

美元呈強 投資美債避匯率風險

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶琳

環球股市繼續波動，美國並未於9月啟動加息，但經濟數據繼續向好，支持美聯儲今年加息的預期。美國近期數據比預期好，第2季GDP終值年增3.9%，勝預期的3.7%；9月的消費者信心指數更意外升至103，反映美經濟並未受到環球經濟放緩太大影響。然而，面對全球經濟不穩，投資者傾向增加債券投資比重，但環球經濟情況及貨幣政策不一，投資不同地區債券時需注意相關風險。

一般來說，息口與債價成反比，因此美國加息的確會對債價造成壓力。然而，現時在股票市場仍然波動下，投資者風險胃納下降刺激債券需求，加上歐日等地實行寬鬆的貨幣政策，令季息率相對較高的美債吸引力增加。此外，美元有望維持強勢，我們投資美債能避免匯率風險，而且對於國外投資者來說，更有機會享有匯率升值帶來的額外收入，因此美債仍受環球投資者追捧。

宜選取存續期較短美債

但為減低息口上升的影響，建議投資美債時宜選取存續期較短或高收益的債券。短期債券一般為期1至3年，在加息的預期下，投資者儘快將到期的債券再投資於較高收益率的新債，以減低收益率上升帶來的潛在損失。此外，對於高收益債券來說，美國加息意味著經濟轉強，企業經營狀況良好，因此高收益債券的違約風險應將維持低位。同時，高收益債券的票息收入將較可能抵消短期息口上升令債價下跌的損失，而對長線持有高收益債券至到期日的投資者來說，更

可在低違約風險下盡享較高的票息收入。

另外，新興市場方面，由於各國的經濟情況參差，債券風險亦有所不同。近年，美國加息的預期已引發新興市場資金不斷流走，造成新興貨幣大幅貶值，尤其是經濟基本面較差的商品出口國情況最惡劣，如巴西雷爾亞年初至今已貶近35%（至20/9），成為今年表現最差貨幣，巴西主權評級更遭標準普降至此級別，令市場憂慮新興市場危機一觸即發。

雖然新興市場債券的收益率比成熟市場為高，但由於大部分以本地貨幣發行，因此貨幣貶值令投資者面對重大匯率風險，收益率無法抵消匯率波動帶來的損失。加上受到未來美加息及經濟不穩的影響，加大了新興國的主權及企業債務違約風險，因此現時投資新興市場債券可能還未是時候。

中國宏觀環境有利人債

然而，如投資者對新興市場債券有興趣，可選單一地區的中國債券。雖然人行改變了匯率報價機制，令人民幣走向市場化，但人民幣並未如其他新興國家出現大幅貶值，今年只小幅下調逾2%，為貶值最少的新興貨幣。

中央公開表明人民幣不存在大幅貶值的基礎，加上中央近期積極維持美債，可見其支持人民幣匯價的意圖明確，穩定了市場的信心，因此短期來看，投資人債面對的匯率風險不大。

另外，現時中國宏觀環境有利債券表現，雖然現時經濟放緩，但沒有出現系統性風險，同時中央積極放寬貨幣政策，降準及減息空間仍大，對債價有利，加上現時內地股市走勢疲弱，市場避險情緒持續，因此在流動性充裕下，中國債券需求增加支持債券表現向好。

港股第四季危中有機

時富資產管理董事總經理

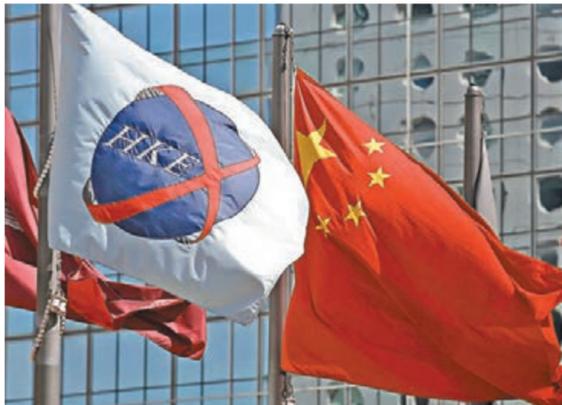
姚浩然

回顧第三季，環球市場深度調整，市場人心惶惶。當中，內地股市為全球表現最差股市。受到投資者對內地經濟前景的負面情緒影響，恒生指數亦由6月底的26,250點大幅下挫兩成至20,846點，更曾創兩年新低的20,368點。然而，國慶假期過後，港股連續兩個交易日反彈，幅度達到接近5%，收復十天移動平均線，似乎為第四季股市帶來一絲曙光。究竟第四季港股能否絕地反彈？我們不妨留意以下因素。

