確定性，對全球經濟和金融市場而言就成為一個新的變數。印度今年的經濟增長根據 IMF 的預測可能比中國經濟還要快，但印度卻有通脹偏高（最新為 5.3%）和雙赤問

題（其中財政赤字較為嚴重），因此它應付資金流向具規模地逆轉的能力是弱於中國的。早在 2013 年底至 2014 年初，印度和印尼（雙 I）在美國加息陰霾籠罩下備受市場關注，一度令人擔心會是新興市場當中率先倒下的一員，後來在美國加息一直沒有實現下才得以解除警報，但問題只是推後，並沒有根本解決。目前印度盧比兌美元匯率比起亞洲金融風暴前的水平低近一半，距離其 2013 年的歷史低位僅差不到 4%，已經在消化相當的壞消息。

亞洲新興市場的今與昔

除金磚五國之外，亞洲新興市場今年以來貨幣貶值和股市下跌的情況與亞洲金融風暴有相似之處，但表面現象的背後其內涵卻有很大的差別。亞洲金融風暴首先是一場債務危機，當時受到衝擊的各國借入大量的美元債務，當美元升值、資金流走時便產生嚴重的貨幣和期限錯配，爆發債務危機；後是一場貨幣危機，在投機力量的集中衝擊下，東南亞各國紛紛棄守當時差不多清一色與美元掛鈎的固定匯率，貨幣大幅貶值；接著就是一場經濟危機。龐大美元外債、不可維持的經常帳赤字以及僵化的匯率是其危機的根源所在。

時至今日，當年受到亞洲金融風暴直接衝擊的各國除了重建可觀的外匯儲備以外，經濟基本因素也與當年不可同日而語。在外債方面，亞洲新興市場當中除了馬來西亞的外債比率偏高以外（相當於其 GDP 的 65%，這也解釋了為何其匯率逼近亞洲金融風暴的低位），其他各國的外債比率低至 GDP 的 22% 至 38% 不等，加上其多年來發展本幣債市的努力，美元走強、資金流走引發債務危機的風險低於當年。目前，除印度和印尼因為偏高的通脹影響其 10 年期國債收益率高居於 7.8% 和 8.9% 以外，其餘亞洲新興市場的債息多在 3%-4% 不等，低的如泰國更只有 2.8%。它們 5 年期主權債務違約 CDS 在一、二百點的水平，顯著低於巴西和俄羅斯的 345 點和 421 點的水平，顯示尚無債務危機之嫌。

在經常帳方面，除了印度和印尼是處於赤字狀態以外（2014 年相當於其 GDP 的 1.4% 和 3.0%，赤字水平並不算高），其他各國均為經常帳盈餘國，根據 IMF 的預測，盈餘的水平在今年相當於 GDP 的 2.1% 至 5.5% 不等，並不需要倚賴資金流入來彌補其經常帳赤字，那麼在美元強勢、資金流走的情況下相信亦能夠應付得來。

再有就是浮動匯率正在發揮自我調節的作用，亞洲金融風暴固守匯率至外匯儲備幾乎耗盡、然後失控貶值的一幕並沒有重演。雖然說印尼、馬來西亞和印度貨

幣兌美元匯率經過貶值後距離其歷史低位已經不遠，但這主要是市場力量的結果，並非是抵受不住投機衝擊而失控貶值的結果。在這種情況下，即使匯率水平探底，並引發債務危機和經濟危機的風險尚不高。亞洲金融風暴之前，泰國、印尼、馬來西亞和菲律賓貨幣兌美元匯率長期都是直線一條或是只有非常窄的波幅，當時各國是在用外匯儲備干預並試圖維持不合理的匯率水平，但當泰銖失守後，面對外匯儲備彈藥幾乎消耗殆盡的局面，各國才棄守匯率，結果其貨幣短短幾個月內貶值達五成以上，印尼貨幣的貶值幅度更是超過八成。

