

美加息對新興市場貨幣衝擊不一

中銀香港經濟研究員

張文晶

財經述評

過去聯儲局數次加息，均引發新興市場貨幣不同程度的貶值。就算聯儲局在2013年只是暗示QE結束時間可能較預期更早，當時的「縮減恐慌」(Taper Tantrum)已令新興市場股、滙大幅波動，足見聯儲局的貨幣政策決定對新興市場影響深遠。

如今聯儲局終於邁出加息的步伐，相信新興市場表現會再現波瀾。隨著「一帶一路」的開展，東南亞市場將較其他拉美、東歐等新興市場與我們有更多的經貿往來，因此聯儲局加息後的東南亞貨幣走勢尤其值得關注。

聯儲局自2014年10月宣佈結束QE後，市場預期2015年加息為大概率事件，新興市場貨幣兌美元於2015年普遍貶值。當中拉美國市場貨幣貶值幅度最大，阿

根廷比索、巴西雷亞爾兌美元貶值逾三成。另外，俄羅斯自2014年3月起受到美、歐制裁，經濟表現受到嚴重打擊，俄羅斯盧布也貶值20%。

東南亞貨幣表現相對堅挺

然而，整體東南亞貨幣貶值幅度相對溫和。除了馬來西亞令吉的19%貶值幅度可媲美前者外，印尼盾貶值了10%，泰銖貶值了9%，菲律賓比索和越南盾各貶值了5%。而自聯儲局宣佈加息後，於當天取消外匯管制的阿根廷比索更大跌28%，巴西雷亞爾和墨西哥比索貶值約3%。但東南亞貨幣匯價走勢背馳，印尼盾回升了1%，其餘馬來西亞令吉、泰銖、菲律賓比索和越南盾大致持平。由於東南亞各國的經濟實力和結構存在差異，聯儲局加息的溢出效應自然不能一概而論。

聯儲局收緊貨幣政策，支持美元匯價趨升。主要以美元計價的能源價格亦因美元轉強而受壓。另外，在以往

的加息周期，美國以及其他先進經濟體的增長動力向好，足夠抵消加息對經濟的負面影響。

能源出口佔比成關鍵

但今次美國加息目的在於盡快實現利率正常化，美國的經濟增長動力未見突破。歐洲、日本等先進經濟體增長乏力，多個出口主導的新興市場增長亦放緩。

全球經濟活動擴張未見明顯轉趨活躍，能源需求亦因此較為疲弱。加上產油國未有減產，供應過剩嚴重，能源價格的壓力較以往加息周期還要大。據此，能源產品的出口佔比越高，越不利整體經濟前景。在東南亞國家中，印尼的能源出口佔比最高，接近33%。馬來西亞居次，佔比為20%。越南和泰國的佔比分別為10%和6%。菲律賓的佔比更少於1%。

過去三輪QE令金融市場資金泛濫，投資者為追逐較

高回報，大量美元流入各新興市場，以美元為主的外債在過去數年間急劇增加。聯儲局開啓加息周期，一方面美元兌本幣趨升，另一方面美元利率上升將加重外債的利率開支，均增加各新興市場償付外債的壓力。

外債風險可成沽空導火線

這可成為投資者沽空的導火線，引發資金外流，進一步加劇本幣貶值。其中，儲備外債比率(Reserves to external debt ratio)可反映國家的外債風險，比率越低，外債違約風險越高。在東南亞國家中，外債的增幅在過去數年間領跑外匯儲備，大多數國家的比率趨向下行。

當中泰國和菲律賓的比率仍處相對健康的水平，分別達111.4%及92.8%。馬來西亞及印尼的比率較低，分別是54.3%和37.1%。儘管越南的比率在過去數年上行，但比率只有47.6%，乃分析的五國中次低水平。

