

# 美倘加息 新興市場風險增

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
**曾慶琳**

巴西經濟近年疲弱，今年首兩季GDP按月分別下跌0.2%及0.6%，顯示經濟出現技術性衰退。而巴西自2008年後一直出現經常帳赤字，而2014年1月更創出115億美元的歷史新高，反映經濟增長乏力，亦對巴西雷亞爾造成下跌壓力。此外，通脹高企亦成巴西經濟一大隱憂，年初至今，通脹率已由5.59%節節攀升至9月高位6.75%，不利消費及營商環境。

然而，巴西股市並沒有因經濟不景而受拖累，反而由3月開始見底回升，而且藉10月總統大選，選舉題材發酵一再推高巴西股市，於9月初創出今年新高。

## 巴西股匯轉弱易波動

面對羅塞夫統治下的高通脹低增長的經濟境況，市場期望新任總統能推行經濟改革，重振巴西經濟。投資者對政府改朝換代的憧憬都充分反映在股市之上，可是隨着羅塞夫的勝算愈來愈高，巴西股市亦漸見回落，直至本月27日羅塞夫連任，市場給予負面反應，因憂慮於其執政下經濟積弱延緩，巴西股匯雙雙下挫，股市單日曾一度下跌6.2%，亦較9月高位回跌20%；巴西雷亞爾更貶至九年低，反映資金有外流跡象。

巴西基本面不穩，本身限制了股市表現，之前的漲升主要受選舉題材所帶動，因此當選舉結果不如預期，股市隨即作深度回調，實在合情合理。雖然選舉已明朗化，但往後羅塞夫所推行的政策可否扭轉巴西

的困局還存在許多疑問，還有待經濟回暖才能確認。此外，新興市場極受外來資金左右，觀乎今年巴西股市及匯率受選舉概念而大上大落，很大程度受外資影響，亦再次警惕投資者新興市場的波動風險不容忽視。適逢美國繼續穩步復甦，且已宣佈結束QE3，美聯儲很可能於2015年加息，未來或會再次掀起新興市場的撤資潮，因此隨着美國加息周期愈行愈近，新興市場的波動風險愈增。再者，預料美元上升走勢不變，對其他經濟弱國的貨幣，如巴西雷亞爾等造成貶值壓力，加上若爆發走資潮，勢將加劇新興市場貨幣走貶。因此，如投資有關市場基金，有機會導致蝕價又蝕匯的雙重損失。

基於現在巴西的經濟及政策方向都存在很多不確定性，投資者宜待巴西基本面向穩，才考慮入市。投資者如對新興市場有興趣，可考慮選擇經濟基調良好及受惠經濟改革的市場，如中國及印度，前景較為明朗。



■巴西總統羅塞夫連任，市場給予負面反應。資料圖片

# 美國加息周期還未開始

時富金融策略師  
**黎智凱**

近日美國聯邦儲備局主席耶倫宣佈第三輪量化寬鬆計劃(QE3)結束，美國經濟正式進入「後量化寬鬆」時代。而面對市場對經濟發展的下一步，耶倫亦指出會在將來加息。耶倫上任一年，為歷史性的美國量化寬鬆寫下了休止符。雖然買債計劃停止，但所流出的資金規模依然成為穩定股市及債市的工具，對美國經濟依然有穩定作用。

## 耶倫行事「數據先行」

美國失業率現時回落至5.9%，當中美聯儲還是需要在加息前穩定房地產市場及進一步推高通脹，故短期內加息的機會不大。另一方面耶倫對金融制度穩定性



■停止買債計劃後的美國經濟要注意政治穩定性。資料圖片

的要求較前兩屆的美聯儲高，故在評估上會令措施出台的速度較慢。耶倫的前瞻性指引上任以來一向到位，而且耶倫是數據為主的經濟學家，對於美國停止量化寬鬆，耶倫一早就在FOMC會議上再三強調，但實際上都是等到美國經濟跡象轉好才出手。是次宣布停止買債計劃，除了是靜待經濟數據支持，就算這半年內美國經濟數據轉差，美聯儲亦可重施故技，這對市場來說是可以預先消化的經濟方針。只要歐洲方面量化寬鬆不出亂子，相信在耶倫的前瞻性指引下應該可以順利過渡至加息階段。

