

強貨幣遏增長 韓國或步日本後塵

國際
視野潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

歷史未必會百分百重演，但我們知道歷史有時是大同小異、萬變不離其宗。現在的韓國，背負着沉重的私營企業債務及老化的人口結構，這兩點正是令日本陷入迷失十年的相同宏觀經濟因素。

若韓國國內腫脹和低效的服務業不進行重大整合，又不大規模地清理不良貸款，當去槓桿的過程一拖再拖，韓國將會面臨類似日本的通縮壓力。

以往面對這種威脅時，韓國政府的慣常反應不是增加公共開支，就是將韓國貶值。一直以來，當經濟增長出現阻滯時，韓國都倚賴將貨幣貶值。然而，這一次卻很難進行這樣的調整，因為韓國早已是強勢貨幣，其自我調整機制很大程度上失效。

金融海嘯後 韓銀只顧避險

對於大多數出口導向型的經濟體，強貨幣通常會削弱她們在海外市場的競爭力，而進口則飆升，結果就是經常帳盈餘減少。尤其是在韓國逐漸升值期間，韓國大公司和銀行一向都會借入非常大筆的外幣貸款；就像1990年代後期的亞洲金融風暴和2008年的金融海嘯般，整體宏觀經濟形勢已經惡化；若要倚靠貨幣貶值，幅度就要更加大。

不過，最近韓國的銀行已經避免大規模借入外幣，因為她們曾在2008年遭受巨額損失，在雷曼兄弟倒閉之前，韓國不斷升值，促使韓國出口商買入韓圓，來對沖其外匯收入來源。因此，韓國的銀行亦增加其向外借出的短期貸款，以作自我對沖。但結果是，銀行的外匯倉盤出現了相當大的期限錯配；當金融海嘯爆發時，韓國的銀行由於資金短缺，被迫變賣其國內債券持倉，以購入外匯，從而將韓國的匯價推向深淵。

自此之後，當地銀行就很注重避險，儘管自2009年初以來，韓國都相對穩定地升值，她們仍然抗拒再借入外幣。

高經常帳盈餘 已成結構性

另一方面，韓國的經常帳盈餘的變化，亦與預期有分別。韓國的經常帳盈餘不但沒有因為韓國強勢而被侵蝕，經季節調整之後，今年還反而繼續擴大。這一增長表明，韓國正重蹈日本走過的路徑，其經常帳盈餘現時已是結構性，多於周期性。

韓國私營企業的債務極高，而且以國內市場為主的韓國企業的生產力相當低。但由於韓國的銀行繼續借出貸款給這些未有即時壓力的公司，令她們變成故步自封、墨守成規、拒絕改革。通貨緊縮的風險，加上老化的人口結構，令韓國的國內投資長期疲弱，這反過來又會抑制制人口需求。

我們估計，韓國的結構經濟增長率已經由2008年前的大約5%，下跌至大約2%至3%。但若果全球需求出現任何周期性回升，將會對其出口有幫助。

若日圓不再作另一輪大幅貶值，以損害韓國的出口競爭力，目前的經濟狀況將可令韓國的經常帳盈餘保持高企，以及維持韓國的升值壓力。在這個意義上，韓國正在步日本當年的後塵。

外資持續流入 增央行干預難度

在韓國匯率不能自我調整的情況下，只能由韓國央行令它貶值。但問題是，韓國的資本外流有限，令韓國央行也不容易管理韓國的匯率。

近日，韓國的資本外流有很大部分都被流入該國債券市場的資金抵消了；因為韓國國債的孳息率高過美國國債和德國國債，而且感覺上韓國的主權風險很低，吸引了喜歡收息的投資者。

在韓國所有結構性挑戰當中，其公共資產負債表是最實在的，因為韓國的公共債務只相當於其國內生產總值（GDP）的大約37%。

若要在短期內令韓國顯著貶值，韓國央行增加其外匯儲備的速度，將必須超過韓國的經常帳盈餘的增長速度。不過，韓國央行近期的干預，只能夠令韓國升值的趨勢放緩，而不是停止或扭轉。

若韓國央行更加積極地進行干預，大量拋售韓圓，則會導致大量流動性注入韓國國內的金融體系；對於一個私營企業負債已經相當高的經濟體來說，這將是非常不理想的發展。

恐面臨通縮低利率風險

現在我們再次重溫韓國如何步上日本的後塵，由於強貨幣已經開始遏抑經濟增長，韓國政府走上了反周期的財政擴張政策，這正是日本曾經採用的政策。眾所周知，一個政府用來刺激經濟的臨時開支，很容易變成常態的開支；一旦初期的效應逐漸消失，就會有面對通縮和低利率的風險。