

專題 2.1

新興市場經濟體的對外頭寸及最新金融狀況

鑑於過去數月環球經濟風險趨向下行，本專題旨在檢視各主要新興市場經濟體的對外頭寸，以及其最新金融狀況，當中以亞洲的新興市場經濟體為主要檢視對象。

經濟體的對外頭寸可從三方面檢視：(i) 經常帳結餘；(ii) 國際儲備；以及 (iii) 外債總額和短期外債⁽¹⁾。當一個經濟體錄得經常帳赤字時，它須要通過資本流入或取用其國際儲備以應付其外部融資需要。一般而言，在沒有對外金融資產支持的情況下，持續的經常帳赤字再加上對外債務和外幣債的累積，是一個經濟體容易受外部衝擊的一個緣由。一個經濟體若以諸如「熱錢」之類的短期資本流入或以外債形式應付其經常帳赤字，一旦出現外部衝擊，將會動搖其經濟的正常運行；若動用國際儲備以應付其經常帳赤字，則會削弱未來抵禦衝擊的能力。

圖 1(a)綜合顯示亞洲及世界其他地方的各個主要新興市場經濟體近期的對外頭寸。各經濟體的情況差別明顯。巴基斯坦的對外頭寸在各個選定經濟體中最弱，持續的經常帳赤字在截至二零一八年六月的過去一年擴大至本地生產總值的 6%，國際儲備在今年頭九個月減少了三分之一，外債與國際儲備的比率飆升至超過 700%。其次是阿根廷和土耳其，經常帳多年來持續錄得赤字，而赤字又不斷擴大，以致外債飆升，在二零一八年六月底相對其國際儲備的比率升至超過 450%。美國利率上升以及美元隨之轉強，對這些經濟體造成了嚴重破壞。自今年年初以來，當地短期利率飆升，其貨幣嚴重貶值(**表 1**)。阿根廷和巴基斯坦已向國際貨幣基金組織(國基會)尋求經濟援助。另一個對外頭寸特別弱的新興市場經濟體是南非，其經常帳赤字本已處於高水平，今年再度擴大。在二零一八年六月底，南非的外債總額相對其國際儲備的比率達 358%。

