

# 美孤立主義政策或危及美元儲備貨幣主導地位

財經評述

MCGEEVER 路透專欄

自特朗普當選美國總統以來，各經濟體央行外匯儲備中美元比重有所降低，這很大一部分是由於匯率估值的變化。但美國在國際舞台上奉行孤立主義政策，可能加快這種下滑速度。特朗普政府加倍強調「美國優先」的立場，發動貿易戰、匯率戰，並加劇可能引發真正戰爭的地緣政治衝突，外國央行或許有充足的動機來削減美元敞口。

## 多國擬減少對美元依賴

伊朗、俄羅斯和土耳其等一些國家已經在考慮如何減少對美元的依賴，在某種程度上是為了避免美國對其施加的懲罰性制裁。美國通過限制某些國家使用美元這種全球儲備貨幣對其加以制裁。坦白說就是，一些國家擔心美國利用美元的儲備貨幣地位來打擊他們。

要想成為全球儲備貨幣，需要滿足四個條件：規模、穩定性、安全性和流動性。沒有其他哪一種貨幣像美元這樣接近滿足所有四個條件，美元被作為首選全球儲備貨幣已有50多年的歷史了。

根據國際清算銀行(BIS)，美元參與了88%的外匯交易，而且通常也是國際間諸如石油、金屬和黃金等大宗商品交易的計價貨幣。分析師估計，超過80%的石油交易是以美元標價的。

但美元的全能王地位不會一成不變。加州大學伯克利分校的經濟學教授Barry Eichengreen是央行與國際儲備研究方面公認的權威人士。在他描繪的前景中，美元地位的下滑將會加速。他暗示導致美元地位下滑的誘因，可能是美國與盟友之間的外交和軍事關係緊張。Eichengreen估計，美元「安全溢

價」的喪失可能導致其在依賴美國的國家外匯儲備的佔比降低30個百分點。

## 巨額美元資產將被拋售

這代表如果美國繼續走孤立主義道路，將有巨額的美元計價資產被拋售，可能達到7,500億美元或更多。而這只是對美國盟友的情況估計，還沒有考慮那些對美國本國就沒有好感的國家。

國際貨幣基金組織(IMF)數據顯示，3月底全球外匯儲備增長8%至11.59萬億美元，相較2016年12月底為10.71萬億美元，當時特朗普剛當選美國總統僅僅數周。目前的全球外匯儲備正在逼近2014年創下的紀錄高位11.98萬億美元。不過，今年第一季美元在全球外匯儲備中佔比降至62.48%，為逾四年來最低水準；2016年第四季這個比例是

65.34%。外匯分析師估算，這在很大程度上要歸因於美元在那段時間內貶值12%。

## 美與盟友不排除打貿易戰

美國財政部上週數據顯示，全球第二大美債持有國的日本在6月將其美債持有量減少至1.03萬億美元，為2011年以來最低位。日本當然不是與美國敵對的國家，至少目前還不是，但美國與任何一個盟友打起貿易戰的可能性，現在都已不再能夠排除。

不乏這樣的國家，它們與美國的政治和經濟關係更加脆弱，無需鼓勵就會削減美元敞口。

例如，美國長期以來的對手伊朗，數年來一直用非美元貨幣為部分石油出口計價；遭受美國大力度制裁的俄羅斯；還有中國，該國越來越多的對美出口商品面臨加徵高達

25%關稅的措施。

土耳其也是如此。該國經濟肯定會受到近期里拉暴跌的拖累，美國對進口金屬加徵關稅又加劇了土耳其的貨幣危機。美國總統特朗普和土耳其總統埃爾多安的關係正迅速惡化。

## 反擊美元力量正積聚動能

反擊美元的力量可能正在積聚動能。美國最大債權國的中國1月份推出人民幣原油期貨，可能最終與布蘭特原油和美國西德克薩斯中質油(WTI)一道成為全球油價指標。即便如此，一個先決條件是中國開放資本賬戶，允許資金自由流動。

海灣地區產油國的貨幣與美元掛鉤，如果其石油出口以其他貨幣計價，將面臨匯率風險。

# 特朗普言論難阻美加息步伐

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國經濟強勁，大勢所趨，美聯儲年內大可維持加息步伐，跟近幾年相比，是提速而行了。誠然，特朗普多次抱怨加息，外界不無擔心，深恐貨幣政策受政治影響，然而這一重擔憂，大抵是過慮了。

