

# 探討中美息差收窄原因及趨勢

劉雅堃 中銀香港分析員

財經述評

美國債息和美元指數自4月以來不斷上行，10年期美債息從4月初的2.73%升至5月初的3%附近，帶動中美息差從4月初的90點子上方迅速收窄至60點子以下，降至2011年以來的最低水平。

與此同時，美元指數從4月初的90升至5月初的93，上漲了3%。美國債息和美元的走強已對部分新興市場的貨幣和流動性造成壓力，市場擔心中美息差收窄會對內地造成同等程度的衝擊。

筆者認為，由於近年人民幣對美元彈性顯著增加，內地經濟結構持續優化，以及內地金融風險管理有效性的提升，目前人民幣貶值和資本外流的風險仍然可控。

今年以來較為寬鬆的流動性環境和貨幣政策的邊際放鬆是推動中債債息近期走低主要因素。

因素。

## 流動性放鬆帶動中債債息下行

今年初人行一次性超額續發MLF、啟動普惠金融定向降准、採取臨時準備金動用安排(CRA)等一系列操作，均呵護了市場的流動性，為中債債息下行提供了空間。

今年4月份，人行通過降準置換MLF，釋放約4,000億元資金，使得內地各個品種、各期限債券收益率全面下行，其中10年期國債收益率最多下行達到25點子。

## 通脹預期上行推升美債債息

從數據來看，經濟預期改善的推動並非美債收益率上升主因，本輪美債收益率上行可能更多的反映了通脹預期的上行。一

方面，美國第一季度實際GDP年化季率初值錄得2.3%，雖好於預期的2%，但不及2017年四季度的2.9%。其中佔全美經濟活動超2/3的消費者支出僅增長1.1%，增幅大幅低於前值的4.0%且為2013年第二季度以來最低。

此外，4月以來10年期美債名義利率上行22點子左右，而10年期TIPS收益率僅上行6點子，由於國債名義收益率=TIPS實際收益率+通貨膨脹預期+風險溢價，這反映出通脹預期上行是推升美債債息的主要原因。

事實上，近期美國的通脹數據亦有所改善。一季度美國薪資環比增長0.9%，私營部門的薪資同比增長2.9%，均為近十年來最大增幅。3月PCE物價指數同比增長2%，為一年以來首次觸及美聯儲2%的目

標。相信近來油價的顯著上升和中美貿易衝突升級均對美國通脹造成支持。

除了通脹預期外，美債供過於求也推升美債收益率。美國縮表加息週期的持續和特朗普的稅改政策吸引全球美元回流，離岸美元流動性收緊影響了海外機構配置美債的能力，同時美國財政赤字的擴大增加了美債供應。

## 內地跨境資本流動明顯改善

當前內地跨境資金流動形勢較為平穩，外匯市場繼續呈現供求平衡格局，中美息差影響範圍有限。

截至4月末，內地外匯儲備規模為31,249億美元，較3月末下降180億美元，降幅為0.57%。但這主要是由於4月份美元指數升

值下的匯兌變化因素所致。若剔除匯兌因素，4月份外匯儲備應該是小幅增加。其次，自去年3月以來外匯佔款一直處於穩定水平。2018年一季度銀行結售匯逆差183億美元，同比下降55%，說明資本外流壓力明顯緩解。事實上，2017年內地的資本賬戶資本外流已從2016年的6,397億美元縮窄至804億美元。

從兩會和博鵬論壇上內地監管層的講話中可見，今年內地對外開放新格局將繼續有序推進，金融市場雙向開放程度亦會逐漸加深。隨著MSCI和國際主流債券指數將逐步納入中國市場，將能夠吸引海外機構投資者萬億人民幣級別的資本流入，有利於內地跨境資金保持雙向流動的格局。

(二之一)

# 美匯轉強 美債受壓 新興市場貨幣添憂

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

有經濟數據的支持，加息和通脹擔憂重返，美債再度受壓，美匯指數轉強，而非美貨幣則難免走弱。

## 加息和通脹擔憂重返

美聯儲從2015年末開啟加息大門以來，2016年末加息一次，2017年加息三次，最新到今年3月又加了一次。對於判斷美國的加息進程，我們主要通過兩方面，一是量化，從各類經濟指標中驗證經濟增長狀況，二是觀察美聯儲官員的態度，因為他們是預期管理的高手，並不希望市場有太大的波動，所以往往在行動前都會與市場逐步達成共識。

美國經濟數據整體樂觀，雖然最新的非農和通脹數據並不十分滿意，但並沒有太多影響到市場對於加息的預期。尤其是對比歐日等國，其從今年以來經濟修復速度減弱，美國更具備加息的能力。加上商品價格高企，推升了通脹。雖然美聯儲五月按兵不動，但年內一季加息一次的預期仍在。

## 美元和美債息走高

如此一來，美匯指數獲得動能，一改去年以來的弱勢。在去年累計9.87%的跌幅之後，今年延續跌勢，但從4月中開始先突破90水平的區間阻力，隨後加大上行的步伐，連續升穿100和200日線，不但抹平年內的失地，最新更已經創出93.632的年內新高。如果未來歐日經濟增速仍然疲弱，美國經濟數據持續



