

重啟逆周期因子 消除「羊群效應」

財經評述

全德健、郭志良 大華銀行環球經濟與市場研究部

上周五晚(8月24日)，人民銀行宣佈在人民幣兌美元匯率中間價報價模型中重啟逆周期因子(CCF)，從而應對根據監管者判斷，數月以來越演越烈的人民幣價值「羊群效應」。

在當前美元堅挺，中美貿易緊張不確定性環境下出現的「羊群效應」，使得人民幣大幅貶值，而且跌幅超出其它貨幣。值得重視的是，人民銀行對外匯市場的「羊群效應」一直予以持續關注，之前外匯期貨交易引入規定儲備金等舉措，也可能是基於對「羊群效應」的顧慮。

人民幣和離岸人民幣下跌幅度較大，引起了監管者的關注。在不考慮基礎經濟因素的情況下，人民幣在市場中可能處於劣勢，進而在中美交易關係反覆波動的條件下，導致暴跌。

人民幣單邊升值或單邊貶值的時期已經不復存在了，市場應該準備應對貨幣上下震盪的情況。雖然如此，4月到8月期間，人民幣兌美元匯率與貿易加權指數(人民幣名義有效匯率)快速下跌更甚於以往。

人幣名義有效匯率敲響警鐘

這一進程可能使監管者認為，儘管如上所述，中國基本面向好，但市場仍對人民幣過於悲觀。如果這種過於悲觀的情緒持續或者惡化，有可能會引發類似市場恐慌的情況和更大幅度的跌勢及信心喪失的不良後果。

中國央行此次重啟逆周期因子預期會：1) 使經濟基本面向好，在確定中間價中發揮作用，進而影響人民幣走勢；2) 幫助市場建立對貨幣未來價值的「理性」預期；以及3) 優化中間價定價機制的透明度。

在中間價定價中重啟逆周期因子後，人民銀行得以在不直接干預外匯市場的情況下，靈活地影響貨幣價格。應該注意到，逆周期因子並不是要逆轉貨幣價格趨勢，而是旨在「緩解順周期市場行為，穩定市場預期」，這一點，人民銀行在8月24日的新聞稿中也提及過。

人幣仍承受美元堅挺帶來壓力

實際上，人民銀行在聲明中提到「我國經濟穩中向好，經濟結構調整取得積極進展，增長動力加快轉換，增長韌性較強，人民幣匯率有條件在合理均衡水平上保持基本穩定。」

因此，我們理解的是，人民銀行認為，內地基本面向好沒有出現惡化的現象，中國經濟預期樂觀，人民幣會隨美元堅挺而趨於疲軟，但也僅此而已。因此，我們設想的是人民銀行認為，人民幣和離岸人民幣近期下跌幅度過大，超出了預期和經濟基本面，因此有必



人行重啟逆周期因子，從而應對數月以來越演越烈的人民幣價值「羊群效應」。資料圖片

要重啟逆周期因子，以引導市場預期，抵消「羊群效應」，及避免市場喪失信心。

基本面樂觀 貶值速度料減緩

如上所述，逆周期因子的重啟不會逆轉貨幣下跌趨勢。因此，如果美元仍受到美聯儲緊縮貨幣政策、中美貿易關係持續緊張以及中國相對寬鬆貨幣政策的支持，那麼人民幣始終會承受壓力。但是，隨著逆周期因子的重啟，可以預期的是人民幣貶值速度會減緩。

經濟優勢明顯 美國保持加息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着全球經濟從金融海嘯的最壞時期走出來，央行希望把政策正常化。眼下，美聯儲還是有優勢，和其他央行有相當差距。雖然特朗普與世界為敵，但經濟還是樂觀，陸續公佈的數據普遍強勁，給投資者帶來信心。決策者對循序漸進加息沒猶豫。雖然特朗普抱怨加息，但美聯儲官員紛紛表示不會受到影響。