事實上，相較其他國家，美國雖然是金融海嘯的始作俑者，但其復甦反而是最強，何以故？皆因其早有準備，對於危機，尤其是如斯重大的系統性風險，美聯儲當時的領導人伯南克，一直有藍圖，早於2003年便繪就，專門針對萬一減息至零，之後何以為繼，有何應對良方。

## 非常手段奏效 美聯儲應記一功

是的，美國危機當前，非常時期，有非常手段，用得非常果斷，便有非常好的效果，復甦力度之強，其他地方無出其右，這是貨幣政策工具用得好的。誠然，有人批評，這些本來百年不應有一遇的危機，十年八載又一次，都只因美聯儲這些央行，不斷以新泡沫救舊泡沫，但即使真的如此，今次仍是美聯儲做得好，功勞不能就此抹殺掉。

## 政策還看基本面 加息料無懸念

無論如何，當日果斷救災，自然買回足夠多的時間，可供復甦，如今看來，歐日相比，自然難望其項背。美國增長

有優勢，吸引資金不斷流進美元資產。危機時，要避險，買美債；復甦時，要逐利，買美股。難怪當局對經濟有信心，儘管早前議息按兵不動，但美聯儲的聲明正面積極，肯定就業市場，認同增速強勁。

最新公佈的會議紀錄顯示，美聯儲已作好準備，只要經濟保持正軌，支持目前經濟展望，很快會再度加息，目標利率逐步上升。當然，官員也暗示，關稅給多個領域帶來危險，影響企業信心或投資支出以至就業。但從美聯儲態度看，決策者對經濟相當樂觀，循序漸進加息沒怎麼猶豫，只是還順帶考慮一些外圍風險而已。

如此一來，雖然特朗普抱怨多多，在不應隨便置喙之處，多所言說，打破白宮不干預貨幣政策的傳統，但說到底，還不應礙了大事。只要無甚意外，鮑爾爾還會保持原有態度和步伐，不受特朗普干擾，儘管他是總統委任的，說到底，貨幣政策還看經濟基本面。

## 歐日寬鬆持續 美元更受青睞

根據利率期貨所顯示，9月加息的市場預期，維持在九成以上，成事機會甚大，且年內一共還有兩次加息的預期。這就跟筆者以往多次在不同場合所預測的，2018年美國每季加息一次不謀而合。



美國總統特朗普掀動貿易戰，但美國近期公佈的國內經濟數據仍然理想。資料圖片

無論如何，面對美國不斷加息，非美貨幣很難應對，若經濟有下行壓力，便不得不寬鬆，這又拉開利率之間的差距。以歐央行而言，其確認寬鬆將在12月底結束，德拉吉對當前經濟狀況滿意，但還偏向謹慎，要走向貨幣政策正

常化，恐怕還需一段時間。

至於日本央行，持觀望態度，進行了一些政策調整，被解讀為邁向政策正常化，但同時，卻又承諾更長時間保持極低利率水平。凡此種種，自然讓美元資產更受青睞。

# 下半年經濟料續溫和增長

David Bertocchi 霸菱環球股票投資團隊總監

受失業率下降及商業和消費者信心改善的支持，環球經濟於2018年第二季持續溫和增長。環球大部分經濟體系的國內生產總值及工業生產均錄得增長，商業及消費者信心指數亦維持在高位。

然而，關稅及貿易戰的負面消息籠罩，加上美國聯儲局持續撤出流動資金，均令市場受壓。由於聯儲局加息，令部分新興市場經濟體系開始受壓，可能更難以取得債務融資。

同一批企業將於季內繼續為指數走勢帶來支持，其中科技股表現突出。我們認為科技行業的增長前景仍然良好，尤其在軟件及服務，以及電子商

務子行業；然而，繼長時間跑贏大市後，科技股的估值相較其他領域開始變得昂貴。其他行業方面，優質的防守性增長型行業的估值較過往多年開始顯得更為吸引，有望帶來具有吸引力的投資機會。

