

《信報》專欄〈一名經人〉

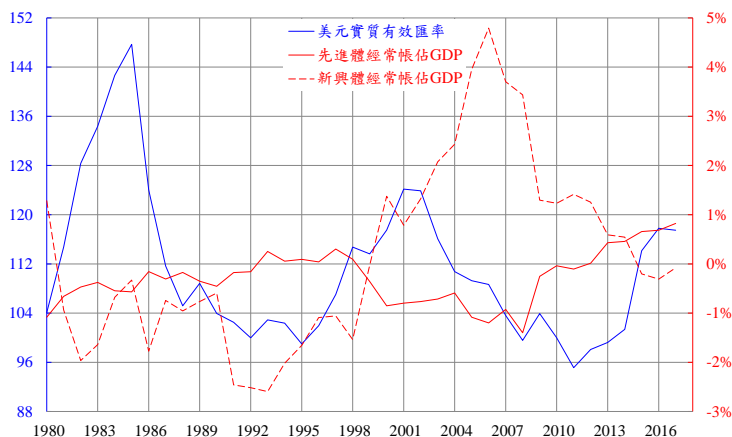
新興出事各有因 盡歸強元有疑問

繼土耳其後，阿根廷又鬧爆煲，一般都將之歸咎於美息上、美元強。從歷史上看，兩者當中又以後者的影響較大。昔日的加息週期較為頻密，通常五、六年便出現一次，就如 2004 至 2006 年的加息週期間，由於全球皆從科網泡沫爆破後的谷底中否極泰來，故那次加息幾乎全球有份。齊齊加下，資金沒有大舉流動，那些年亦沒有哪國爆煲。

反之如 1990 年代中時情況剛相反了，美國加息，歐日則衰退而寬鬆，結果元強，未出事的新興市場正因美元強、美息上而相繼爆煲。今輪是否歷史重演？是次元強始自 2014 年，2015 年至今的三、四年間則僅上落而已，沒進一步升。是次我們要探討的，是美元與一眾經濟上的危機位有否關係；至於美元與資產價格的關係則早知是有的。

近年多輪的危機都在失衡上，學術上講，是因長期單邊匯率升跌導致經常帳失衡，而這失衡是呈現於先進與新興體之間的。是故直觀而言，應先看這兩者是否真有關係。故事是這樣講的：當美元強，新興幣相對弱，新興體累積大額經常帳盈餘；到美元弱，新興幣強，才致爆煲。從美元實質有效匯率與先進、新興體的經常帳佔 GDP 比較所見，1995 至 2001 共六年的美元強（新興幣弱）所導致的新興經常帳盈餘延續至 2006 年，但打後十年新興經常帳盈餘下跌間，新興尚未出事，可見此說與實證有出入【圖一】。

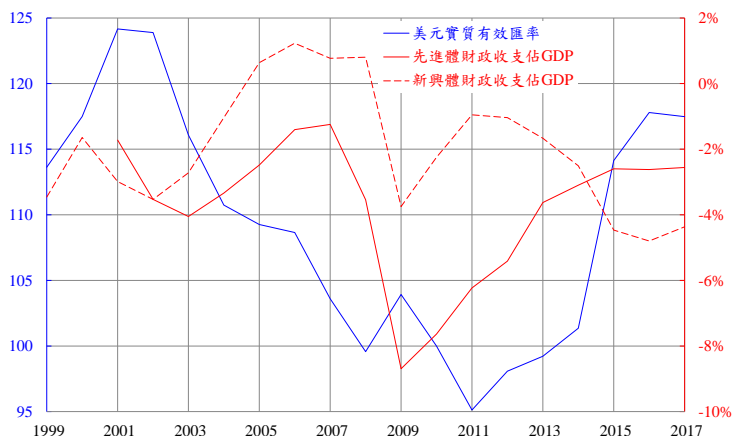
圖一：美匯與先進、新興經常帳佔 GDP



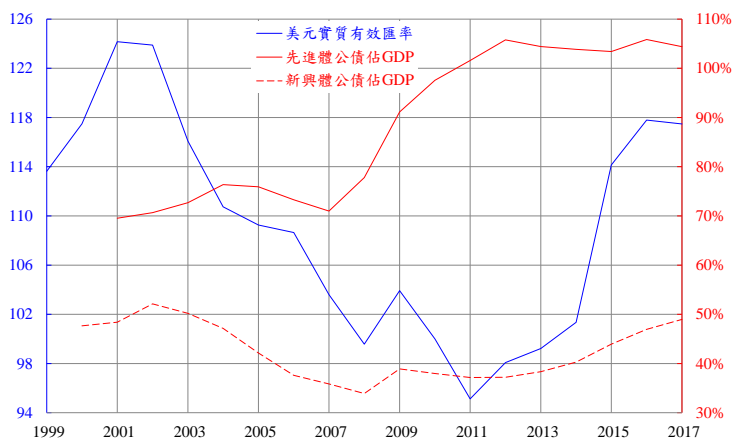
另一爆煲位是新興體的財政收支失衡，赤字累累。然而，這跟美元強又有無關呢？驟看兩者上落，美元與新興體財政收支多少反比，但在趨勢上跟先進體的收支分別不大【圖二】。由此看來，美元對新興體財政收支的影響即使有，亦是週期上多於趨勢上。

