

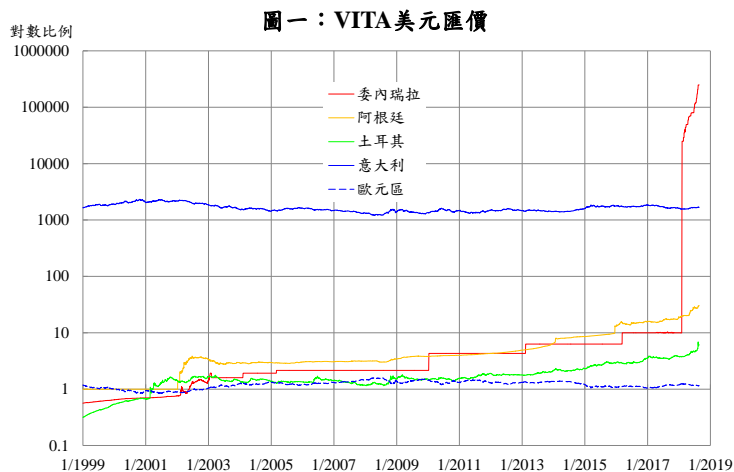
《信報》專欄〈一名經人〉

要爆煲寥寥上榜 數脆弱豈只四國

早輪熱炒的土耳其危機似在爆煲，但卻一如所料，沒怎影響市場。新興市場危機，近幾十年不時都有，甚至年年都有，但全球卻不會不時，更不會年年出現熊市或衰退。判斷爆煲影響並非單憑出事國的大小。土耳其 GDP 排全球二十大內，有指爆則大鑊，但結果呢？俄羅斯、墨西哥 GDP 排全球十五大內，廿年前爆過債務危機，而阿根廷、委內瑞拉排廿幾，債務危機更為頻密，但結果還不及排五十以後的希臘爆煲影響大。

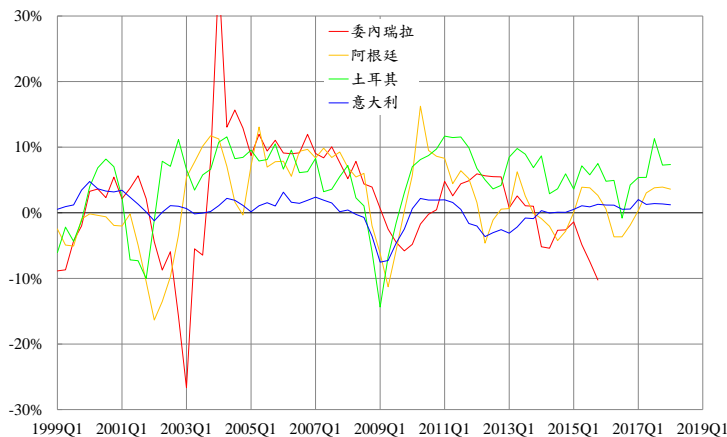
近年有人將委內瑞拉、意大利、土耳其和阿根廷合稱 VITA 四國，謂將爆發危機。這顯然有抄金磚四國 BRIC 之嫌，不過金磚是大國，無幾多個，但論弱小國則多得很，就算要爆亦遠不只四個。這樣揀四個出來只因她們表徵上已出事，但不等於其他無事，亦不代表這四個出事後會對全球好大件事。無論如何，今次且看這四國到底有沒有事，而假如有事，又會否令全球好大件事。現將 VITA 按出事嚴重程度重新排序為 VATI。

首先引發外界關注四國的原因，固然來自匯率貶值，尤其是委內瑞拉的百萬通脹。委內瑞拉固然是貨幣體系已經崩潰，但阿根廷和土耳其則尚未如此，雖兩幣皆在貶值，但對數比例下貶速沒趨勢性加快，至於意大利則無論以舊幣里拉或新幣歐元計皆穩定【圖一】。美元由 2011 年升至 2017 年初，期內非美貶值不奇，今年上半年美元再升，非美再貶亦不奇，問題是有否過急和貶時其他基本因素是因貶而改善還是受累轉差。