我們預計環球經濟在下半年將會繼續溫和增長。摩根大通環球製造業採購經理人指數等領先指標有所下降，但繼續顯示經濟增長。某些風險可能會為環球經濟增長造成拖累，其中投資者尤其憂慮緊縮的貨幣政策。

多個經濟體系的失業率亦維持在極低水平，特別是美國，部分地區的通脹開

始相應上升；然而，我們目前並沒有理由相信這是一個普遍現象。另一需要留意的潛在風險，是持續的貿易緊張局勢有可能升級為全面貿易戰，並繼續影響環球經濟增長。可喜的是，我們投資的企業基本上不會受到貿易緊張局勢的負面影響。

## 科技股估值高惟具前景

我們認為，市場部分領域的估值開始變得昂貴。科技行業在2017年表現尤為強勁，目前科技股的估值處於歷史範圍的高位，但該行業的增長前景依然良好。因此，倘若估值變得合適，我們將

考慮在投資組合中進一步對科技股進行增持。與此同時，我們將繼續在其他行業中物色並把握估值合理，且增長前景吸引的優質投資機會。

隨著如雲端計算、智能手機、電動和無人駕駛汽車，及電子商務等大量技術興起，當今科技創新迅速發展。這些新技術除了為供應商本身帶來投資機會，亦改變了整個行業交付商品及服務的方式。

我們認為這個趨勢將會持續，並看好成功利用這些技術來推動盈利增長及提升市場份額的企業，相信這個領域有眾多潛在的增長型投資機會。

# 港人內地工作競爭漸大

陳美貞 會計師、國際女企業家協會義務司庫

自改革開放以來，內地經濟不斷轉型。其勞動人口也經歷就業市場的變化：大量鄉郊城鎮化，連農民也在教育普及下進入城市工作，內地人教育程度有顯著提升。

政府工作報告指出，今年大學畢業生人數將達到820萬人，政府樂見其成，並藉此開拓多元化產業，包括人工智能(AI)、金融及地產等；而外資企業如微軟也積極招攬內地人才。

## 國家支持鄉郊人口上流

人社部數據顯示，內地經濟持續增長的原因之一是因為內地就業人口膨脹，為新興行業帶來動力。年初內地失業率僅維持在約4%，遠低於受經濟危機所困的歐美國家。內地一直積極鼓勵大學生到鄉鎮發展，同時放寬發展中城市的落戶制度，提升在鄉郊勞動人口的向上流動力，如長沙推出為持有學位人士而設的住宿和生活津貼；在南京大學面試的外地高校學生也可得到補貼。

在政府支持和市場推動下，內地就業人口攀升。人社部在本年度1月至3月的就業數據顯示，城鎮新增就業人口達330萬人；同時新成長勞動力(包括大學畢業生)將達1,500萬人。

## 內地對香港專才需求降

香港政府統計處的數據指出，在內地定居港人數量約50萬。由於近年內地勞動人口競爭力提升，內地對於香港專才的需求遠不及改革開放初期；港資企業和有意在內地工作的港人或會感到壓力。

不過，筆者認為，內地與香港經貿合作頻繁，如CEPA、自由貿易區等，現正推行的粵港澳大灣區和隨着基建如廣深港高速鐵路相繼落成，將會刺激大量的兩地合作，如物流運輸和服務業，相信內地企業對香港人才仍有一定的需求。



香港政府統計處的數據指出，在內地定居港人數量約50萬。圖為深圳的樓盤。

資料圖片

# 新興市場仍然受壓

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上週美元指數進一步上行，主要新興市場貨幣兌美元仍在繼續貶值，但幅度有所縮小。中美雙方恢復談判的消息，令市場對於貿易爭端升級的預期有所下降，這使得新興市場貨幣有所恢復。上週影響人民幣匯率更重要的因素是央行的政策，政策推動CNH HIBOR大漲，使做空人民幣的成本大為上升，這也使得人民幣匯率創近期新低之後，大幅反彈，全周人民幣匯率基本持平。

上週公佈了7月中國的主要經濟數據，投資、消費、工業增加值的增速均有下降，大部分低於預期，顯示近期中國經濟面臨的壓力較大。上週，央行也繼續向市場投放流動性，但SHIBOR和人民幣國債利率均繼續反彈。上週，港元多次觸及聯繫匯率的下限，香港金管局買入167.91億港元維持匯率，港幣利率相應反彈，香港主要銀行也隨提高利率水平，香港按揭利率創下五年來最大升幅。