## 中期大選或增阻力

筆者認為，停止買債計劃後的美國經濟，有三大方向需要注意。第一是美國政府的政治穩定性。美國中期大選在即，美國的經濟、教育、社會福利等，使得情況不利民主黨，只怕在這政治局勢下會導致政府在美國經濟問題上的管理，或者會有更大的干預及政治阻力。經濟發展政黨化下，實在不能不擔心美國政府有沒有能力在沒有進一步量化寬鬆下維持經濟狀況。

第二是現屆的美聯儲成員方針不一致。在早前美國經濟不景氣的時候，耶倫與前美聯儲主席伯南克的槍口可能一致，但至於經濟復甦後的處理手法的卻可能有一定程度的不協調。我想指出的是，耶倫的學術背景及經濟觀，和伯南克有不少不同的地方。同時需要留意現時美聯儲的副主席斯坦利·費希爾，他當時指導伯南克的博士論文，也許會有着伯南克的作風。究竟費希爾和耶倫在經濟復甦後的合作如何，也不應忽視。

第三是市場如何快速適應後量化寬鬆時代下資金成本上漲的情況，這始終是自2008年來的首次，而市場對量化寬鬆的依賴性能否在這半年內轉型，市場的反應將會是左右美聯儲貨幣政策的其中一個主因。加上耶倫主張「數據先行」，若經濟數據未能夠承受，加息或需要延遲。

# 政策發力增市場信心

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管  
**陳羨明**

宏觀增長仍然疲軟，但中共十八屆四中全會推進「依法治國」、國務院召開常務會議推進六大領域消費、資金利率繼續走低，加上美股再創新高，日本央行意外宣佈擴大寬鬆力度等海內外利好因素的推動下，上周股市強勢反彈。

隨着刺激政策不斷加大，內地經濟雖然出現短期企穩回升趨勢，但從PMI指數來看，下行壓力仍然存在。不過，宏觀增長仍然疲軟，但短期或尚不構成壓力。10月中PMI僅50.8，比上個月回落0.3，反映出經濟增長動力仍在衰減。分類指標來看，新訂單、出口訂單和採購量均低於9月，需求仍然疲弱。與此同時，產成品庫存上升，原材料庫存下降，表明企業去庫存壓力還是很大。生產經營活動預期指數大幅下降1.9%，反映企業對未來的預期也比較差。宏觀增長仍有下行壓力，房地產與製造業部門仍將有一定的調整，並對企業盈利帶來負面影響。

## 內地政經釋放動力

但宏觀層面的弱勢對市場的衝擊短期尚不構成決定性壓力。最重要因素在於利率中樞的下行，系統性風險在減弱；伴隨着金融部門、外匯市場、房地產市場與地方政府債務等風險衝擊的釋放，以及局部領域改革的推進也在降低市場的風險溢價。資金面寬裕，人民銀行不斷通過創新性貨幣政策工具，引導無風險利率走低。利率下行趨勢逐漸明確，提升風險偏好。上

周市場資金投放和回籠資金各400億元，淨投放貨幣平衡，市場流動性仍然維持穩定。在官方利率及存款準備金率沒有調整的情況下，人行不斷通過各種方式實現放鬆，已經取得一定效果。隔夜和一周的Shibor利率分別下降9.5bp和17.7bp。票據貼現利率逐步下行，已經回到了約3.4%左右的水平，這是自2010年下半年以來的最低水平。

政策發力不斷增強市場信心。上周中央公佈了《依法治國重大問題決定》的說明，詳細闡述了中央推進依法治國的具體細節，強調依法治國的理念。用法制保障改革，用改革推進依法治國。從經濟層面看，這將逐漸減少地方政府對企業運營的干預從而降低隱性成本，為企業提供更為健康良好的經營環境。

長遠來看，依法治國將有助於進一步降低居高不下的股權風險溢價。四中全會論述了私權釋放紅利，改革風口下，私權釋放將推動全社會對股權投資風險偏好的下降，加速經濟轉型和新興領域的崛起，增量資金推動下市場新風口形成。

## 美歐日調節流動性

從全球範圍來看，美聯儲決定結束QE3符合市場的普遍預期，但全球流動性寬鬆態勢仍將延續，歐洲央行和日本央行已繼續向市場注入流動性，將有助於提升市場的風險偏好。

經濟壓力並未消除，政策預期基本兌現，體現在資本市場上，表現為改革轉型主題相關公司的風險溢價逐漸下降，受益改革和轉型的企業將更容易出現投資機會。



■四中全会論述了私權釋放紅利。資料圖片

# 美國轉嫁危機手法一流

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

百家觀點

一直以來，筆者不只一次，甚至其實是多次，分析聯儲局近年為市場所做的，不論是金融海嘯以後的量化寬鬆，後來的退市，以及貫穿所有步驟的期望管理工夫，而且話語中，每每帶有讚賞，幾乎只讚不彈，而且獨對美國聯儲局讚賞有加，對於歐洲和日本央行，近半沒有一句好話，有朋友可能認為，是不是誇張了一點，難道只有美國做得對，歐洲和日本央行都做得不對嗎？

