

《信報》專欄〈一名經人〉

收支儲備誰最差 風暴不限東南亞

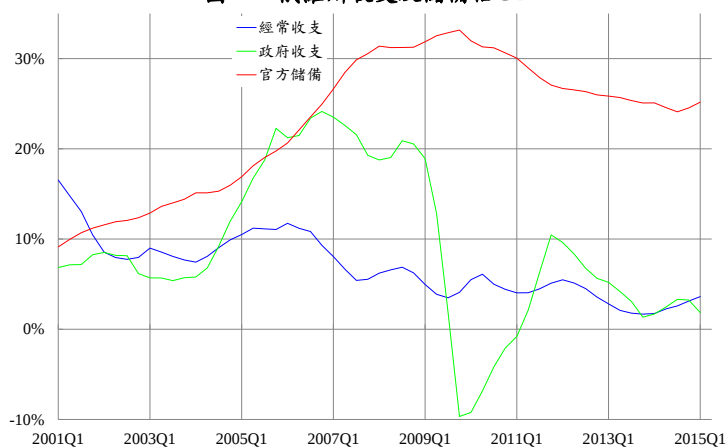
環球股匯急挫，一如既往，新興是重災區，坊間將今次跟 1997 年亞洲風暴比較。然則有不同的：今次不少東南亞股市市盈率均不高，縱高位時亦近 10 倍多於近 20 倍；至於貨幣，今次絕大多數沒掛美元，故無長期累積失衡，鑒於不少貨幣早已累貶幾成，炒家不易在短期內衝擊至進一步再貶幾成。何況，今次貨幣急貶原來不限於東南亞。

查自 4 月底至今不少貨幣貶值期內，五大跌幅的新興貨幣國為俄羅斯、哥倫比亞、馬來西亞、巴西及智利，當中三處南美，僅一處亞洲。即使數至十大，亦僅包括泰國、南韓兩亞洲國，可見今趟焦點散落全球而不局限於亞洲。有云新興市場今時不同往日，底子較廿年前健康得多，今文就以這四個月來六大貶值幅度的貨幣國簡單探討一下。

貨幣的健康程度主要取決於全國收支及政府收支，前者見諸經常帳，後者政府帳。兩者若長期赤字，則累積成債務；而應對債務有三法，一是發債匱債，二是儲備抵消，三是印鈔找數。債務及儲備俱屬庫存（stock）數據，反映長期健康程度。至於經常帳、政府帳則屬流動（flow）數據，反映短期資金進出。債務數據難找，現只看餘下三項。

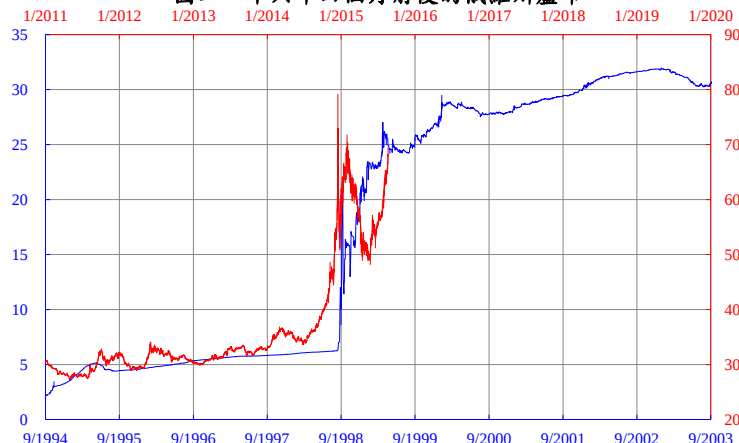
近月貨幣累貶最勁的俄羅斯，官方儲備佔 GDP 無疑在油價大升年代有明顯改善，但隨着油價自海嘯後回落，儲備亦減，不過即使去年底今年初油價跌至 40 美元水平，儲備減速亦克制，今年首季更不跌反升【圖一】。儘管如此，經常及政府帳盈餘卻減，尤以後者較明顯。以四季移動平均計，目前兩者還未轉赤，不過再過幾季則難講矣。