首先，內地第三季經濟數據表現會影響市場情緒。第三季官方經濟數據一般會在10月中旬公佈，中國為2015年的經濟增長訂下「保七」的目標，上半年剛好達到7%的增長，最後兩季能否成功保七至關重要。10月1日公佈的財新中國製造業PMI為47.2，繼續低於50點分界線，服務業PMI為50.5，雖然仍處於擴張區間，但已經較上月回落1點。中國整體經濟面臨下行壓力，相信第三季度經濟增長難以達到7%。

中央料續出招撐經濟

有見及此，若「保七」的目標堅定不移，除加快基建項目批覆及投資外，筆者認為中央會於最後一季會推出更多的刺激經濟政策，相信主要為針對個別行業的中短期財政措施以刺激內需。例如，財政部、稅務局剛印發《關於減徵1.6升及以下排量乘用車車輛購置稅的通知》，自2015年10月1日起至2016年12月31日止，對購置1.6升及以下排量乘用車減按5%的稅率徵收車輛購置稅，帶動車市成交；中國央行及內地銀監會近期聯合公佈不限購城市首次個人房貸最低首付款比例由30%下調至25%，刺激三四線城市樓市交易。



■港股第三季度下跌兩成。

資料圖片

中國步入新「追趕」時代

中國國務院發展研究中心主任、高級研究員

李偉

過去三年裡，中國經濟放緩已經引發一些擔憂——尤其是在近期全球股市震盪的情況下。然而，如果觀察一下中國經濟成長的核心基本面，卻會看見另一幅景象：在經歷了一段短暫、不可避免的轉型期之後，中國勢將開創一個經濟持續成長的新紀元，並繼續推動全球繁榮發展。

有望保持可持續成長態勢

誠然，中國經濟不再以1979年至2012年間維持的近10%的速度成長。但7%的經濟成長率仍比全球平均水平高了一倍以上。在三十年飛速發展、成為全球第二大經濟體之後，國內生產毛額(GDP)達10萬億美元的中國不再處於過去的「追趕」模式中了。從許多方面來說，中國已經追趕上了。因此，其經濟成長軌跡勢必得從追求數量的高速檔，切换到更重質量的中高速檔。

好消息是，這一進程已經展開了。中國經濟正大步推進結構性調整，而增速甚至維持在相對較高水平上。例如，消費現在對中國經濟成長的貢獻率達60%之多，比2014年高了10個百分點。以信息技術和電子商務等行業為首，服務業現在在中國經濟中的佔比有所提高：在2014年，服務業佔比超過了製造業5.4個百分點。中國還在推進政府和社會資本合作試點項目，加大能源、鐵路等領域對民間資本的開放力度。

此外，還要記住，這條中國經濟新道路釋放了其他領域的成長潛力。首先，鑒於中國經濟目前體量比最初的追趕階段要強上許多倍，放緩的增速實際上產生的經濟產值要大得多。



■中國中產階級的崛起將不僅僅會刺激總體需求，還有對新的、高端產品的需求。

資料圖片

中產崛起刺激消費需求

就這個角度而言，中國消費者代表了一個巨大的成長機會。根據中國統計局的數據，從2010年到2013年，中國收入排在前40%的人群的平均可支配收入成長了50%多，從4,753美元增至7,170美元。中國中產階級的崛起將不僅僅會刺激總體需求，還有對新的、高端產品的需求。

隨着工業化和城鎮化推進，中國將推出城鄉基礎設施、城際鐵路和高速公路、水運、節能、環保、生態建築領域的許多重大項目。這些項目將不僅僅會刺激投資需求升溫，而且還將提供更多、更好的公共品並擴大消費者市場。