積赤成債，美元強對新興體的債務有否影響？如果有的話，兩者照理是同方向的。如圖所見，2011 年美元由跌轉升，而新興體的公債佔 GDP 雖在 2008 年有類似轉角，但跌、升幅度溫和，相比先進體在海嘯後的公債佔 GDP 升速屬小巫見大巫【圖三】。

圖二：美匯與先進、新興財政收支佔GDP

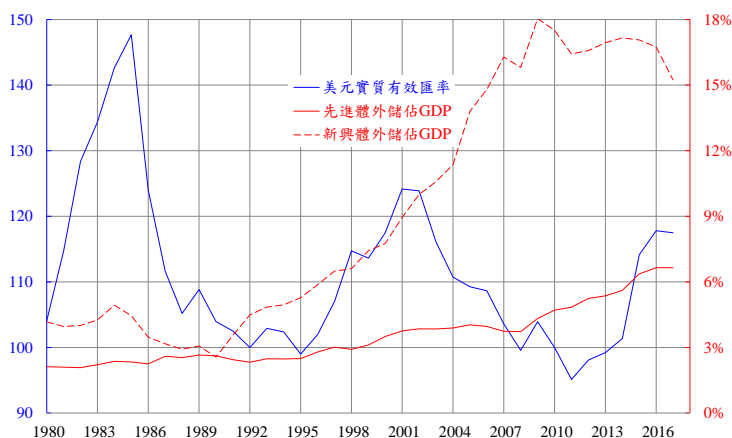


圖三：美匯與先進、新興公債佔GDP



債務危機是否爆發得出還看另一數字——國家儲蓄或外匯儲備，儲蓄可抵消外債。美元強有否影響？理論上外匯儲備應升值，但實際上，兩者卻似乎看不到什麼明顯關係【圖四】。這1990年代至海嘯時的新興體外匯儲備大升，跟同期的經常帳盈餘更有關。或者因新興體的外匯儲備未必全部持有美元，假若近半是分散到歐元等非美大幣的話，美元上落便對新興體外匯儲備無甚影響。事實上，新興體確會因應匯價而調整組合。

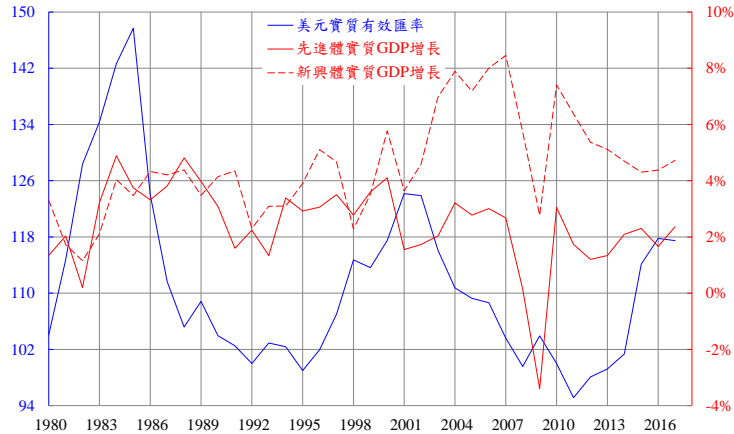
圖四：美匯與先進、新興外匯儲備佔GDP



最後，美元強弱會否直接影響新興體的經濟表現呢？答案似乎亦不太明顯。就在2000年前，新興與先進體實質GDP增長相若；2000年後，新興體增長才與美元反比，

而先進體增長則隨美元上落【圖五】。既然影響時有（2000年後）時無（2000年前），便很難歸因於是美元作怪了。何況近期美元蠢蠢欲跌，最近的新興出事就更難解釋。

圖五：美匯與先進、新興實質GDP增長



今文所見，經常帳失衡與外匯儲備單邊累積確實是近年怪象，但跟美元關係不大。至於新興的財赤、債務雖似與美元有關，但受美元影響的程度有限。看來美元的影響，在於金融（帶動資金流、推動資產價格）多於經濟。果如是者，即使美元要行大跌浪，對新興體經濟的幫助亦不會很大。換言之，危機發生與否，還看本身經濟有無問題。

羅家聰
環球金融市場部