圖一：俄羅斯收支及儲備佔 GDP

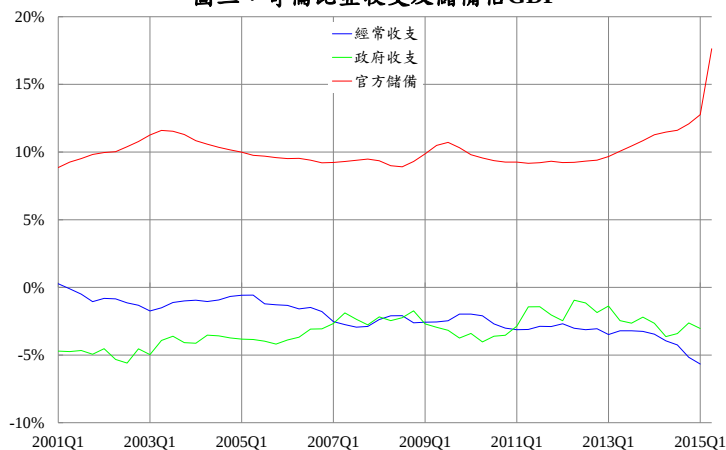


以俄羅斯盧布貶值的形態來看，目前恍如十六年四個月前的情況（順帶岔開一筆，這亦是本港樓價頂到頂的年期）【圖二】。以圖論圖，最急一貶可能已過，現進入慢貶，明年春後匯價應大致貶定。固然，急貶只是危機初期，縱長遠利好也怕有幾年手尾。

圖二：十六年四個月前後的俄羅斯盧布

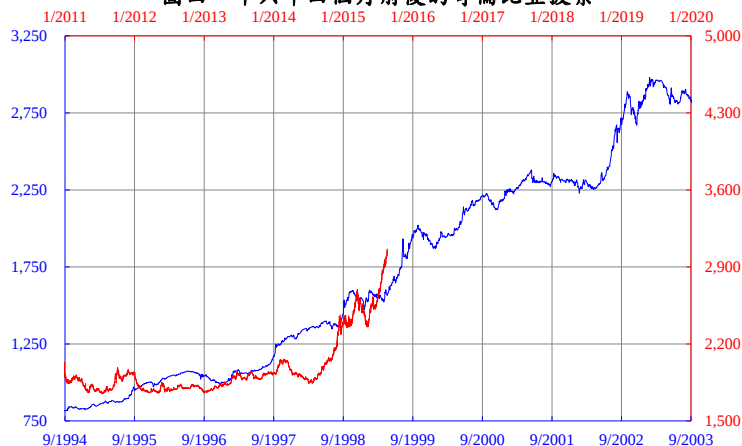


圖三：哥倫比亞收支及儲備佔GDP



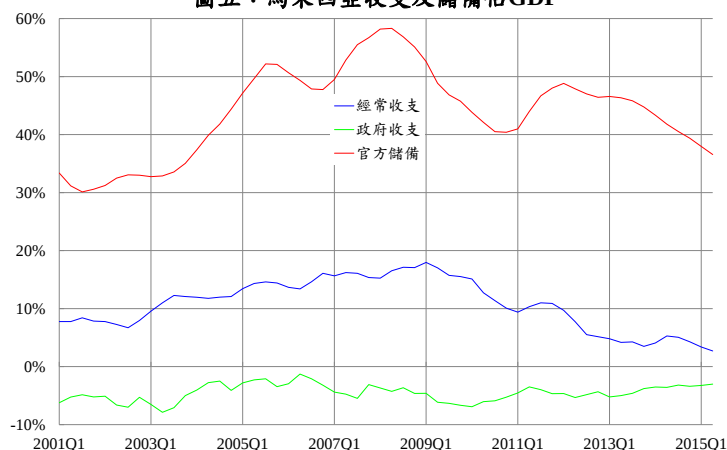
哥倫比亞是貨幣累貶次多的國家，儘管近季儲備佔 GDP 大升，但收支數據卻弱：經常及政府帳十多年來均持續赤字，近兩年更見惡化趨勢，以前者走勢較差【圖三】。同是十六年許前後比較，哥倫比亞披索也有當年影子，未來走勢比盧布更劣【圖四】。

圖四：十六年四個月前後的哥倫比亞披索



再數到馬來西亞，是東南亞中貨幣貶幅最大一員。然則觀乎馬國的官方外匯儲備，海嘯前雖升過，但目前已回到 2003 年沙士水平【圖五】。另因近年全球貿易增長皆跌，馬國經常帳盈餘佔 GDP 亦自海嘯後持續向下，接近見紅；而政府帳則一直維持赤字。

圖五：馬來西亞收支及儲備佔GDP

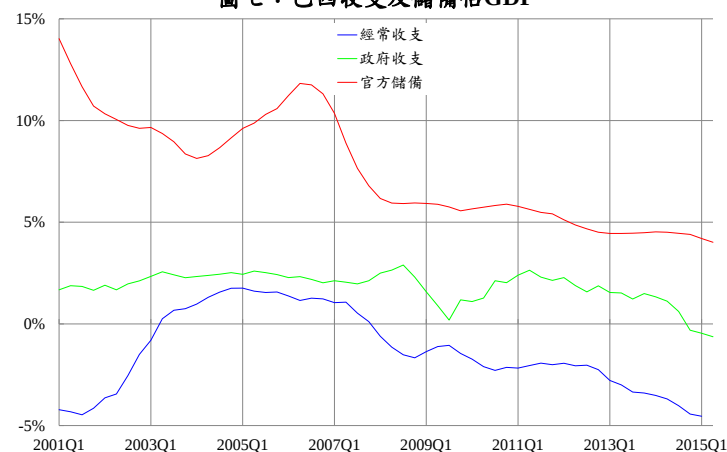


上次亞洲風暴爆發後翌年，1998 年 9 月馬來西亞實施外匯管制，至 2005 年才解除。資金不進出下，匯率亦無意義。今天當局未有外匯管制，但匯價卻持續貶值【圖六】。

