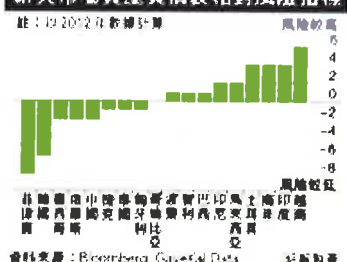


印尼指標實際還好過1997年



【明報專訊】市場愈來愈憂慮，新興市場國家將再出現1980年代初期或1990年代末期那種經濟危機。原因是，在量化寬鬆時期，它們積累了太多債務，一旦美國開始緊縮時，大批資金就會從這些國家撤回美國；尤其是一些因為政策錯誤和競爭力問題而經常帳赤字龐大的新興經濟體，更特別惹人關注。

新興市場資產負債表相對風險指標



不可單看國家經常帳

然而，單單聚焦於一個國家的經常帳，就好像純粹用損益表來審核一家企業的信貸情。一家股價強勢的企業，能夠抵受嚴峻的經營和集資環境；對一個國家來說，若可以用新發行的本國貨幣來償還債務，透過貨幣貶值，就可以將還款的負擔轉移至外國人。

新興市場國家的經濟危機差不多全部都包括主要以外國貨幣來結算的債務。我們認為這次與之前有大分別，是因為大多數新興市場國家的債務狀況有性質上的改變。

在1997至98年間的亞洲金融風暴，那些國家的決策者的應付方法是將本國貨幣貶值，延長還款期，以及限制以外國貨幣來結算的債務。

上一次新興市場國家的經濟危機改變了很多國家決策的方式，創造了一種明顯的重商主義(Mercantilist)。

因此，我們認為，新興市場國家風險的性質已改變。相對於以往的危機，它們的貨幣已成為減輕震盪的工具。

貨幣已成減輕震盪的工具

當然，這只是一般的表述，投資者還需了解個別國家及區域性新興市場的風險。這不是一個簡單的課題。像中國等經濟體，雖然有顯著的宏觀經濟和金融不平衡，但因為它們的債權人地位(持有大量美國國庫券)，並未面對即時的壓力。

另一方面，像土耳其等國家，債務風險本來甚低，但一旦有事時，其有限的外匯儲備卻未必足夠在資金市場發揮緩衝作用。

为了更好地評估一個新興市場國家的整體債務可持續性，我們一共使用了12個指標來評分。我們對MSCI新興市場類別的18個經濟體做了風險評分，使用的數據則主要來自去年。在每個指標中，數據最健康的6個經濟體會獲得-1分，數據最不健康的6個經濟體會得1分，數據中規中矩的6個經濟體則會得0分。

這12個指標包括：

1. 對外的金融地位：經常帳盈餘或赤字相對GDP的比例、經常帳盈餘或赤字相對GDP比例的5年變化、金融業的外國資產相對GDP的比例、外匯流動性指標(外匯儲備加短期流入外資，再減去短期外債，相對GDP的比例)、外匯流動性指標的5年變化、外債比例。
2. 負債：私營非金融業的信貸相對GDP的比例的5年變化、公共債務總額相對GDP的比例、財政盈餘或赤字相對GDP的比例。
3. 宏觀經濟：通脹、出口相對GDP的比例、商品佔出口的比例。

18個新興市場 12個風險較低

這套工具的目的，只是得出一個相對的強弱排名，而不是準確量度個別國家的風險。但願這能夠更明確的顯示那些經濟體面對資產負債表的壓力，以及那些那些經濟體面對增長問題等。

根據我們的評估，菲律賓、韓國、墨西哥、俄羅斯、中國、捷克、泰國、匈牙利、哥倫比亞、波蘭、智利及巴西的風險都相對較低(圖)。

換句話說，即使美國真的開始加息周期，但只要是循序漸進，這些經濟體都不會出現重大的資金問題。但當然，其他威脅卻潛伏。例如，若油價大跌，將可引致俄羅斯出現通縮。至於巴西最頭痛的，則可能是中國經濟轉型，對資源消耗模式的改變。

至於風險較大的經濟體又如何？正如我們較早時的推斷，從債務比例看來，應不會重現1990年代後期那種金融危機。從附圖看來，新興市場經濟體並非面對很大的資產負債表壓力。但是，它們的增長放緩問題需時多久才能解決，就要視乎它們在這段時間如何改變政策。那將是下一篇文章的主題。

潘迪藍

GaveKal Dragonomics 資深經濟師