這一次，儘管印尼和馬來西亞貨幣兌美元匯率水平目前逼近亞洲金融風暴時的低位，但它們 17 年來一直是上下浮動的，自美國次按危機和金融海嘯以來有升有貶，美元走弱的頭幾年其兌美元匯率升值曾達兩成以上，最近兩年美元轉強其兌美元匯率就轉為貶值。這並不是說其匯率未來不會進一步貶值或投機力量不會予以衝擊，但較為市場化的匯率相信可以吸收大部份的衝擊波，匯率失控貶值導致債務和經濟危機的風險應該說比起 17 年前顯著為低。此外，近年來中國製造業外移，對東南亞各國而言，匯率貶值只要不是被迫和失控的，就反而可以加強其製造業和出口的競爭力。

自衛和聯防機制

據此，縱觀亞洲除中國以外的各新興市場，找不到經濟基本因素像亞洲金融風暴之前一面倒惡化的情況。根據 IMF 的預測，今明兩年上述亞洲新興市場都將繼續錄得經濟增長，除馬來西亞預計會放緩以外，其餘增長均有所加快。就增長率而言，泰國的 3.7% 和 4.0% 已經是最慢的，其餘各國的增長率介乎 4.8%-6.8%。印度有通脹偏高和高財赤問題，但其經濟增長今年卻可能是亞洲新興市場中最高的（7.5%），其低外債、高外匯儲備等優勢可作緩衝；印尼有通脹偏高和雙赤問題，但其雙赤程度溫和，在經濟有不錯增長下也具備一定的抗壓能力；馬來西亞的外債比率最高，政府財赤也偏高，但它同時能維持經常帳盈餘，通脹壓力不大，在一定的經濟增長之下也不無迴旋餘地；泰國儘管政局動盪，但其經常帳有較大盈餘，財赤溫和，有溫和通縮，泰銖兌美元雖然也溫和貶值，但在今年至今的貶幅不到 5%，其匯率水平比亞洲金融風暴的最低水平要強三分之一有多；菲律賓不俗的經濟增長和經常帳盈餘足可化解低通脹和溫和財赤的影響。據此，尚沒有證據顯示今年以來亞洲新興市場貨幣貶值是一場新的金融風暴的前奏。

汲取了當年的教訓，亞洲新興市場在過去 17 年來除了控制外債、匯率浮動以外，還累積了可觀的外匯儲備，尤其是在 2008/09 年至 2011/12 年美元貶值期間，

為了壓制本幣升值幅度以維持出口競爭力，亞洲新興市場外匯儲備的累積尤為顯著。印度、印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓最新的外匯儲備水平分別為 3298 億、1076 億、927 億、1495 億和 803 億美元，皆數倍於亞洲金融風暴前的水平，自衛能力今非昔比。再者，當年危機爆發後，各國只有向 IMF 求助一途，未來這一援助途徑仍然存在，而東盟十國加中日韓（10+3）在清邁協議框架下達成了雙邊貨幣互換協議，就令各成員國可以互助和聯合防禦金融危機，不必再單打獨鬥。該機制建立以來並沒有使用的必要，未來萬一出現最壞情形，相信可以有助緩解甚至化解危機。

去槓桿不可避免

不過，對於亞洲新興市場而言，帶有一定痛苦的調整相信也還沒有到來，這主要是指強勢美元下資金回流歐美發達經濟體會導致的新興市場遲來的去槓桿。美國次按危機、金融海嘯和歐洲主權債務危機令美、歐、日發達經濟體先後實行零利率和量化寬鬆，釋出的資金除了部份直接流入新興市場外，也有助壓低新興市場的利率，提供額外的借貸誘因，這從當時新興市場普遍為了抑制本幣兌美元升值過多而干預匯率、迅速累積外匯儲備中可見一斑。這時如果新興市場把持不住，大量借入廉價的美元債的話（貶值的美元匯率和低企的美元利率確有很大誘因），那就無疑是重蹈亞洲金融風暴的覆轍。所幸的是從最新數據來看，僅馬來西亞的外債比率偏高。