當然，企業是中國市場經濟和投資的主要參與者。隨着總消費需求上升，以及消費者的需求和品位提高，企業必須增加投資來應對這一局面。與此同時，隨着中國市場化改革深化，企業之間的競爭將加劇，這會進一步增加向新技術投資的壓力。

傳統產業升級潛力巨大

這一方面還有很大提高空間。在2013年，中國的人均工業增加值只有美國的三分之一。中國的大部分工業都還處在全球價值鏈的中低端。然而這一差距也預示了中國工業的成長潛力。總的來說，中國擁有世界上最全面的工業體系和工業承載能力。新政府戰略將加快傳統產業升級，擴大信息技術、高端設備、新材料和生物醫藥等新興產業的空間。

中國認識到了市場化改革必須是廣泛的，這也就是為什麼政府正在簡政放權，鼓勵創業創新。中國的研發支出已經排名全球第二，2013年中國企業和個人已經獲得了82.5萬項專利，佔到全球總數三分之一。華為、聯想、阿里巴巴、騰訊，這些中國最有創新力的公司更是無庸贅述了。

這些結構性改革和向可持續經濟成長新道路的轉型，將不僅僅會令中國13.5億人口受益，而且還將助力全球經濟復甦。畢竟在2014年，中國是最大貿易國，而且為全球經濟成長作出了逾四分之一的貢獻。這些改革的成功也將鞏固中美經濟聯繫——中國已經是美國的第二大貿易夥伴國和第三大出口市場。

美國現在還是中國對外直接投資的第三大目的地。中美兩國各自有自己的競爭優勢。中國對優質服務和高科技產品的需求將日益升溫，而且中國的對外投資將更加活躍。事實上，尤其是在貿易、服務業和雙邊投資方面，中美加強合作的可能性幾乎是無限的。

不存在避險因素 美債料向上

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

過去一段日子，金融市場波動不已，大家若認為量寬中，央行的期望管理已做得足夠，可以完全消除退市後回復正常的震盪，則未免太一廂情願地樂觀了；事實上，能夠稍為減少一點，已經算是不錯。

無論如何，9月份，美聯儲公佈了不加息的決定。影響所及，無論猜測加息與否的投資者，均傾向先行減持，估中不加息者，當然是好消息出貨；估不中者，更是壞消息要止蝕，皆因不明朗因素持續云云。

經過了大約兩周的消化，股匯債商品市場由9月中的波動，又回復稍為區間上落的模樣。然而，過程中有一點值得注意，就是美債息率持續走低，由於債券息率與債券價格呈現相反的關係，顯然是買入債券的力量大於賣出。

一般來說，當債市向好，投資者會聯想到，可能是避險情緒。的確，從第三季的全球市場震盪中，投資者不免有此想法，合理非常。然而，觀乎近日其他避險指標，卻又得不出這樣的結論。

恐慌指數連續多天回落

例如，觀乎一般人稱之為恐慌指數，其實是量度美股標普指數未來一段日子的引伸波動的VIX，近日連續多天回落，顯然未有急跌之虞，說是恐慌，相信談不上。

至於另一指標，一般人愛以金價為準。不錯，每當整體政經形勢有危機，歷史上，不少人會以買金作為避險之選，雖然並非萬試萬靈。然而，近日所見，除了上周五(2日)金價反彈之外，國際金價其實是受壓的日子居多。如此一來，怎樣稱得上是避險呢？

以此觀之，目前所見，反映出投資者的取態。事實上，從近期數據看到，無論成熟市場或新興市場，資金由股市流出，轉投債市，相當明顯。如無突發事件或危機的解釋，則顯而易見，投資者認同兩大要點：一方面，未來一段日子，美國急於加息的機會不高；另一方面，美股以至環球股市高位回落，但調整幅度未必足夠，起碼從短線而言，資金仍是傾向湧入買債，沽股為主。

當然，觀乎美國最新公佈的經濟數據，的確差強人意。新增職位數目，大幅低於外界估計，落差之明顯，令人聯想到，即使9月份決定不加息，當時的理據是外圍市場不濟，但其實會否更大可能是美國本土經濟情況，亦未明朗，復甦動力不足，聯儲局順勢而為，拖延行事。

