

《信報》專欄〈一名經人〉

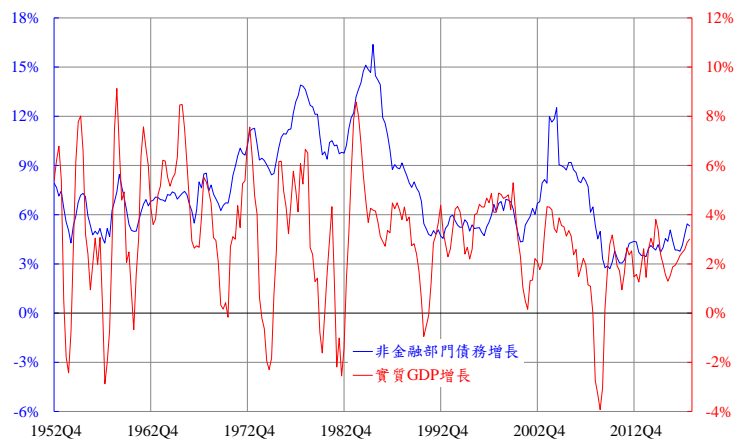
積債長線損經濟 減債還得縮貨幣

在美國加息週期接近尾聲之際，經濟亦似乎有點不濟。坊間不少人包括 Ray Dalio 等早已警告美國有債務危機，所指的不是政府國債，而是私人市場的債務。有幾差呢？到底會怎樣拖累經濟？凡此種種其實都要看看兩者在歷史上的關係。私債紀錄頗齊全，在聯儲局的資金流數據庫中不難找到 1950 年代初起的季度紀錄。今文就從這裏出發。

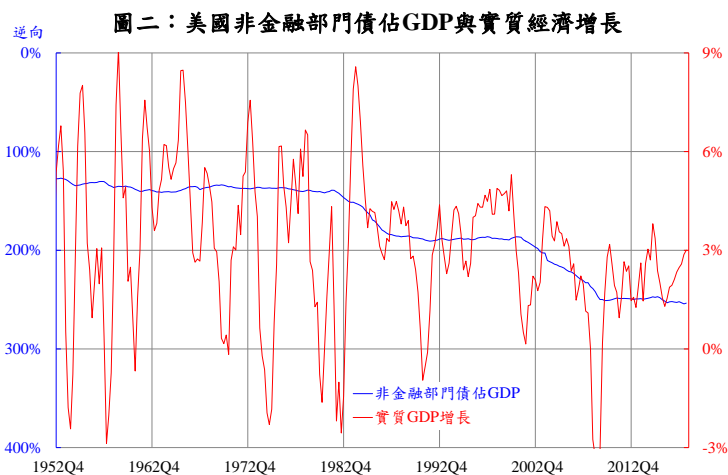
一般所指的私債是扣除政府和金融機構兩大部分。緣何私營的金融機構也扣除呢？因為傳統金融機構的角色是融資、協助其他企業發債，而非自行發債集資來發展業務。今天固然未必如此，但在學理上金融機構並不歸類生產部門，故習慣上還是將之剔除。至於非金融機構部門的私債，則又再按消費和投資角色劃分為家庭債和企業債兩大類。今文不作這樣的細分，而是只看整體非金融機構部門的私債，與各經濟環節的關係。

從歷來私債與實質 GDP 兩者的按年增長所見，勉強有正比關係【圖一】。說勉強，原因有二。第一，早年即 1970 年代之前，這關係沒之後般明顯；而論較長線的趨勢，則滯脹年代債務增長趨升而 GDP 增長趨跌，但在其他年代則未見這反向關係。第二，債務雖普遍跟經濟增長同向，但往往到週期尾聲時經濟增長急向下而債務增長急向上。是誰拖垮誰還要再看。不過，最新的債務增長顯然不算高，其實還可以說是稍為偏低。