其實做得對或不對，總得看當時的處境，才能說得清楚，脫離具體的決策局限，純粹事後孔明，總可以說出萬樣不對勁的地方。是的，從歷史中找出個案研究，一個重點是，既要思考假如不這樣那樣做，會有什麼結果，是不是好了，抑或差了，但最終，不可不補加的一個問題是，有什麼因素令當時不這樣那樣做。

## 把問題由本土拋給別國

考慮到具體的市場和決策局限條件，聯儲局的本領應算是好得無可挑剔，大家就以過去幾年的金融海嘯起說。以金融制度對實體經濟的影響論，錯綜複雜的程度，美國居首，應無異議，亦因此，當時的全球制度性系統性的風險，論打擊而言，按理是美國最受害，由次按風暴到金融界百年老店倒閉，由衍生工具涉及的資產規模，由相關業界牽涉的工作職位數目等，美國都是最明顯的對象。然而，一個如此前所未見，甚至有人形容是百年或千年未必一遇（起碼從以往不少財務學者的統計估算得來的數據如是說）的危機，最終是一眾先進經濟體系中，最先復原的，這還可以不服氣？

相比之下，歐洲和日本，論直接受到的打擊，本來是不可相提並論的，但事件發展下來，卻把它們都一併拖下水，而且愈來愈被動，完全沒有還擊自保的餘地。由美國燒起的金融危機，反而是歐陸的歐債危機最令無助，而日本飽受二十年的經濟不景氣後，幾年前在中國增長的帶動下，略見起色，如今又再拖下去。

顯然，美國有本領在危機出現後，想方設法搞妥當，起碼是把問題從本土拋去老遠的別國去。這不難想像，因為本身擁有國際流通認可的最硬貨幣，加上其他政治軍事文化的實力，其國債最為易銷，幾乎是持續有買家，不怕不還債，只怕長久以來實質弱美元的影響，令收回的美元不值錢而已。有了這一點，一切好辦，餘下便是央行發揮本領的時候了。

## 貨幣政策玩得出神入化

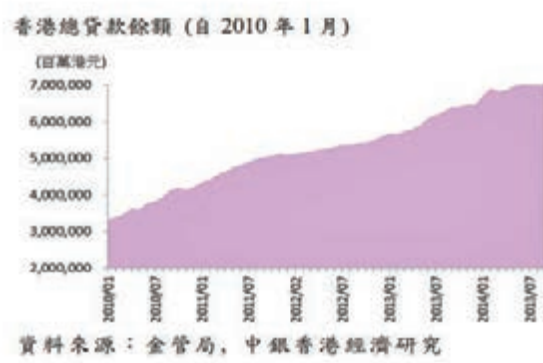
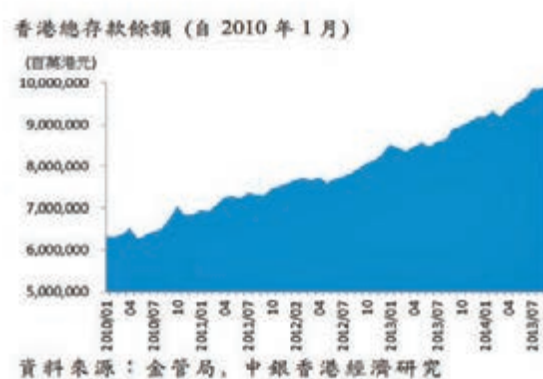
說到底，美國可以透過其經濟實力，把問題推到其他地方，但一開始也要小心安排，首先是大量的資金或貨幣供應（不少人稱為流動性），讓資產價格止跌回穩，繼而買時間讓市場增加投資和消費，之後慢慢由支撐短債轉為支撐長債，再轉而支撐非國債類別，透過清通增加透明度，讓投資者相信央行言行一致，最後是退市，而目前最新一招，是資產負債表的總體規模維持不變，大家不用擔心其對金融市場的潛在拋售，又是另一個以信心帶來實體好效果的手段！