總括而言，在能源價格低迷的環境下，由於馬來西亞及印尼同樣高度依賴能源出口，同時兩國的外債風險較高，經濟及政府財政基礎較脆弱，馬來西亞令吉和印尼盾將會較大機會引領新一輪的貶值。相比之下，越南盾、泰銖和菲律賓比索所受的衝擊相對較小。

熱錢左右 港股上半年料先跌後穩

興證國際證券客戶投資組副總裁

陳幹球

資本市場的上升和下跌都是由資金推動的。2014年3月底，中國兩會期間批准內地公募基金通過滬港通可投資港股，投資者對此有無限憧憬才牽動港股4月的大升浪，惟隨着內地的金融槓桿擴張過快，可能引起後續嚴重問題，因此內地監管層推出多項措施收緊場外配资，引來骨牌效應影響到港股下半年的交易。2016年港股在美國初次加息後走勢會如何呢？我們可試從資金流方向去探討。

有人擔心人民幣貶值引致內地資本外逃會使中國經濟硬着陸，而致港股亦可能急速向下。我們可試從宏觀數字去分析一下，據官方已公佈數字，中國外匯儲備約3.5萬億美元，外債全口徑約1.5萬億美元，同時中國是一個貿易順差國，所以中國官員表示人民幣沒有長期貶值基礎。

中國可售美國債約10萬億人幣

中國現經濟規模約68萬億人民幣，擁13億以上人口的消費市場，貿易金額以人民幣計價不斷增長，加上人民幣納入SDR一籃子貨幣，按此，中國無需這樣龐大的外匯儲備，若中國把外匯儲備降回到2008年水平至約2萬億美元亦無不可，換句話說，中國可以出售約1.5萬億的美國國庫債券，約等於10萬億人民幣。

惟短期而言，中國經濟增長存在下行壓力，加上石油及其他大宗商品過去一年價格大幅下調，為免輸入性通縮引發滯澇效應，人民幣適度貶值可一定程度抗衡通縮壓力，而以中國今日的產業鏈結構及生產力優勢，亦無須以貶值來增加出口競爭力。

2016年環球經濟前瞻(大宗商品篇)

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

環球經濟持續疲弱，而供應量維持於高位的情況下，資源價格本已受到衝擊。另一方面，美國聯儲局開始啟動加息周期，令美元與其他貨幣的息差擴大，支持美元匯價向上，亦增加一眾大宗商品的沽壓。去年底的油組會議未能達成減產協議，令油價跌至接近金融海嘯以來最低水平。今年資源價格能否回升？本節將剖析油價及金價今年的走勢。

美頁岩油企破產案料增

紐約期油過去兩年已經下跌超過六成，令標普能源股指數於2014年下跌10%後，去年再跌23%，是自2002年以來首次連續兩年下跌。油組遲遲未有推出減產措施，令供過於求的情況持續，加上美國頁岩油企業於去年上半年維持高產量，令油供應更多、以及美元持續強勢，均令油價維持偏高的情況。美國頁岩油開採的井口有所下跌，加上低油價令美國石油企業出現債務違約的情況增加，可以紓緩部分油價下跌的壓力。

據標普最新報告指，截至去年12月24日，全球有111間企業無力償還債務，是2009年以來最多。其中，美國企業佔六成，而新興市場企業佔23%。美國去年第四季有至少9間石油及天然氣公司提出破產申請，將有合共20億美元出現債務違約。標普估計，今年美國企業無法償債的比率於9月份將升至3.3%，較去年9月的2.5%為高，而當中大部分無法償債的企業是石油及天然氣行業。由於預期頁岩油開採

美流動性收縮為最大危機

反觀今年環球金融市場最大的危機，或許來自美元流動性的收縮。現時美國每年需要為18萬億美元聯邦債支付約四千多億美元，加上聯邦赤字約四千億美元，一年新增發美債約為九千至一萬億美元。除此據美國財政借貸顧問委員會報告Treasury Borrowing Advisory Committee未來每年到期美債再融資需要約13萬億美元。以2014年計算，美國GDP不足18萬億美元，中國GDP約11萬億美元，印度GDP約2萬億美元。若2016年美國能增長3%，中國增長只6%，印度可達8%計算。美國約能為世界帶動5,400億美元增長，中國則可帶動6,600億美元。