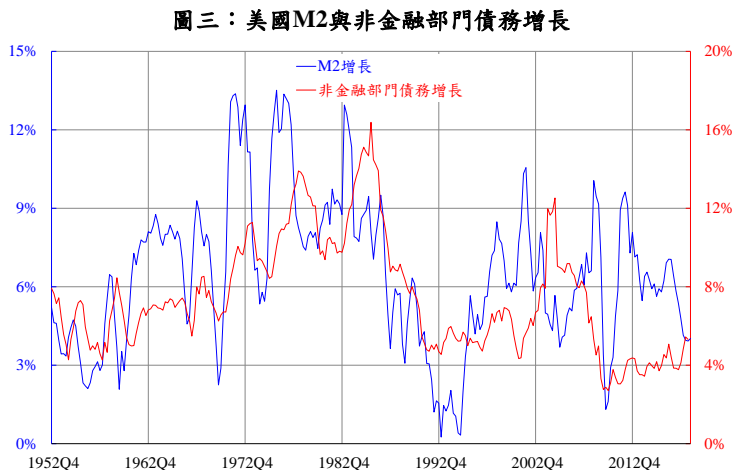
圖一：美國非金融部門債務增長與實質經濟增長



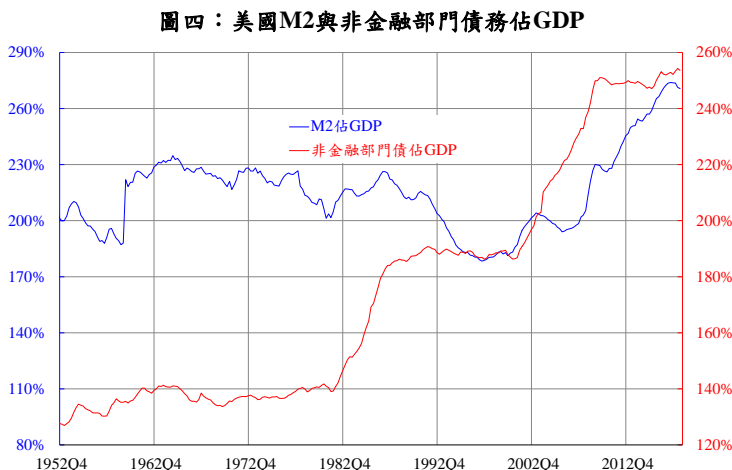
剛指債務、經濟增長孰因孰果不易斷定的原因，是即使觀察到經濟先於債務轉角，亦不代表經濟是因，而可以是債務增長升至經濟衰退後，債市才去槓桿。那怎分析呢？要看長線了。若長線而言經濟是因、債務是果，則經濟盛衰帶動債務增減，兩者正比。反之若債務是因、經濟是果，則債務增不利經濟、減債卻有利經濟，故兩者應成反比。從長線實證關係便可推測孰因孰果。從債佔 GDP 與實質 GDP 增長關係所見，兩者反比【圖二】。是故長線而言，因果方向是債增不利經濟增長；而這與大路學術說法脛合。

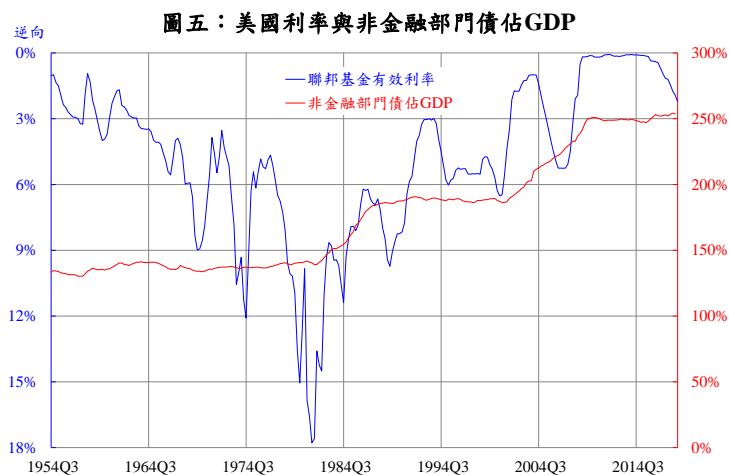


好了，再問是什麼推動債務增加？直觀而言，是錢作怪。就看錢這數字——M2。一看兩者增長，果然是錢作怪【圖三】。不難發現，M2 增長轉角先於私債增長轉角，即貨幣是因、債務是果；只是近幾年貨幣有點失效，通貨有點不通，帶不起債增長。



從另一角度——佔 GDP 比例所見，則關係僅自 1990 年代中以後才明顯【圖四】。緣何如此？1980 年代初的債務急升而 M2 穩定（留意兩者皆名義，皆以佔 GDP 計），反映當時債增不因（M2）量多，而因價平，而這「價」就是利率。記得 1980 年代初，聯儲局降服通脹後便大幅減息，息平自然發債多。近廿年息已很平，故輪到量作怪。





從息與債的關係可見，加息不縮債，但減息卻增債【圖五】。可見債是易升難跌。由此亦可見，別旨意單憑聯儲局加息便以為可減債，看來要連同 M2 增長也縮才會見效（重溫圖三）。債佔比要是續升下去，到哪水平才會出事？暫仍未見具說服力的答案。

羅家聰
環球金融市場部