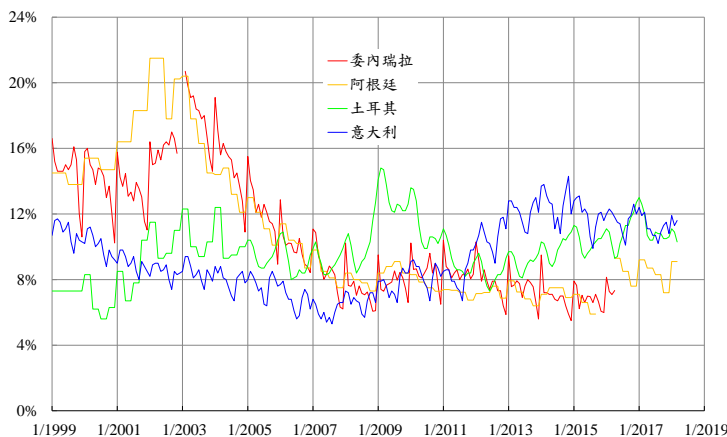
經濟轉好還是轉差，不用問了，首先一定是看 GDP。觀圖所見，除委內瑞拉外，其餘三國的經濟增長並無異樣，而阿根廷、土耳其更稍稍加快【圖二】。若只看圖二、不看圖一，誰會以為四國都爆煲？其實只有委內瑞拉差到近兩年半報不到 GDP 數字。當然，土耳其海嘯後 GDP 增長水平比海嘯前低了一截而徘徊盛衰分界也是問題根源。然而，圖中的意大利乃至圖中沒有的日本也是長年處於脹縮邊緣，卻仍未爆發危機。

圖二：VITA實質GDP按年增長

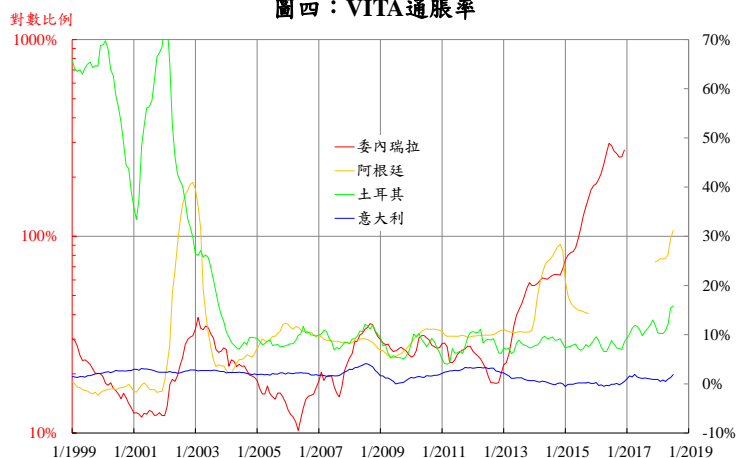


債務是累積出來的，即使流動類的 GDP 反映不到，屬累積性的失業率卻應見到。如圖所見，四國的失業率在 6% 至 12% 之間，不算很低，但比起西班牙、希臘的 20%，則比上不足比下有餘【圖三】。須知失業、債務兩者相輔相成的：無收入才還不到債，導致私債違約；無收入交才不到稅，導致公債違約。然而，失業率不太高或不在攀升，意味基本因素應還可以，而外部衝擊則另當別話。唯一不妥是報不到數的委內瑞拉。