若然人民幣兌美元貶值，以人民幣計算中國的GDP增長可保持6%增長，但換成美元計算則只有輕微增長。這樣的環球增長如何能支持新增發的美國國庫債需求，美國國庫債券二手市場的價格會否下跌。

加上在中國外匯交易中心公佈人民幣匯率指數，美元只佔約1/4比重，人民幣不再釘緊美元而與一籃子貨幣掛鉤。按已公佈數字，估計2015年中國減持美債超過二千億美元，而2016年中國可能會進一步減持以美元計價的債券，在美債到期後本利投資在更有利中國經濟發展的地區。

現時美股及美債都在歷史高位，若因市場流動性不足而出現回調，會大幅影響環球市場的風險胃納。這對實行聯繫匯率的香港或帶來更大影響，因為本港股市參與者有一半來自外國機構投資者，所以今年港股波幅應不會比去年少，而先跌後回穩是我對2016年上半年的預測。板塊方面，個人預期互聯網、核電、醫療和內銀等板塊較佳，而手機、工業相關和資源類等行業則不宜憧憬太多。

井口數目不會大幅增加，與及美國經濟持續穩定復甦，預料美國原油庫存再大升的空間有限。

油價再大跌空間有限

但真正能夠令油價止跌，除了要供應量減少外，亦要需求增加，才可以令全球石油庫存逐步減少。因此，預料上半年油價於30美元有支持，阻力在45美元左右。中東局勢緊張以及恐怖襲擊，可能是令油價回升的主要原因。

聯儲局啟動了加息周期後，本部預料聯儲局今年將加息二至三次，而每次幅度為25點子。這意味到年底時，聯邦基金利率於今年年底將升到介乎0.75厘至1.25厘水平。今年上半年，預料聯儲局有機會於3月或4月份再度加息。因此，美元可能於第一季初出現回吐後，再度反覆上升，對金價帶來的壓力持續。

美國勞動市場持續有改善，當地失業率已回落至5%水平，回復到金融海嘯前的水平。隨着勞動市場轉趨緊張，美國工資難以避免向上。美國多個州份將會先後表決工資上調的法案，勢令美國通脹上升。其實，近期在扣除能源及食品消費物價指數已經出現上升勢頭，這點可能令美元的抗通脹能力再度回歸。中東及西歐國家財政問題，亦支持金價表現。

金價1000美元料有支持

由於金礦開採的成本難以再大幅回落，供應量亦維持目前偏低的情況，而基本需求可能於上半年仍然疲弱，故預料金價上半年將在1,000至1,200美元上落。

開局不順 擔憂之情溢於言表

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

2016年開局不順，被圍繞在擔憂的氛圍中。有恐慌指數之稱的VIX在新年的三個交易日中兩日站上20水平。在經歷了去年歐央行擴大QE、美聯儲加息、人民幣加入SDR，新的一年環球市場一波未平一波又起，多重利空消息一起作用。

人幣持續貶值利淡氛圍

中國的一舉一動影響頗大，在今年尤為關注其經濟及改革步伐。這幾日股市、經濟下行壓力和人民幣成為最為關鍵的三個詞。內地股市在2016年開始啟動熔断機制，四個交易日內便有兩日觸及7%並提前停止交易，給其他市場帶來不小的恐慌心理。經濟數據也不如人意，尤其是製造業持續疲弱，打擊到投資者信心，影響到商品需求預期。除此之外，最令人頭痛的便是人民幣持續貶值，中間價三日貶378點，離岸人民幣更是在7日一度跌破6.7水平。疲弱的基本面和偏高估值令人民幣有貶值的基礎。如此，周邊貨幣和全球股市、商品等均受到影響。