上週全球股市整體下跌，發達市場僅有美股有所上漲，但歐洲與日本股市都有所下行，而且歐洲股市的跌幅較大，上週新興市場股市的跌幅則更大。全球一級行業近期表現最差的行業包括：能源、材料、工業和金融，顯示對經

濟黯淡的預期。

上週港股同樣出現大跌，且中小盤股和內地股表現更差，但交易額出現明顯反彈，其中跌幅較大的小型股和內地股交易額上升更多。交易額的大幅上升，顯示市場在目前價格分歧較大，但巨大的跌幅也顯示了空方力量要遠大於多方，港股通的淨買入也下降到-103億元。從行業表現上看，上週除了電信業外，其他一級行業均有不小的跌幅。之前表現較好的醫藥與IT板塊跌幅接近10%。

上週，A股也有大幅下跌，A股的交易額進一步萎縮，大市值和低估值股票的交易額下降更多。但上週A股的兩融餘額並未下行，反而有所上升。上週所有一級行業均出現普跌，食品飲料、家電、餐飲和醫藥行業下跌較多。

上週，兩地市場出現大跌，原因首先是跟隨全球新興市場的下跌，主要新興市場仍受到美元的持續走強的壓力，包括股市與匯率上週均有不少的下行。由於美元走強，港幣匯率下行，上週金管局的對於港幣匯率的干預，推高了HIBOR，也增加了港幣市場的壓力；依舊偏弱的7月經濟數據，進一步增加了市場的壓力。(本文有刪節)

# PPP條例料年底出台助促管治經營

康證投資研究部

內地的經濟數據持續走弱，國家統計局公佈，今年1月至7月的固定資產投資按年增長5.5%，遜於市場預期的6%；當中基礎設施投資按年增長5.7%，較1月至6月放緩1.6%。

數據放緩除了高基數關係之外，事實上自去年下半年公私營合作項目(PPP)庫清理啟動以來，財政部落實中央去槓桿的方向，加強規範PPP，堵塞地方政府藉PPP模式變相違規舉債，加大對基礎設施項目的審查，環保標準亦進一步提高，因此PPP退庫數量增加，拖低基礎設施投資。

財政部公佈了截至今年6月底的PPP項目庫清單，6月項目出庫為183個，較之前月份約700多個大幅減少。清單的亮點是6月項目總投資回升，由之前數月的淨減少回復淨增長，升至淨增加1,744億元(人民幣，下同)。PPP項目總數為12,534個，總投資額17.2萬億元，較5月底的數字回升。

上週國務院提出財政政策需更積極，貨幣政策要鬆緊適度，其後中央政治局指出需加大基礎設施補短板的力度，銀

保監會要求銀行保險機構加大資金投放，保障實體經濟有效融資需求。預料下半年隨着相關政策落地，貸款投放及項目審批將會加快，而PPP項目庫清理步伐放慢，6月總投資額和數量均按月回升，基礎設施投資有望回穩。

## 激活資本加強風控相得益彰

從宏觀政策及數據顯示下半年PPP投資將增加，但現行法律對PPP的制度規範有所不足，以往便出現管理措施政出多門，個別地方政府失信承諾，以及新官不理舊賬等現象，內地政府亦決心改善此問題。

內地傳媒報道，今年年底前，中央政府將制定出台基礎設施和公共服務領域政府和社會資本合作條例(下稱PPP條例)，當局近期再次就PPP條例徵求意

見。

PPP條例有規範PPP發展模式，激活內地龐大的民間資本的同時，加強風險控制，明確規定政府和社會資本各自的角色和責任，確保PPP合同能夠正常履約，保障各方合理回報，改善以往PPP項目出現投資失控、工程爛尾或無法實現預期目標等問題，短期可能造成項目延遲的陣痛，但長遠而言條例可促進PPP持續健康發展。

## 基建開工提速利好相關板塊

近期內地宏觀政策多番強調增加基建，預期第三季開始基建的簽約金額及開工有望提速，交通運輸、市政工程、城鎮綜合發展、生態建設及環境保護等行業的PPP項目淨入庫投資金額較高，可留意部署相關板塊的股份。

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。