



二零一零年四月

亞洲緊縮政策與資產泡沫之博弈

亞洲各國的收緊措施繼續成為報章的主要新聞，印度及馬來西亞中央銀行最近上調其主要利率 25 個基點。為何亞洲各國央行於全球經濟前景尚未明朗時便採取緊縮政策？加息會否破壞全球經濟復甦的苗頭？亞洲區是否正醞釀著資產泡沫？本文章源自富國銀行經濟部，內容為以上的幾個問題提供了答案。

亞洲央行行長正在想什麼？

要理解為何亞洲各國央行開始收緊貨幣政策，我們必須知道它們當初為何採取放寬政策。讓我們重溫歷史，2008 年秋季雷曼兄弟倒閉後全球貿易陷於崩潰，由於出口對許多亞洲國家非常重要，因此這些國家的經濟前景於當時極為嚴峻。對此，亞洲各國政府均透過採用擴張性經濟政策以支持經濟增長。

首先是中國。中國政府不僅加快投入基礎設施開支，而且還指示銀行積極貸款，政府仍積極地貸款予銀行。到去年年底，貸款較 08 年同期的基礎上增加 30%。由於強勁的信貸增長和擴張性財政政策，中國實際國內生產總值增長大幅反彈。過去幾個季度強勁的經濟增長不僅限於中國，如台灣實際國內生產總值同比增長超過 9%，印度、韓國和泰國於去年第 4 季經濟增長 6%。

換句話說，於 2008 年年底與 2009 年年初所採取的緊急措施隨著危機過去已變得不合時宜。一年前，當全球經濟明顯下滑，中國政府指示銀行扭開水龍頭積極貸款以支持經濟活動。現在，全球經濟活動開始復甦，按年增長 30% 的貸款額已不再需要。事實上，如果貨幣政策仍然十分寬鬆，反映在商品和資產價格上的通貨膨脹可能成為一個值得關注的問題。另一方面，大多數其他亞洲區經濟體也不再需要維持非常低的利率水平。

這是否意味著亞洲各國央行將於未來數月大幅收緊貨幣政策，從而嚴重阻礙經濟復甦？大概不會，至少在可見的將來。儘管整體消費物價指數上升近幾個月，核心通貨膨脹率總體仍維持健康水平。例如，韓國整體消費物價指數已由去年夏天不到 2%，升至近期的 3%，但這一增長主要反映了能源價格在過去一年的升幅。不包括能源價格的核心通脹率繼續呈下跌趨勢，目前少於 2%。類似的故事可以形容大多數其他亞洲經濟體的通脹情況。

近年的資產價格急劇上升是否預示著泡沫產生？

去年亞洲股市及房地產市場急劇上升，投資者想知道資產泡沫是否開始膨脹。資產價格泡沫可以是毀滅性的，因為泡沫經濟往往陪隨財務槓桿的上升。一旦泡沫爆破，經濟單位(如銀行、企業和個人)可以很快破產。抵押品贖回與破產導致資產被迫出售，帶來資產價格進一步下調的壓力，並可能構成一個惡性循環。

正如中國家庭，多數亞洲經濟體目前的槓桿不大。參考整體貸存比率是衡量銀行系統槓桿程度的一個辦法。這個比率越高，反映銀行體系越依靠從國外借貸來資助新的貸款。在過去的十年，貸存比率不僅在一些區內主要經濟體一路下跌，目前更低於 1%。例如，中國的比例從 1997 年的 0.94 下降到目前的 0.67，美國商業銀行體系的貸存比率於 07 年高峰期超過 1。(隨後跌破 0.9)

衡量一個國家對外借款金額的外債數字目前亦未處於危險水平。儘管一些亞洲國家過往因為擁有龐大的外債導致 1997 至 1998 年的亞洲經濟危機，外債已於過去十年大幅降低。泰國於 97 年的外債水平超過 1,000 億美元(超過當年國內生產總值 70%)。泰國外債隨後下降到 650 億美元，低於泰國國內生產總值 25%。中國的債務與國內生產總值的比例目前則只有 8%。

大多數亞洲經濟體目前的槓桿比率遠低於 90 年代中期。1997 至 1998 年席卷整個區域的金融危機不僅對亞洲銀行體系帶來嚴重地打擊，但許多家庭，企業亦受影響。因此，許多亞洲經濟度於 00 年開始積極減少債務和修復資產負債表。雖然貸款於 00 年代後期回升，亞洲大部分經濟的槓桿水平仍低於不少西方國家。亞洲經濟於未來幾年的再槓桿化應有助於可見將來支撐區內的經濟增長。

結論

沒有多少證據表明，至少我們認為，支持有關亞洲資產市場正在形成大規模泡沫的想法。今後數個月中國的貸款增長會否放慢？亞洲其他國家利率會否上升？我們認為會，然而，貨幣政策只會從非常寬鬆走向“中立”。多數亞洲國家政府歷來偏愛支持經濟增長的政策，目前通脹壓力仍然不大，它們不大可能持續採取較緊縮的政策。

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人仕。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司
安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室
電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777