圖六：十六年四個月前後的馬來西亞令吉



圖七：巴西收支及儲備佔GDP

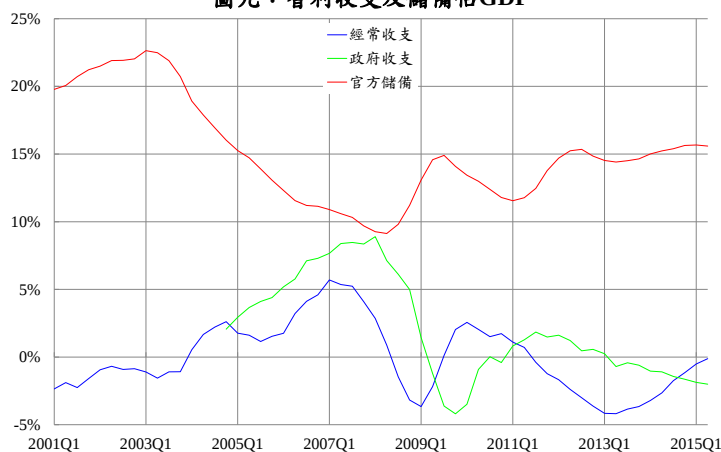


接着貶幅大的輪到巴西。巴西的情況一如哥倫比亞，多年雙赤（經常及政府帳），但轉差勢頭更為明顯；至於官方儲備也一同縮水，以最新數字計僅 GDP 的不到半成，比俄羅斯更少【圖七】。巴西似乎是本文提到的六國當中，收支及儲備均最糟的一員；而十六年許前後的巴西雷亞爾比對預示，最終將有延續至 2019 年的大幅貶值【圖八】。上文提過的國家中，巴西是繼俄羅斯後現已明顯陷入衰退的另一國，且已延續四季。

圖八：十六年四個月前後的巴西雷亞爾



圖九：智利收支及儲備佔GDP



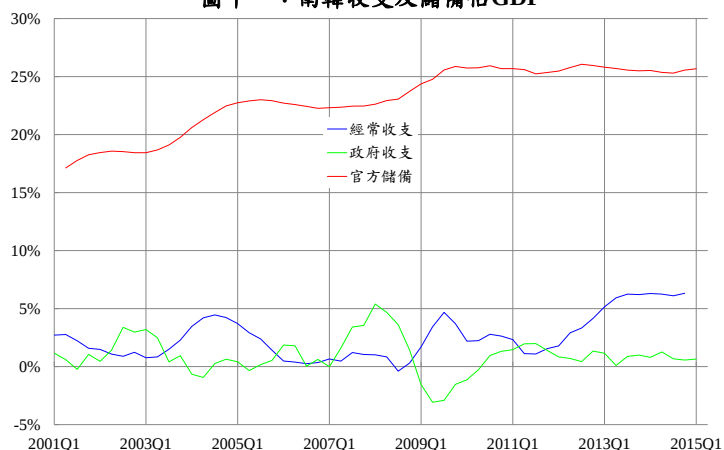
智利也屬南美國家，同樣面對雙赤問題，儘管情況沒巴西般差，官方儲備亦見改善【圖九】。其實智利經濟增長也自高位跌了不少，只是目前還未收縮而已。拼圖預示，智利披索的貶勢將較漸進，但目前的貶值很可能只行了全期須行的三分之一【圖十】。

圖十：十六年四個月前後的智利披索



貶幅排第六大的，其實墨西哥、南非及南韓均叮嚀馬頭，現選大家較關注的南韓。南韓經上次亞洲風暴大貶值後，財政健康程度確改善了不少：2009 年前儲備持續增加，打後至今仍維持不跌；至於經常及政府帳迄今均沒見紅，儘管後已很危險【圖十一】。今次韓圓的反應跟上次風暴不同：上次大幅貶後回升，今次則先升而後貶【圖十二】。

圖十一：南韓收支及儲備佔GDP



圖十二：十六年四個月前後的南韓圓



綜觀大貶國家，看來南美的前景頗為不妙，東南亞上榜國家暫不算多。由是觀之，這次風暴不限亞洲，南美是另一重災區。鑒諸 1997 年貶值形態，風暴現在才剛開始，貶值潮或延續至 2018、19 年才結束。然則風暴初期曾大貶值者，大難不死多有後福。是故目前上榜者，匯價無疑先輸一着，但最終風暴過後誰是大輸家，現還言之尚早。

羅家聰
環球金融市場部