

《信報》專欄〈一名經人〉

全球債務拆細睇 新興私債已見危

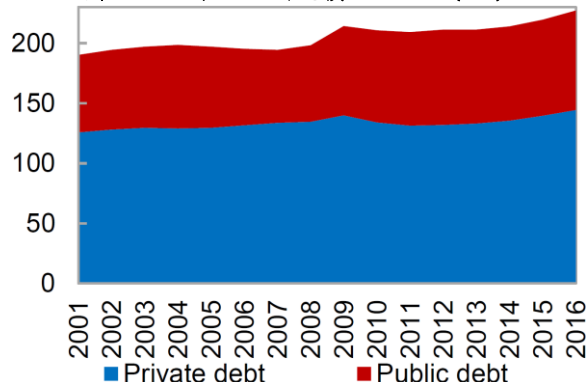
近期新興市場接連出事，有匯率急貶，有資金撤走，有股市向下，亦有債息急抽。每個出事的新興市場都各有不同，正如重病的都各有其症。不過，若要追本溯源的話，則大抵離不開過去十年所種下的禍根。十年前美國帶頭海嘯，大手量寬；到2012年，歐債危機下輪到歐洲量寬。然而這些年來其實不是全球都「真正出事」。回想2008年，雖然各處股市皆大插水、經濟收縮，但一些反映經濟健全度的指標如失業率、樓市等，很多地方都沒異樣，股市經濟插水過後亦很快復原，但卻不必要地跟歐美一齊量寬。

所謂一齊量寬，意指除非某地自行逆市加息、升值，不然若匯價多少跟隨美元者，結果是其息口、銀根政策變相跟隨美國；跟歐元者則變相跟隨歐洲。平錢處處的日子，一般人也尚且不時收到「錢送上門」的推銷來電，企業大量集資尤美元債更不在話下。借來的資金在升市處處的日子看似便宜，但現在平錢不再且或跌市處處，便要還了。

國基會之所以這麼關注債務危機是有其道理的，由十年前面世的《今非昔比》到2012年歐債危機，在在顯示這債務危機從來揮之不去，只是近五、七年似歇息下來，大家都鬆懈了。債務危機就如長期病患，一般沒外來觸發下可拖延甚長至好幾個週期。不過持續升市、擴張十年後，即將出現的向下週期卻隨時會觸發這些醞釀已久的危機。

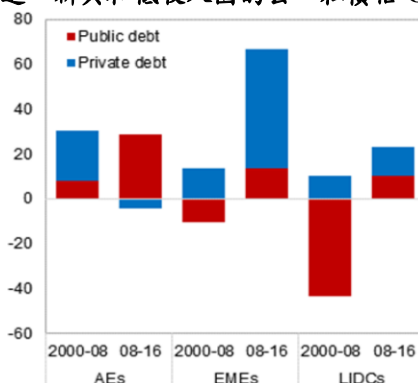
國基會最近有研究員以財政部名義編制了全球債務數據庫，當中包含190個國家自1950年起的公、私債額（見參考）。對於做研究的這十分有用：下一危機處就在此尋。然而，今文只抄出其概括討論，即按經濟體發達程度和債務公私類別劃分來比較趨勢。首先是全球總債佔GDP【圖一】。如圖所見，2007至09年間的債務急升主要為公債；這不難理解，因為多國政府為了救市而啃掉大量私債。但至於2013年起的債務趨升，雖然速度不及2009年時，但幅度卻不遑多讓，且主要來自私債，吻合上述的推斷。

圖一：全球190國總債佔GDP(%)



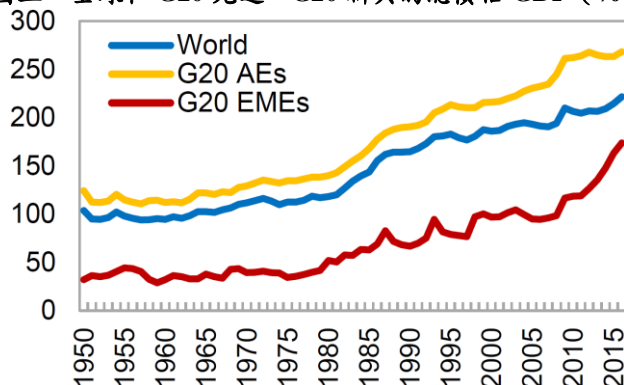
將公、私債再拆分海嘯前和後八年，和按經濟成熟度分為先進、新興和低收入國，又見更多端倪【圖二】。先進國而言，海嘯前後的總（淨）債比例都在 GDP 的約三成，但海嘯前以私債為主，之後則以公債為主，印證了上述政府啃下的「債務轉帳」之說。新興國而言，公債由負變正，但都在 GDP 的一成上下，不多；反而私債增幅就大了，由 GDP 的一成升到七成，即上述不必要量寬下市場瘋狂集資的現象。至於低收入國，政府亦由海嘯前的「淨還錢」變成海嘯後的「淨借錢」，成為今天第一批爆發的危機。