不過，即使危機的威脅較小，調整的幾率卻大。迄今，美國和歐洲無論是私營還是公營部門的去槓桿已經先後展開一段時間，而且開始見效，即使是較後才開始去槓桿的公營部門，從年度的財政赤字開始或接近回歸安全區間來看，其去槓桿最艱苦的時期已經快要過去。發達國家貨幣匯率整體明顯強於新興市場貨幣，說明資金在回流發達經濟體，這會有助抵消其去槓桿的負面影響。但其正面卻是新興市場的反面，亞洲新興市場的去槓桿相信隨著美元轉強、貨幣貶值才剛剛開始。

管理諮詢公司 McKinsey & Co. 今年 2 月份發表題為 Debt And (Not Much) Deleveraging 的研究報告，分析全球各經濟體最新的債務和槓桿情況，其發現是在 2007 年至 2014 年期間，在其追蹤的 47 個發達和發展中經濟體當中，非金融類政府、企業和家庭負債相當於 GDP 比率不變或下降的只有 6 個，均為發展中經濟體。在 2007 年的低基數上，這 7 年期間全球一半的新增債務來自發展中經濟體，部份成因利好，因為是發展中經濟體金融市場取得發展，部份成因則利淡，因為

是對外借貸的增加。發展中經濟體整體的債務比率是發達經濟體的一半，但當中個別加槓桿的情況就存在隱憂。在美國、英國、日本、德國這四個具代表性的發達經濟體在這7年期間企業和家庭均在去槓桿的同時，新興市場、尤其是很多亞洲新興市場在這兩大領域在加槓桿，所幸的是這些亞洲新興市場政府加槓桿的幅度相對較小，部份甚至在去槓桿，那麼資金流走的影響相信就不會體現在主權債務方面，而是在企業和家庭方面，即會集中在內需的調整上。

在McKinsey & Co.所追蹤的47個經濟體當中，新加坡的非金融類債務比率為GDP的382%，高居全球第3位，但考慮到新加坡是金融中心的特殊因素，相信該比率誇大了新加坡經濟的負債情況。其次，韓國的債務比率為231%，居全球第17位，以企業負債為主，考慮到韓國經濟的活力（低政府負債、財政和經常帳雙盈餘等），其問題應該不大。接下來的是馬來西亞和泰國，其非金融類債務比率分別為222%和187%，居全球第20和25位，馬來西亞政府、企業和家庭債務三綫均升，泰國則集中在家庭債務方面。至於印度、菲律賓和印尼，其債務比率一來不高、二來過去7年印度只微增了5%至120%，菲律賓和印尼反而微降5%和2%至116%和88%，它們去槓桿的壓力相對就不大。

香港並沒有在McKinsey & Co.的報告中單獨列出，由於是三大國際金融中心之一，相信香港在企業負債比率方面表面上也會呈偏高狀態，但這無需擔憂。另特區政府因為連年取得財政盈餘差不多是零負債，政府小量發債也只是為了活躍港元債市。香港存在隱憂的領域在於家庭負債。根據金管局的統計，今年首季香港家庭負債相當於GDP的比率升至65.8%的歷史新高，這一比率雖較馬來西亞和泰國76%的比率為低，但就顯著高於其他亞洲新興市場，更貼近發達經濟體的水平（美國、英國、日本、德國的家庭債務比率分別為77%、86%、65%和54%）。其主要組成部份是住宅按揭貸款，今年首季餘額為10117億港元，相當於香港2014年22556億港元名義GDP的45%。不過，未來即使資金流走，相信香港在這方面去槓桿的壓力也不會很明顯，因為住宅按揭貸款歷史上是較為優質的貸款，其餘額的下降就算在1997-98年亞洲金融風暴期間也沒有出現過，在2008-09年金融海嘯期間略有下降主要是因為新造按揭不抵到期還款的數量，而並非是大面積壞賬和撇賬。而且因為聯繫匯率的緣故，亞洲新興市場走資的初期反而可能是香港錄得避險資金流入的時候，香港就算出現資金流走，也應該是在亞洲新興市場之後。