

《信報》專欄〈文人經略〉

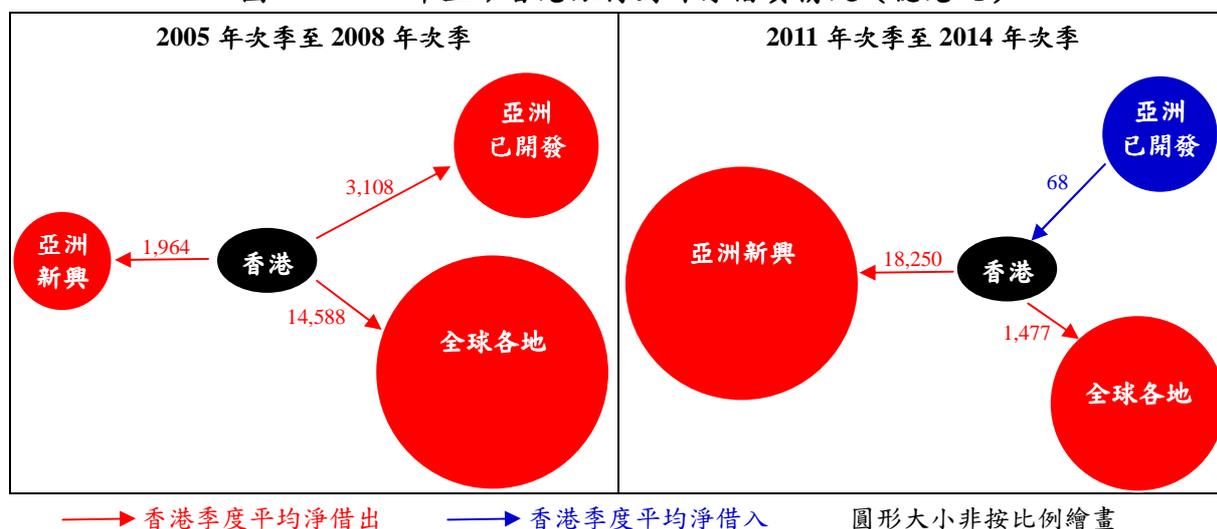
香港升呢大債主 嚴防樓債暴風雨

放假之前，本欄危言聳聽，范爺上身，擔憂股、樓兩市分別進入食粥和瞓街模式；放假期間，眼見媒體充斥一片壞消息，看淡漸成市場共識，加上恒指曾大挾千七點，本來心下一寬（市場共識撞板居多，所以眾地莫企），以為可以開心地估錯。豈料，上週國際結算銀行（BIS）發佈的最新季度報告，直如一盤冷水照頭淋，誇張點以「驚心動魄」來形容也不為過。

BIS 這份報告（註），開宗明義以「容易受傷的新興市場，搶盡風頭」為題，看淡新興市場之意彰彰明甚，媒體也多有轉載。不過，筆者一向認為新興打噴嚏的話，香港隨時冷傷風；這除了見諸上月本欄對相關資產價格所作的迴歸分析外，BIS 報告內最新公佈的金融數據，也實在令筆者倒抽一口涼氣。

簡而言之，2008 年金融海嘯爆煲前，香港作為國際金融中心，其資本中轉站的角色確實相當國際化，所面對的信貸風險得以分散；但是，金融海嘯爆煲後，香港的資本中轉站角色卻大幅地域化，使其成為亞洲新興市場的大債主，牌面上近乎 all in（圖一）。

圖一：2005 年至今香港銀行對外淨借貸情況（億港元）



值得注意的是，香港近年對亞洲新興市場的季度平均淨借出逾萬八億港元，較身為東南亞地頭蟲的新加坡高近四成（後者淨借出近萬三億港元），反映香港號稱亞洲新興大債主，並非浪得虛名。不過，針無兩頭利，好境時固然生意多到做唔切，但一旦債仔頭暈身熱，香港勢難免疫。

那麼，目前這些大債仔的爆煲風險大嗎？圖二顯示，在過去一個月，Itraxx 亞洲（日本除外）投資級別債券信貸違約掉期指數急升，一度抽上 144 點，是去年初以來高位，也升穿 2011 年歐債危機至今的平均水平（132 點）。

誠然，現水平尚未回到前年中市場炒聯儲局收水時的水平，與 2011/12 年歐債危機時相去更遠，即是爆煲應時辰未到。不過，指數既已明顯突破過去四年的下降軌阻力，反映區內債市安全期已過，違約風險正逐步上升；過別投資者快人一步，對當地股、匯、債等相關資產先沽為敬，不足為奇。