地緣政治緊張局勢升溫

另一邊廂，地緣政治緊張局勢升溫。首先便是沙特阿拉伯因為處決什葉派教士尼米爾，觸發與伊朗之間的緊張局勢持續。伊朗總統魯哈尼再次批評沙特，指摘沙特破壞中東穩定和散播恐怖主義。另一方面，繼沙特、巴林及科威特後，卡塔爾宣佈召回駐伊朗大使，東非國家吉布提亦決定與伊朗斷交。其次，朝鮮宣稱第一顆氫彈實驗成功，震驚世界，各方紛紛譴責其最新一次核試驗，恐慌情緒急增。

如此一來，各市場均受到影響。全球股市向下。歐洲股市疲弱，三日內道指跌近3%，標普跌2.4%，納指跌3.43%。恒指連跌三日，累計跌逾900點，失守兩萬一。內地股市雖在5日尾市受到中央托市，但仍未能止跌，目前已跌至3,100水平。被當作避險貨幣的日圓受寵，連續三日上漲，累計升1.7%，料仍有上行空間。英鎊受到經濟基本面和退歐風險而連續走低，今年至今下跌0.7%。

避險資金換馬流入黃金

再來看大宗商品和貴金屬市場。油價持續下跌，其間時不時受到地緣政治緊張或美原油庫存減少而反彈，但這些往往都不能持久。這一次中東局勢的影響也不例外。6日紐約油跌破34美元，跌勢未盡。大的基本面問題即供求不平衡難在短時間內解決，油組也遲遲不肯鬆口，全球經濟下行壓力大，油價將繼續處於低價水平。銅價亦受到全球經濟疲弱，美元強勁影響，年內期銅三個交易日跌1.8%。在這短短三日內，當其他資產受重創時，黃金則受益頗多。國際現貨金受惠避險情緒急升而一連三日走高，累計升幅達3.1%，6日一舉升破1,090美元一線，目前已逼近1,100美元一線。

綜觀全球市場今年開局，投資者擔心之情溢於言表，避險之趕急，不為加息週息開始所動，箇中看出局勢變化仍將風雲變色，從真金白銀的市場中人押注，已可見端倪。



離岸人民幣在7日一度跌破6.7水平，相關因素令到周邊貨幣和全球股市、商品等均受到影響。資料圖片

「一號文件」聚焦 三農受重視

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

上月中旬召開農村工作會議，會上首次提出農業供給側改革，旨在優化農業產業結構，提高農產品的有效供給。近日國務院進一步發文，計劃推進農村一二三產業融合發展，構建現代化農業產業體系，進一步提高農民收入水平。截止到2015年，中央一號文件已經持續12年聚焦三農問題，農業發展歷來受到中央高度重視，今年中央一號文件持續聚焦農業發展是大概率事件，相關產業或可受惠，值得留意。

改善農產品結構促發展

當前內地農產品存在產能結構不合理等現象，例如今年內地玉米、棉花等農產品產能過剩嚴重，庫存高企，但大豆和白糖卻產能不足，十分依賴進口。而且，內地農地普遍以單一家庭作業，機械化程度低，生產效率不高。同時，農民單純出售農產品，附加值低，也極大地限制了農民收入水平的提高。因此，改善產品結構、適當發展農產品加工及農業服務業，可以有效拓寬農民的收入渠道，促進農業產業化的發展，為經濟增長添加動力。

內地由於人口眾多，對糧食的需求量巨大，實現糧食自給自足是國家重要戰略目標。據測算，到2020年，中國人口將達到14.06億人，按人均糧食需求量508公斤計算，國內糧食總需求將達到7.16億噸，扣除進口，國內糧食產能需達到6.16億噸，若考慮種子用糧後，總產能需達到6.41億噸。據中國統計局的數據，2015年內地糧食產量為6.2億噸，同比增長2.4%，已是連續第13年保持增長，到2020年料可基本滿足糧食需求。