■美國擁有國際流通認可的最硬貨幣，加上其他政治軍事文化的實力，其國債最為易銷，幾乎是持續有買家，不怕不還債。資料圖片

# 港貸款增長速 流動性趨緊

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員  
**張文晶**



9月本港認可機構的存款餘額達99,196億元，按月增長0.7%，較去年底餘額增幅上升至8.1%。雖然佔總存款48%的港元存款錄得按月減少0.3%，但外幣存款按月上1.5%抵銷了港元存款下滑的負面影響。

其中，美匯指數在9月出現明顯升勢，從月初的82.7升至月底的85.9，美元匯率升值有助吸引存戶增加美元存款，使美元存款按月急升2.0%。此外，本港銀行的人民幣存款競爭更為激烈，多間銀行提高人民幣定存息率吸引。因此，9月人民幣存款亦按月上0.8%。

另一方面，9月本港認可機構的貸款餘額達72,100億元，按月增加0.9%，較去年底餘額增幅上升至11.7%。當月貸款增長主要由境外使用貸款帶動，其按月增長1.6%，增幅領跑本地使用貸款的0.7%按月增幅。值得注意的是，今年以來總貸款增長呈放緩趨勢。總貸款年率化增長從今年1月的44.5%高峰，回落至9月的11.3%。

## 銀行本季放貸或轉弱

展望本港第四季經濟增長可能放緩，從而影響本地貸款需求；加上受到穩定資金要求的制約，以及今年初總貸款已有急速增長，銀行今年內的放貸意慾可能減弱，預料本港銀行業第四季的總貸款增長會持續放慢。

由於9月總貸款增速領跑總存款，整體貸存比率從上月的72.5%上升至72.7%。另外，由於9月港元存款下跌，但港元貸款錄得升幅，9月港元貸存比率較上月增加0.9個百分點至81.8%，並中止了今年以來港元貸存比率下滑的勢頭，反映港元的流動性略為趨緊。

# 低油價助燃地緣政治危機

路透熱點透視專欄作家  
**Kevin Allison**

原油價格跌破每桶100美元，可能讓地緣政治危機在2015年愈演愈烈。油價自6月以來從三位數急跌至80美元至90美元的兩位數區間，給產油國帶來更大壓力。不過，全球兩個最具韌性的生產商——沙特阿拉伯和美國頁岩鑽探商還能扛一段時間。

## OPEC成員盈虧點各不同

根據湯森路透對分析師的調查報告，石油輸出國組織(OPEC)的頂樑柱——沙特要想滿足公共支出需求，需要讓平均油價達到每桶92美元左右。雖然近期油價下挫，但過去六個月布蘭特原油均價仍遠高於每桶100美元。油價必須在進入2015年後的很長一段時間裡都守在沙特盈虧平衡點之下，才會讓該國開始發愁。即便到了那時，不要忘了沙特還擁有近7,700億美元的外匯儲備，足以彌補缺口好幾年。

美國頁岩鑽探商成為全球大型生產商中的最新一員，分析師指出，對其中大多數鑽探商而言，要想達到盈虧平衡，需要使平均油價達到每桶60美元至80美元。不過，各家需要的油價水平各不相同，隨着工程師的經驗

累積，鑽探成本也不斷下滑。倘若油價保持在低位，這些企業可能只需擴大削減成本，或者分散投資到成本更低的油田，而無需減產。

## 委國俄國財政過分依賴

部分產油國就難以輕鬆面對了。比如說，委內瑞拉總統Nicolas Maduro就需要讓油價達到每桶約117美元來因應政府支出，僅次於伊朗所需要的136美元。這個拉美國家的財政問題可能演變成一場政治危機。那些需要如此高油價的OPEC成員國可能也不會輕易接受沙特立場。

此外，普京領導下的俄羅斯依賴石油和天然氣出口來為逾半數的政府支出提供資金。截至9月，該國應急儲備僅有920億美元，只能發揮有限的緩衝作用。石油收入下滑，以及烏克蘭問題相關制裁的影響，都可能遏制該國2015年的經濟增長。

從沙特和美國頁岩鑽探商的情況來看，如果其他地區沒有出現重大的供應問題，那麼油價可能將在來年守在每桶80美元區間。對石油消費者而言，不管是工業進口商，還是汽車愛好者，油價下跌將帶來激勵。但在OPEC內部及其他產油國，石油收入減少可能會讓政治危機惡化。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。