■ 阿根廷被索受到美元轉強、美債殖利率攀高的影響，近五個月來不斷貶值，人民生活苦不堪言，被迫走上街頭抗議。

法新社

樂觀，美聯儲又至少保持現有態度，那麼美元仍有上行空間。

美債再次出現拋售潮。10年期美債收益率在2月份升破多年的下行通道，一度引發市場巨震，隨後回落至2.8%以下沒多久，又重拾升勢。雖然在對3%水平突破中爭持許久，但最終還是在本周升穿，並在七年來首次突破3.1%。在突破3%後，動能相當強勁，料短線內仍將進一步上探，下一個阻力在3.2%。此外，2年期美債收益率逼近2.6%，是10年以來的高點。就連30年期美債收益率眼看也要突破其困住其許久下行趨勢。

## 歐元仍有下行空間

在美元走強下，非美貨幣現沽壓。之前尤其是歐日，去年經濟數據超預期，市場開始有聲音認為或提前收緊貨幣政策，所以資金紛紛流入，但今年以來情況不如預期。

歐元在去年上漲14.15%後，今年年初還延續升勢，週阻1.25水平。隨着美元走高，歐元區數據不樂觀以及政局不穩定的因素下，歐元加速下行，跌破1.2的區間支持後進一步走弱，拖低歷屆加通道下軌，料仍有下跌空間。日圓作為避

險貨幣，還多了一重地緣局勢的影響。3月尾前，美元兌日圓在跌破108至115區間後就進一步下探，低見104.56，後轉頭走高，重返之前的區間，本周更是重上110水平。

此外，新興市場貨幣令人擔憂，包括阿根廷、土耳其、巴西等。其中阿根廷被索從年初至今已經貶值三成，雖然阿根廷一度在一周內加息三次，央行多次干預，向IMF開口求助，但跌勢仍然繼續，仍不斷創出新低。恐怕至少在近期內，新興市場貨幣還將面對較大的下行風險。

# 入摩效應 外資偏愛金融及消費板塊

康證投資研究部

MSCI明晨早前公佈調整結果，首階段有234隻A股納入指數，較預期的229隻為多，新納入股份佔MSCI中國指數約1.26%，新興市場指數佔0.39%，其決定符合市場預期。下月的納入預計會帶來約106億美元資金流入，其中包括主動和被動資金。今年下半年的納入會再帶來約106億美元淨流入。預計在未來的5年-10年中，每年將會有約2,000-4,000億元人民幣的海外資金流入A股。

從MSCI中國A股國際通指數板塊的分佈可見，不再只着重於傳統金融股，而是在「供給側改革」與「一帶一路」兩大主軸推行，更多的是包括了大市值

的醫療、工業及資訊科技等新興產業的行業龍頭，有別於以往外資投資偏好的富時中國A50指數，其超過55%權重側重於金融，反而現時備受投資者歡迎的科技及醫療板塊只佔約1.22%及2.1%，因此MSCI中國A股國際通指數相對具有長期投資價值，能兼顧藍籌和價值成長雙輪驅動。

滬深港通數據顯示，自MSCI於2017年6月宣佈納入A股以來，超過75%的北向資金流入了預估納入名單中的A股，其側重於近期亦有所增加。截止四月底，金融、可選消費和必選消費是A股通持倉最多的三大板塊。從南方東英的研究指出，新加坡、韓國及港台等國家

或地區的機構已經率先配置A股，未來一些東南亞主權基金亦會陸續入市，對A股帶來正面影響。

## 落後行業估值料逐步修復

另一方面，歐美資金的流入則相對緩慢，其中大型基金有望首先帶來被動資金流，中型機構會跟隨其腳步。隨着海外資金將A股納入基本持股逐步實現，外資偏好的低市盈率藍籌，如金融、地產、生物醫藥、汽車、零售等市盈率仍處於歷史低位的行業，將有機會出現估值逐步修復的效應。而部分具有中國特色的行業，如白酒、中藥、旅遊等，在A股納入MSCI後，中線投資價值會受

到更多資金的挖掘。

與此同時，伴隨A股納入MSCI新興市場指數體系，基金公司亦積極建倉及增配A股，掀起了一波搶錢熱潮，當中包括領航於本月新推出的領航全球中國股票指數ETF(3169)。基金採用被動式管理，並投資於中國境內外上市的中國股票證券。該ETF主要投資於金融(29%)、其次為科技(16.2%)、工業(12.6%)及消費服務(12.3%)，最高持股為騰訊(0700)，佔9.4%，及阿里巴巴(NYSE:BABA)，佔6.5%，同時亦有配置被納入MSCI的A股，如茅台，加上基金又分散投資於10個不同行業，有助減低風險，值得投資者留意。