在滿足數量平衡的同時，農產品的品種和質量也要與需求相匹配，食品安全性需要提高。隨着內地居民收入不斷提高，其飲食結構也發生了變化，肉蛋奶佔比不斷提升。到2020年，中國人均肉、奶、水產品、蛋類消費量將分別增至75.5公斤、40公斤、44公斤和21公斤，但由於環境污染、過度使用化肥和農藥等原因，該些農產品的整體質量仍面臨挑戰。為解決這些問題，中央計劃在2020年前建成高標準農田8億畝，以實現一定程度規模化生產，提高生產效率，保證農作物產量和質量。

農業現代化建設涉及面廣，規模巨大，且與國民民生息息相關，長期受惠國策支持，蘊含投資機會多，值得留意。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。

樓市淡風無損「煥然一居」銷情

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

去年年初，港府推出新居屋單位發售，房委會共收取逾4.1萬份申請，超額認購逾17倍，當中白表約有3.92萬份，綠表約有1,800份。當時發售2,160個居屋單位，其中864伙提供予白表申請人，1,296伙予綠表申請人；即白表申請者最少45人爭一個單位，證明市場白表申請者，亦即是首置人士或非公屋申請者，對資助房屋需求強勁。

市建局宣佈，「煥然一居」資助出售房屋單位，接受市民申請，截止申請日期為1月21日。市建局在「煥然一居」撥出338個單位作資助房屋銷售，既配合行政長官在2015年施政報告中增加資助房屋的政策，同時有助於滿足社會上對這類單位的強烈需求。或許近期樓市稍回軟，但觀察去年白表客的熱烈程度，預料今次申請者數目仍甚可觀。

資料顯示新一批單位實用面積由332至568平方呎不等，包括8個開放式單位、213個一房單位，以及117個兩房單位，據披露是以12月18日的市值估價的8折出售。八折後單位的售價最平341萬1千元，最高價至662萬7千元，實用面積呎價介乎9,734元至12,414元。

根據《一手住宅物業銷售條例》的規定，市建局已把這批單位的價單上載至「煥然一居」的網站及一手住宅物業銷售資訊網，並計劃於3月進行電腦抽籤，以定出揀樓次序。審核申請人的資格由房協代勞，預計今年年中可以進行揀樓及完成購買程序。

因應部分董事局成員及社會人士的意見，市建局把單人申

請者的每月入息及資產限額分別調低至33,500元及150萬元，而多人家庭申請者每月入息不超過6萬元，總資產不超過300萬元。其他申請資格尚包括：申請人必須年滿18歲；居港最少7年；申請人及申請表內的家庭成員在過去5年內沒有任何住宅物業；兼且申請人及其家庭成員如果曾經或現時正享用政府或相關機構提供之房屋資助，均不可申請。

「煥然一居」限單身人士者只可申請購買開放式及一房單位，而多人家庭則可選購所有類型的單位。筆者認同這個做法，單身申請者日後組織家庭後仍可機換樓到較大單位，這亦符合房屋階梯的晉級設想。這個資助出售房屋計劃單位設有轉讓限制，業主未補地價前，不可將單位自由轉讓、抵押及出租。

港水頭足 樓價難大跌

「煥然一居」現正開放示範單位予準買家，據報道有身為父親的男士，表態為子女選購，如幸獲抽中，會幫子女付首期，說明買家資金來源並不局限於申請者本身。另有評論指近期樓價偏軟，市民年中揀樓時，假如樓價下調兩成，將抵消了八折優惠。

筆者對此持有不同看法，現時港元強勢，源於內地減息以及人民幣貶值，估計這種狀態將持續，外資仍不會抽資離港，在水頭充足之下，港息不虞大幅攀升，估計樓價亦只會稍偏軟而不虞大跌，不過無論如何，市民現階段買樓，要小心按自己的負擔能力去決定購買單位，盡早進行自我壓力測試，即使按息調升2%至3%，家庭收入仍可應付所選購單位所須按揭供款，此時置業就更加安心。