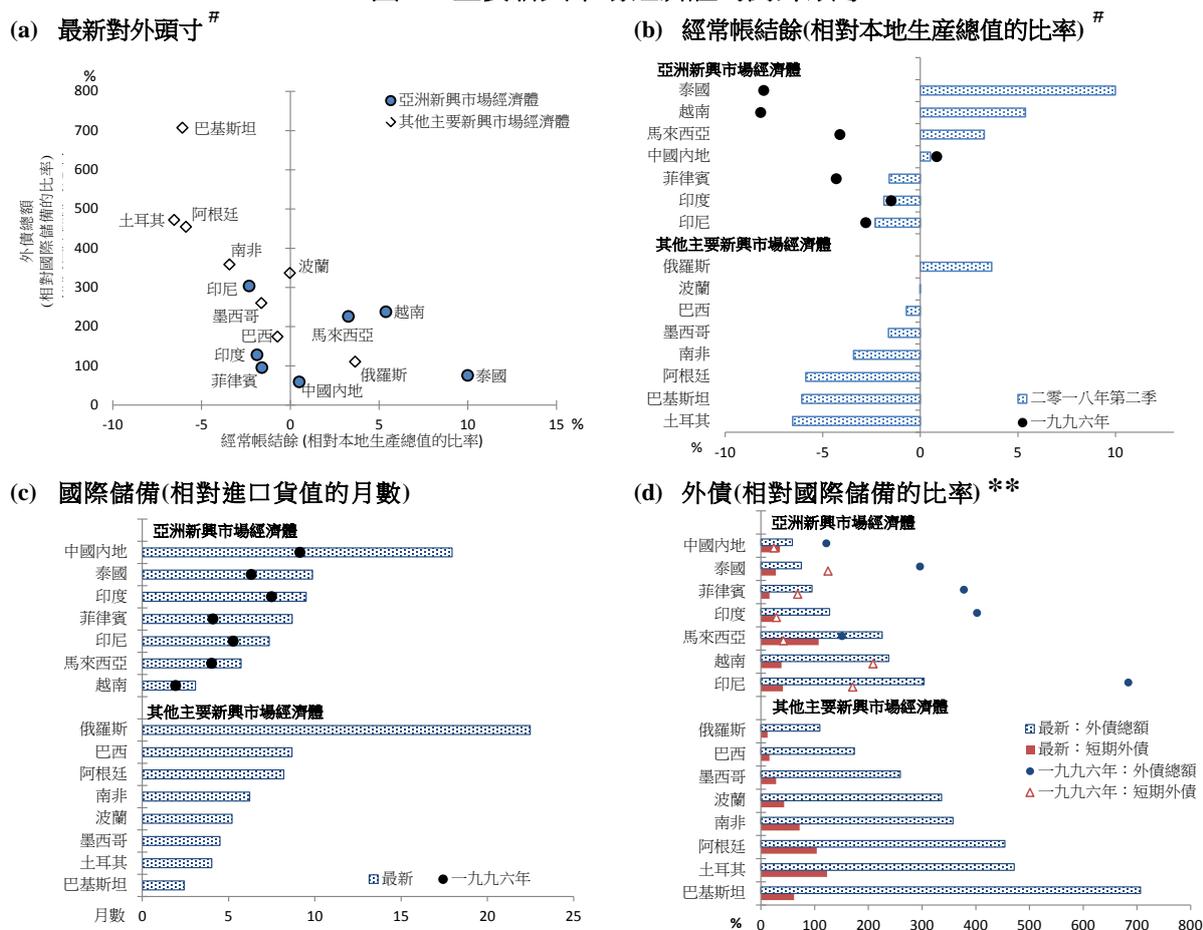
相比之下，其他亞洲新興市場經濟體的對外頭寸較為穩健。如**圖 1(a)**所示，這些經濟體最近均錄得經常帳盈餘或低水平的經常帳赤字，外債總額相對國際儲備的比率也普遍較低。此外，與一九九七年亞洲金融危機爆發前的情況相比，這些經濟體的對外頭寸亦有顯著的改善。泰國、越南及馬來西亞的經常帳結餘從一九九六年的巨額赤字扭轉為盈餘，在截至二零一八年六月的過去一年相對其本地生產總值的比率分別為 10%、5%和 3%。菲律賓和印尼的經常帳赤字亦見不同程度的收窄(**圖 1(b)**)。

(1) 有研究以此三項因素界定一個經濟體是否健康，見 Joshua Aizenman, Mahir Binici, and Michael M. Hutchison (2016)，《聯儲局減買資產的消息傳導致新興金融市場》 (“The transmission of Federal Reserve tapering news to emerging financial markets”)，中央銀行業國際期刊 (International Journal of Central Banking)，第 317 至 356 頁。在本專題中，國際儲備指國基會國際金融統計數字(IMF International Financial Statistics)中，外匯儲備與黃金持有量的總和。

專題 2.1 (續)

在亞洲金融危機過後的多年間，各個亞洲新興市場經濟體均持續增加其國際儲備。以各地的國際儲備相對其進口貨值的月數計算，最新數據由越南的三個月至中國的十八個月不等(圖 1(c))。多年來，國際儲備在積累，同時外債的增長亦相對受控。因此，這些經濟體的外債總額相對國際儲備的比率普遍比一九九六年減少一半以上至目前的 59%-304%(圖 1(d))。近期大多數亞洲新興市場經濟體的短期外債相對國際儲備的比率均低於 100%。

圖 1：主要新興市場經濟體的對外頭寸[#]



註： (#) CEIC 和彭博的數據；經常帳結餘為截至二零一八年第二季的四個季度滾動總和。

(**) 除越南以外，選定的經濟體於世界銀行季度外債統計數據庫(Quarterly External Debt Statistics)的最新數字為二零一八年第二季。越南的外債數據從世界銀行國際債務統計數據庫(International Debt Statistics)取得，最新的數字截至二零一六年年末。在一九九六年的數字方面，越南的外債總額相對於國際儲備比率約為 1461%，未能於上圖顯示。

不過，一些亞洲新興市場經濟體的對外頭寸近期有所轉弱。印度和印尼分別在過去十三年和六年錄得經常帳赤字，並且和菲律賓一樣，自踏入今年以來，其經常帳赤字有擴大的迹象。這三個經濟體的國際儲備亦有所減少，自今年年初以來，跌幅分別為 2%、12% 及 5%。另外，馬來西亞的外債相對於其國際儲備的比率自二零零七年以來逐漸上升。雖然最新的比率並不是特別高，但卻超過了一九九六年錄得的水平。