圖二：先進、新興和低收入國的公、私債佔 GDP (%)

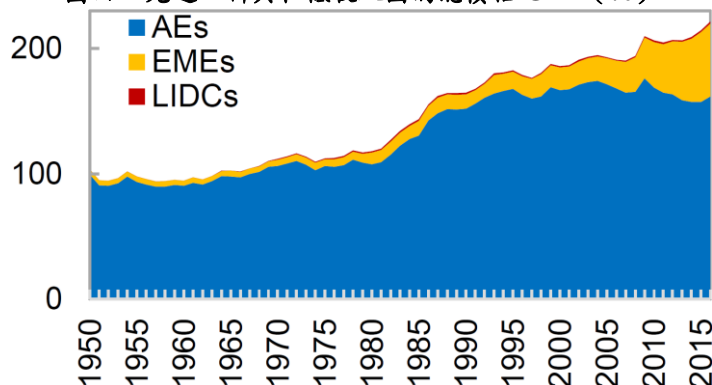


總債方面，海嘯前先進和新興的升勢相若，但海嘯後新興債額急起直追【圖三】。

圖三：全球和 G20 先進、G20 新興的總債佔 GDP (%)

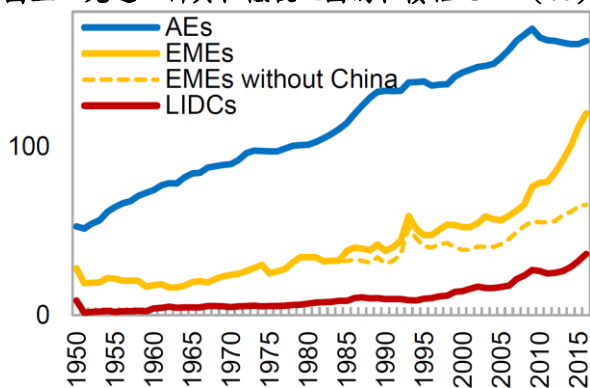


圖四：先進、新興和低收入國的總債佔 GDP (%)



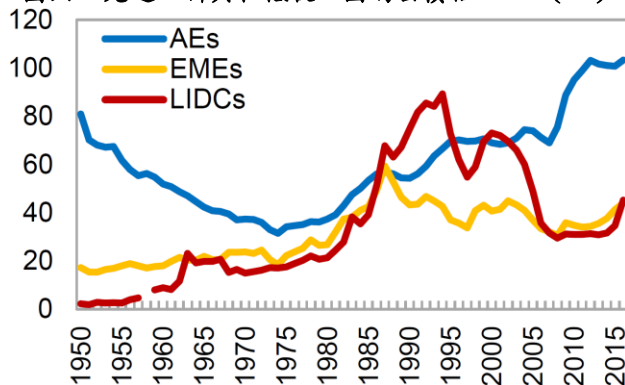
以各收入國的總債貢獻（佔 GDP）而言，迄今先進體系債務雖仍佔全球大多數，但其實過去廿年的新增部分都由新興國所推升，只是海嘯後的情況較為明顯【圖四】。如果只看私債的話，海嘯後的新興債升速更快，低收入國亦然儘管速度不及新興體系，只有先進國在海嘯後至今的幾年在減私債【圖五】。其實，這才是國基會的關注所在。

圖五：先進、新興和低收入國的私債佔 GDP (%)



固然，若只看公債的話情況是相反的：先進體系在後量寬期仍大幅累積債務至約 2012 年，即歐債危機時；然而近幾年先進體系的公債佔比已穩定下來，沒進一步上升【圖六】。反之，新興和低收入國的公債佔比雖大致維持低企，但近年卻有回升跡象。

圖六：先進、新興和低收入國的公債佔 GDP (%)



一路說來，其實問題在哪已清楚不過：長期量寬超低息環境引發了過度借貸舉債，尤以新興、低收入國的私企最為嚴重。隨着美國帶頭加息，長債孳息趨升已揭開序幕，之前見到的阿根廷、土耳其等看來只是危機的開始而非終結。最終會蔓延至什麼程度，固然一看債有幾大、二看息升幾快。「整體而言」，新興、低收入國的私債仍未算勁大，美國加息亦未算很快，但個別而言已見出事，這些局部地區性爆發已足以轉牛為熊。

參考：Samba Mbaye, Marialuz Moreno Badia and Kyungla Chae (2018). “Global Debt Database: Methodology and Sources,” IMF Working Paper No. 18/111, Fiscal Affairs Department, May.

羅家聰

環球金融市場部