圖三：VITA失業率



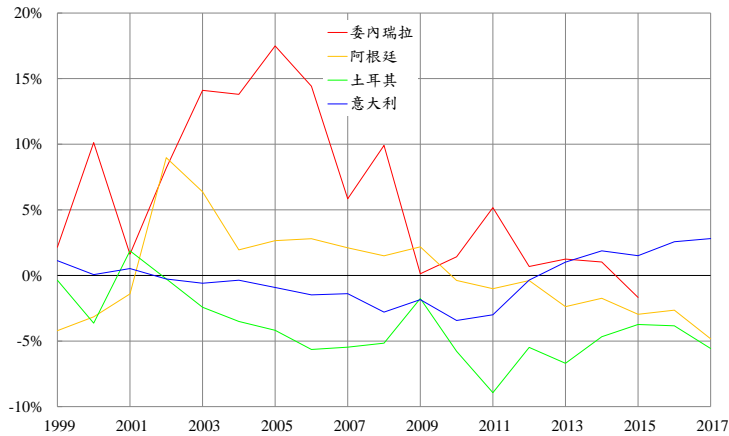
圖四：VITA通脹率



失業反映實質，通脹反映名義。如果失業率正常而通脹率失常，則並非全面出事，通常私家還可，多是公家出事，一般是政府財政揮霍無度，結果貨幣找數令銀紙貶值，

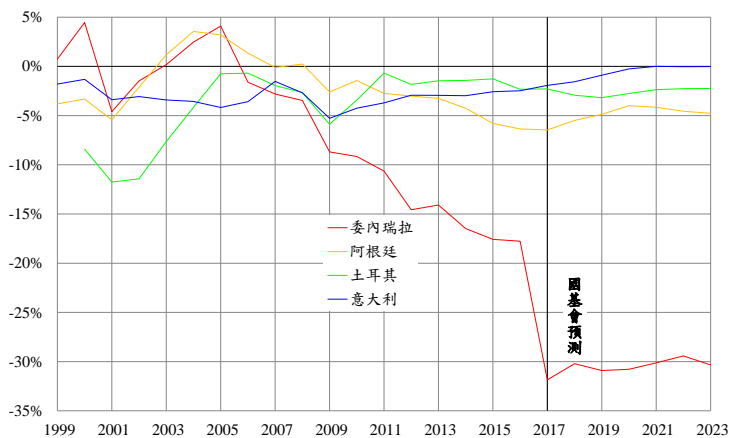
最後通脹飛升。委內瑞拉正屬此類，通脹要對數比例顯示；土耳其在2004年前亦然，1995年通脹曾見逾120%；而阿根廷亦曾在2002年見過40%，但真正失控的還數1985年的高位逾1,100%【圖四】。見過何謂失控水平後，應知目前實僅委內瑞拉真出事。

圖五：VITA經常帳佔GDP，正盈負赤



失控的背後有雙赤：一是國家對外的，即貿赤；二是上述咎由自取、對內的財赤。從四國的經常帳收支佔GDP所見，委內瑞拉確由大幅盈餘急轉直下至零，而阿根廷、土耳其亦赤字惡化，但仍在單位數，拍住大多歐美先進國；至於意大利卻「轉虧為盈」【圖五】。由此所見，近年外圍環境無疑是差，但除委國外，其餘三國仍未至很離譜。

圖六：VITA財政收支佔GDP，正盈負赤



至於財赤佔GDP，也是除委內瑞拉「離晒大譜」外，其餘三國只有土耳其在惡化【圖六】。按國基會預測，土耳其未來數年的財赤可望在GDP的5%以內，未算失控。

這樣看來，出不出事絕非在新聞報道找四個最上榜的新興國然後砌個英文字就是。上述各方面比較下，阿根廷似乎差過土耳其，但前者肯向國基會伸手，情況也算受控。較佳的土耳其是否真要爆煲？看來未必。至於意大利更無辜，為砌夠四隻腳被拖落水。新興市場出事還可有多方面，除財政、貨幣政策亂龍外，還有市場有否泡沫尤其地產。最核心則是經濟有無轉差傾向，此乃所有危機的根源。如斯計算，何只VITA四國？

羅家聰

環球金融市場部