專題 2.1 (續)

因此，一些亞洲新興市場經濟體的貨幣及金融市場面臨的壓力有所增加。由今年年初至十一月八日，印度盧比和印尼盾分別下跌 11.8% 及 6.9%。一些亞洲新興市場經濟體的五年期政府債券的信貸違約掉期溢價有所上升，印度、印尼、馬來西亞和越南的溢價近期均升至高於 100 個基點。這些經濟體的股票價格走勢大致向下。印度、印尼及菲律賓的中央銀行已把政策利率調高了不同幅度，以抵禦當地貨幣的下行壓力。當中，印尼和菲律賓的政策利率自今年五月以來已分別上調五次和四次(表 1)。

展望將來，隨着美國利率進一步上升，令美元呈現強勢，新興市場經濟體的資金外流壓力或會更大。我們必須對往後的發展保持警覺。

表 1：主要新興市場經濟體的財務指標年度至今的變動

截至二零一八年 十一月八日	當地貨幣 (%)	股票市場 指數(%)	信貸違約掉期 溢價 ⁽ⁱ⁾		短期利率 ⁽ⁱⁱ⁾		政策利率 ⁽ⁱⁱⁱ⁾	
			變動 (基點)	最新 水平(基點)	變動 (基點)	最新 水平(%)	變動 (基點)	目前 利率(%)
亞洲新興市場經濟體：								
中國內地	-6.1	-20.3	13	63	-191	3.00	5	2.55
印度	-11.8	0.6	39	105	105	7.56	50	6.50
印尼	-6.9	-6.0	57	142	203	7.52	150	5.75
馬來西亞	-2.6	-4.2	47	105	25	3.69	25	3.25
菲律賓	-5.7	-17.8	22	89	190	5.16	150	4.50
泰國	-1.1	-4.1	-3	42	4	1.61	0	1.50
越南	-2.5	-5.9	36	157	48	4.85	0	4.25
其他主要新興市場經濟體：								
阿根廷	-46.3	2.2	339	571	3855	66.76	3625	65.00*
巴西	-11.2	12.1	38	200	-37	5.39	-50	6.50
墨西哥	-1.3	-10.5	32	138	65	8.31	50	7.75
巴基斯坦	-17.4	2.2	88	398	312	9.03	275	8.50
波蘭	-7.3	-8.1	19	67	0	1.62	0	1.50
俄羅斯	-13.0	15.6	24	151	-2	6.66	-25	7.50
南非	-11.2	-9.1	60	217	-14	7.02	-25	6.50
土耳其	-30.7	-18.9	201	366	1036	25.32	1600	24.00

註：(i) 取自彭博的五年期政府債券的信貸違約掉期溢價。

(ii) 短期利率為三個月銀行同業利率(如有)。至於無法取得三個月銀行同業利率的經濟體，即阿根廷，巴西和俄羅斯，分別採用加權平均銀行間利率，巴西貨幣兌美元三個月不交收遠期隱含收益率和俄羅斯盧布兌美元三個月遠期隱含收益率。

(iii) 各中央銀行的政策利率：阿根廷—阿根廷中央銀行七天回購參考利率；巴西—Selic 目標利率；中國—中國人民銀行七天反向回購利率；印度—印度儲備銀行回購利率；印尼—印尼銀行七天反向回購利率；馬來西亞—馬來西亞國家銀行隔夜利率；墨西哥—墨西哥中央銀行隔夜利率；巴基斯坦—巴基斯坦國家銀行目標政策利率；菲律賓—菲律賓中央銀行隔夜反向回購利率；波蘭—波蘭國家銀行參考利率；俄羅斯—俄羅斯中央銀行七天回購利率；南非—南非儲備銀行回購利率；泰國—泰國銀行一天回購利率；土耳其—土耳其中央銀行七天回購利率；越南—越南國家銀行貼現率。

(*) 阿根廷中央銀行截至九月三十日的七天回購參考利率。由二零一八年十月一日起，阿根廷改變其貨幣政策框架，限制貨幣基礎的增長，直至二零一九年六月為止。