圖二：Itraxx 亞洲投資級別債券信貸違約掉期指數



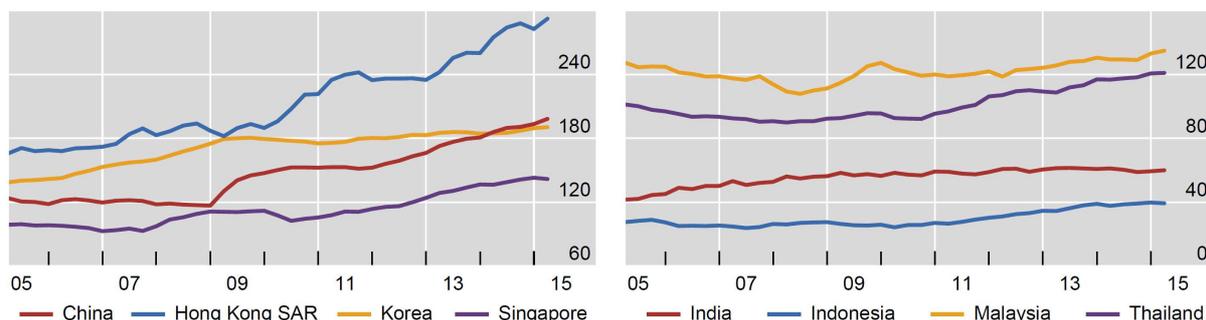
至於最驚心動魄的，莫過於 BIS 通過信貸對 GDP 佔比缺口（即偏離長期趨勢的程度）、樓價缺口，以及債付比率（債務本金加利息對出口收益佔比）等指標，為當地爆發金融危機的風險，制訂早期預警訊號。簡而言之，比率愈高，在未來三年內最少有三分二機會爆煲的風險愈大。

結果，以各項風險指標的平均值計，全球爆煲風險最大的是土耳其，毋怪乎土耳其里拉年初至今跌近兩成三。亞洲以 0.05% 之差緊隨其後，主要是信貸對 GDP 佔比缺口及樓價缺口兩大風險指標雙雙高企；前者在各國中排第二，後者排第三。

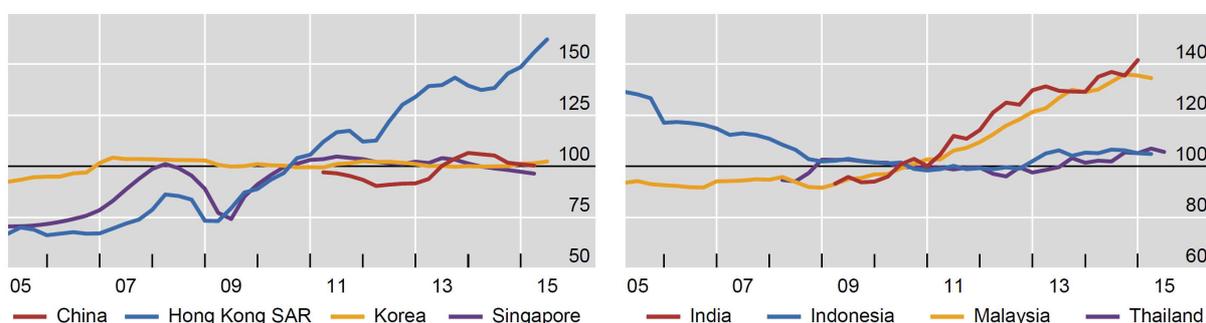
須注意，根據 BIS 的定義，「亞洲」項下僅指香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國，並不包括獨立成項的兩大金磚國和日、韓兩國。考慮到香港的大債主地位（圖三）和天價樓市（圖四），有理由相信其對指標給力不小。

為減低驚嚇程度，筆者決定不轉載原報告中的完整圖表，以免揭露「亞洲」爆煲風險可能比歐豬國還高的事實；有需要的讀者請自行下載細閱。

圖三：新興亞洲各地對私人非金融機構信貸總額佔 GDP 比例



圖四：新興亞洲各地實質樓價指數 (2010年=100)



事實上，以年初至今主要股市表現計，恒指跌幅僅次於印尼、新加坡和台灣，與泰國相若，H 股表現更不在話下；以按年變幅計，恒指本季更自 2011 年第三季歐債危機爆發後再次顯著見紅。如果相信股市領先經濟的話，今年底、明年初香港的經濟增長有可能急劇放緩。

回想四年前外圍曾以「The Beginning of the End」來形容歐債危機，結果預期落空；時移世易，但願同一幕不會在另一個時空上演。

註：BIS Quarterly Review, September 2015.

何文俊
環球金融市場部