# A股入摩流入資金暫有限 心理影響較大

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

MSCI日前宣佈將234隻A股納入MSCI指數體系。納入因子為2.5%，2018年8月將會提升納入比例至5%。此次納入的股票數量要略多於2017年6月計劃的222隻股票，但8月前的納入因子低於原計劃。8月後A股在MSCI的佔比估計在0.75%左右，這遠低於A股市值與交易額在新興市場股市中的佔比的。

納入MSCI初步將帶來大約200億美元資金流入，而A股每日交易額在500億至1,000億美元之間，納入指數不會對A股市場目前的交易風格與市場趨勢帶來實質影響。未來A股在MSCI的佔比應在15%以上，估計將會需要5年至10年，這背後其實是A股市場進一步國際開放的過程，國際化應在5年至10年內有重大的進展。

## 推動部分投資者追逐相關股票

雖然，A股納入MSCI的短期實際影響有

限，但心理影響相對較大，這會推動部分投資者會追逐相關股票，形成的存量資金博弈。從公司市值佔比來看，最高的屬於銀行業，非銀金融和食品飲料。這些板塊雖然之前已經有了一部分資金的流入與上漲，但在未來受相關新聞的影響，仍可能相對獲益。

MSCI新興市場指數增加的最大三個成分股為中國工商銀行(A股)(601398.CN)、中國建設銀行(A股)(601939.CN)和中國石油(A股)(601857.CN)。MSCI中國全股票指數新增個股中，上海電氣(2727.HK)、眾安保險(0606.HK)和漢庭連鎖(HTHT.US)市值最高。MSCI中國A股在岸指數新增個股中，恒力石化(600346.CN)、海瀾之家(600398.CN)和中航飛機(600760.CN)的市值最高。

此次納入的股票數量要略多於2017年6月計劃的222隻股票，不過8月前的納入因子僅有2.5%，調整後市值分別佔MSCI中國指

數和MSCI新興市場指數的1.26%和0.39%。8月後才上升到5%的原計劃水平。屆時，A股在MSCI新興市場的佔比有望上升到0.75%左右，可能略高於原計劃的0.73%。

## 只納入234隻股票顯得很謹慎

就如我們在2017年6月21日的分析報告《僅是個象徵性的開始》中的觀點。現在滬深港通與深港通可交易的滬市A股與深市A股分別都有1,000隻以上，MSCI目前列入的股票數量僅有海外投資者通過滬股通和深股通可交易A股的1/10左右，只納入234隻股票實際上是很謹慎的。

8月後A股在MSCI新興市場指數中仍不到1%的權重，遠遠低於A股市值與交易額在新興市場股市中的佔比。目前俄羅斯、墨西哥、巴西和印度在MSCI新興市場的佔比分別有4%、4%和8%，中國台灣的佔比

也在10%以上。

目前MSCI新興市場裡的中國公司，主要是海外中概股和在香港上市的中國公司，合計佔比在25%左右，是所有新興市場中最高的，不過海外上市的中資公司並不能完全代表中國經濟與產業發展情況。在短期內，MSCI新興市場指數納入A股的象徵意義大於實際意義。MSCI指數管理研究全球主管預計：當部分中國A股大盤股納入之後，初步將帶來大約200億美元資金流入，而A股每日交易額在500億至1,000億美元之間，這樣規模的資金流入是不會給A股市場目前的交易風格與市場趨勢帶來多少的影響。

## A股在MSCI佔比應在15%以上

從長期來看，A股在MSCI新興市場佔比會有持續提高，如果納入因子上升到80%以上，加入未來A股的整體市值進一步上升，A股在MSCI的佔比應在15%以上。屆時海外資金對於A股的實質影響將會進一步體

現。但這需要較長時間。

我們估計將會需要5年至10年。A股在MSCI裡佔比的上升，背後其實是A股市場進一步國際開放的過程。只要全球化的趨勢不被近期升溫的保護主義，以及貿易爭端所破壞，A股的國際化也將在5年至10年內有重大的進展。

雖然，A股納入MSCI的短期實際影響有限，但心理影響相對較大，這會推動部分投資者會追逐相關股票，形成的存量資金博弈。

從此次納入的公司來看，屬於銀行、非銀金融、醫藥生物等3大行業的公司數量最多，分別為30家、20家、18家。從公司市值佔比來看，最高的屬於銀行業，佔比高達31.47%，其次是非銀金融，佔比達13.04%，食品飲料排第三，佔比為6.74%。這些板塊雖然之前已經有了一部分資金的流入，但在未來受相關新聞的影響，仍可能相對獲益。



■ 圖為內地啤酒生產線。 資料圖片

綜合來看，受消費升級影響，中高端啤酒在消費中佔比將逐步提升，啤酒行業差異化發展持續，國產龍頭酒廠依託更強的生產、研發和營銷實力，更具競爭優勢。短期來看，受廠商積極應對競爭及世界盃舉辦等影響，今年啤酒消費或明顯回暖。但長遠來看，啤酒行業競爭壓力變大，廠商需不斷創新以迎合消費者需求，變數較大，投資者需留意相關風險。