

《商報》專欄

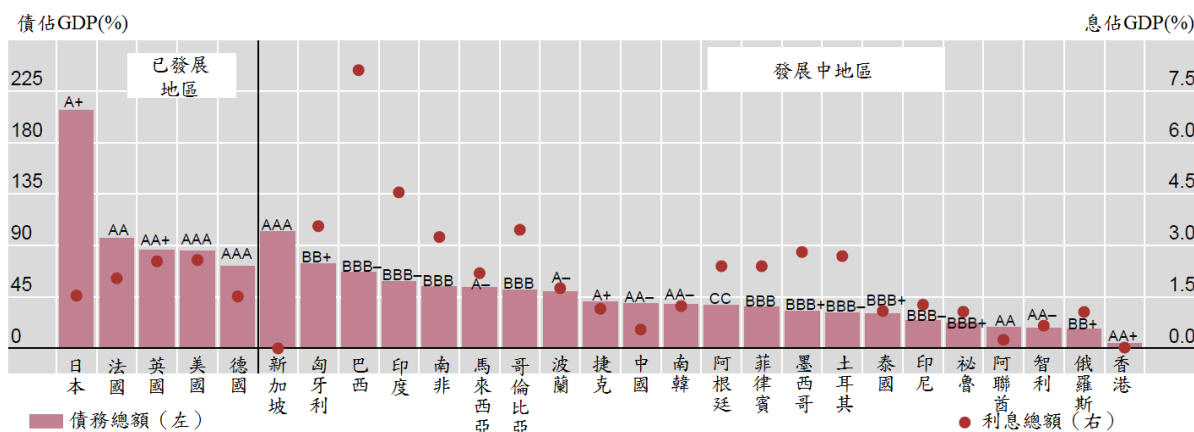
債務危機漸成型 新興市場爆鑊勁？

常常話新興市場會爆煲，但由伯南克 2013 年講收水至今都兩年多，有新興國家爆煲嗎？最近有說法指隨著新興經濟愈變愈差，加上資金外流令貨幣貶值，新興市場政府將會面臨債務問題。無他，經濟差，無錢還；貨幣貶值，債務加劇。由此演變下去，往後幾年可能不是炒歐債危機，而是亞債危機。

大家一直認為現時亞洲國家的財政情況已不能跟 1997 年亞洲金融危機同日而語。無錯，看看圖一截至 2015 年的債務佔 GDP 都已知一二，例如現時已發展地區的債務佔 GDP 約 80% 至 90%，但新興市場普遍低於此水平。亞債危機？不似。

未知大家是否人家的債仔？知道什麼是好債仔嗎？不是借得少就是好債仔，借得多就是壞債仔，而是指你的還款能力。在經濟學的定義上，財政可持續性也是指政府在某一債務水平下的持續還款能力。債務過多確會影響還款能力，但這只是其中一個因素。債務的多寡，除了本金外，息口高低都會影響還款能力。故此，定期有錢還就是好債仔。

圖一：2015 年 Q3 已發展及發中地區之債務和利息情況



看看圖一，若德國代表有財政紀律的話，那他們的息口佔 GDP 便可作為參考數字。國際結算銀行 (BIS) 報告指 2015 年德國政府的利息支出佔 GDP 約 1.5%，而美國的 3% 算是發達國家中偏高了。重點是，日本債務水平夠高了吧，差不多 200%，但利息支出比率與德國同樣在 1.5%。日本爆煲了嗎？未。何解？或許就是因為利息支出比率在合理水平，令其債務得以持續償還。爆煲嗎？債雖多，但似乎爆煲還未是時候。

同樣道理亦放諸在新興市場。看看圖一，雖然現時部分新興國家的利息支出比率仍在高位，例如巴西 7.5%，印度 4.5%，但平均而言，新興地區的利率佔 GDP 水平與發

達國家只在 2% 左右。故此，若大家同意發達國家的利息支出水平是健康的話，那一眾新興經濟體的財政情況亦無大問題。

其實觀乎圖一，需擔心的應是主權評級較低之新興市場的未來借貸能力。評級低但利息支出比率也低？在過去多年的超低息環境，只要本身財政未至於要如希臘般爆煲，借款利率也不會高，有利一眾財政質素較低的債仔借錢。不過危機已至，若未來息口回升，加上新興市場環境變差，眾質素較低的債仔隨時賴債。所以，問題就是息口會回升嗎？看看耶倫的態度，機會暫時似乎不大。

新興市場問題人所共知，筆者亦不多講。不過，危機只會發生在新興市場嗎？報告指出，由 2007 年金融海嘯開始爆發至今除了新興市場的評級由 BBB- 跌至 BB+ 外，發達國家的平均評級亦由 AA+ 跌至 AA-，顯示發達國家的財政及經濟等問題仍然持續，當中以歐洲問題較嚴重，評級由 AA+ 跌至 A+，低於亞洲及美洲等發達國。由此可見，在關注一眾新興市場的經濟下滑問題之際，發達國家能否免疫於未來的危機亦需留意。

2007 年至今環球主權評級情況

		地區數目	2007 年評級	2015 年評級
全球	已發展地區	28	AA+	AA-
	發展中地區	69	BBB-	BB+
亞洲	已發展地區	5	AA+	AA+
	發展中地區	12	BBB-	BBB
美洲	已發展地區	2	AAA	AAA
	發展中地區	20	BB	BB
歐洲	已發展地區	20	AA+	A+
	發展中地區	20	BBB	BBB-
中東	已發展地區	1	A-	A+
	發展中地區	9	BBB+	BBB
非洲	發展中地區	8	BB	BB

總括而言，新興市場雖然充斥問題，但是否將如 1997 或 2007 年般海嘯式爆煲？從債務角度上分析，似乎不會。當然，大家可能爭拗，隨著時間過去，經濟愈變愈差，還款能力隨之下降。債務累積下，新興市場變豬絕非無可能。無錯，筆者也不排除這可能性。但以希臘為例，2010 年第一次炒爆煲，其債務比率已達 140%，屬全球高水平。但現時新興市場呢？你我都有眼見。與此同時，當大家把焦點集中在新興市場間，小心歐美等成熟國家的債務問題又會殺個措手不及。萬一新興市場爆煲，歐美國家可倖免嗎？

參考：Frank Packer, Marlene Amstad (2015), “Sovereign ratings of advanced and emerging economies after the crisis” Bank of International Settlements, December.

劉振業
環球金融市場部