預期美10月持續不加息

無論如何，假如9月份以外圍因素而不加息，既然這樣因素尚未減退，10月份急於加息的機會更低。而即使如聯儲局官方所言，希望今年底前可以先加息一次，但萬一出現其他狀況，又不會急急為之。如此一來，不就證明了，市場上，投資者真金白銀的決定，即使看來不合理，但其實卻是最合理的麼？



■買金一向被視作避險之選，但近日所見，除了上周五金價反彈之外，國際金價其實是受壓的日子居多。

資料圖片

沒有好數據 至少還有美聯儲

路透專欄撰稿人

James Saft

熱點透視

審慎」工具，實質上是監管干預，例如限制放貸以遏制系統性風險。

中國經濟放緩威脅仍在，美國9月非農就業數據又非常糟糕，美聯儲要等到什麼時候才會加息？這個問題就不要問了吧，而且對股市而言，壞消息再度變成了好消息。

就業數據公佈後，美國股市上周五起初下挫，但後來逆轉頹勢實現上漲。數據不僅顯示就業增長動能減弱，而且薪資增長停滯，以及勞動參與率創下1977年來最低水平。市場作出以上反應或許主要是因為投資者堅信，在市場低迷時美聯儲會溫柔呵護。

「從經濟角度而言，可以說是非常糟糕，」花旗集團策略師Steven Englander在給客戶的報告中寫道。

「對債券卻是好事，因為這說明美國經濟復甦動能正在減弱的可能性提高——就業增長放緩，而且通脹低迷。從供需兩方面來看，數據都顯得十分乏力。要說經濟復甦中止還為時尚早，但除此之外，從數據中也看不出什麼別的東西，」Englander稱。

美12月加息幾率為30%

利率期貨市場的反應比較明顯，目前顯示美聯儲12月份加息的幾率為30%，低於數據公佈前不到50%的幾率。市場預期現在主要圍繞美聯儲明年3月前後首次加息的可能性上。標準普爾500指數上周五先是急跌，隨後反彈收高1.4%，全天波幅接近3%。

這份數據確實有助於證明美聯儲9月決定維持利率不變的正確性。不過，美聯儲未來會對中國經濟狀況作出反應，還是會針對美國經濟狀況作出反應，仍然不甚清楚。

不管哪種因素可能影響美聯儲決策，看上去投資者感覺美聯儲將他們的最大利益放在心上，但也摻雜着一絲不安的感覺，因為「和善」與「管控」到底是兩種不同的東西。

或許是美聯儲副主席費希爾的講話鼓舞了投資者。費希爾在講話中沒有觸及貨幣政策，他認為不能利用貨幣政策大錘來砸破泡沫，因為這樣做「成本巨大」。相反，費希爾青睞較好的「宏觀

審慎」工具，實質上是監管干預，例如限制放貸以遏制系統性風險。

「美國的宏觀審慎工具有限，令我得出如下結論，有時候可以將調整貨幣政策作為抑制金融穩定風險的手段加以討論，」費希爾在波士頓聯儲的一個會議上表示，「在其他條件相同的情況下，限制性更強的貨幣政策將導致偏離物價穩定和充分就業。」這聽上去很像決策者即便肯承認有時雞蛋會變臭，也不願把所有雞蛋都扔掉。

金融穩定成為首要使命

波士頓聯邦儲備銀行總裁羅森格倫認為，美聯儲的政策與以下觀點一致，即在通脹和就業傳統使命外，還有金融穩定是第三個使命。羅森格倫及波士頓聯儲官員撰寫的一篇文章在同一會議上發表，這篇論文說明了，對金融不穩定的擔憂，對制訂政策的影響程度。

他們統計了1987年至2009年之間美聯儲政策會議記錄中提到的金融不穩定相關詞彙的次數，例如「破裂」和「危機」等。他們把美聯儲提到這些詞語稱為「牢騷」信不信由你，這些牢騷每提到一百次，可能對應着降息45個基點。

這比失業率變動1%的相應預測準確度更強，比起通脹率變化1%的相應預測指標性，更是將近高出一倍。金融穩定根本不是美聯儲第三使命，而是首要使命。(本文有刪節)



■圖為美國首都華盛頓的美聯儲大樓。

資料圖片

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。