在Jackson Hole會上，鮑威爾講話，態度沒變，和以往取態一致，也是肯定了美國經濟強勁，維持穩步加息，通脹接近2%的目標，並援引了8月FOMC會後聲明的描述，若勞動收入和就業增長繼續強勁，可能適合進一步循序漸進的加息。

近期有特朗普提名的經濟學家做副主席，美聯儲三巨頭到任。至少可確定，9月加息機率九成以上，而且基本面向好，短時間內不會放棄加息立場。美匯指數目前雖從高位回落，甚至跌到50日線下方，短線有調整空間，但料仍將相對其他貨幣保持強勢，因有基本面背書。加息外，同時也具備避險作用，尤其是在前段時間土耳其危機下，金價這

些傳統避險工具，投資者未見勇於吸納，美元卻不斷走高。

憂貿易風險 歐元反彈受限

歐央行在本月繼續保持利率不變。同時確認QE將在12月底結束。德拉吉對目前歐元區經濟狀況表示滿意，預計下半年經濟強勁增長。

雖然歐盟和美國就貿易問題達成協議暫時停戰，但德拉吉還是偏謹慎，認為貿易風險依舊顯著，德國央行行長魏德曼也表示，歐央行是時候退出寬鬆貨幣政策。

歐元隨着美元調整，從1.14下方的低位反彈上來，目前重回1.16至1.18的區間內，暫時動能疲弱狀態沒變。接下來，要關注經濟數據，還要留意貿易政策。

關注脫歐進展 英鎊尋突破

另一個尋求突破的是英鎊，同樣從低位反彈，尤其是在脫歐談判有進展刺激下，終於回到1.3樓上，但最終結果還是未知，走勢還是不確定，暫時未走出泥潭，脫歐進展也拖累英國央行貨幣正常



雖然美國總統特朗普抱怨加息，但美聯儲官員紛紛表示不會受到影響。資料圖片

化步伐。

加拿大央行近期有加息可能

加拿大央行算是非常跟隨美聯儲的步伐。由於美國和墨西哥達成貿易協定，

加拿大也有望在週內達成一致，正如其央行行長所說，是否加息會考慮NAFTA的因素，近期不排除加息可能。加元目前受貿易協定憧憬走高，但目前並沒改變今年以來的弱勢。

特朗普關稅政策最終或讓美農場主受重創

Trevor Kincaid 路透專欄作者

隨着美國對價值160億美元的中國商品展開新一輪徵稅，全球貿易關係的變化方向最終可能讓美國農場主被邊緣化。反對特朗普關稅政策行業組織的農場主支持自由貿易曾就貿易戰的影響對全美的農場主進行過調查。農場主們普遍提到的問題是，他們擔心貿易戰的長期影響。

政府補貼無法挽回市場

雖然近期內美國農場主或許可以維持經營，但他們擔心辛苦耕耘建立的市場關係現在要被巴西、加拿大、阿根廷或俄羅斯等其他競爭對手取代。就算是政府提供補貼計劃，也無法挽回這些市場。即便貿易戰明天結束，但對重要和賺錢買家之間關係的破壞已經造成。

當然，農場主並不是唯一受到貿易戰影響的群體。但理解他們的困境非常重要，因為他們是懲罰性關稅最先瞄準的目標，現在其他相關產業也感受到了這些衝擊。

特朗普多邊貿易戰引發的焦慮令出口承壓，也抑制了未來的商業機會。這種不確定性迫使中國、印度、意大利和西班牙的代表團取消了與美國農民的會議。這種會議每年都要組織，用於下訂單和發展商業關係。

美國農民意志堅強，願意作出犧牲，也知道如何克服挑戰。他們熬過了氣候變化、市場波動、洪澇災害；他們最需要的就是本國政府糟糕政策帶來的困難和壓力。但因為特朗普誤導性貿易政策而受傷的並非只有美國農民。

美亞良好供應鏈勢改變

對美國出口需求的減少意味着大豆、小麥、玉米等農產品將放在倉庫，而不是裝上火車、卡車，最終裝上輪船。出口數量的減少，將改變美國與亞洲買家之間業已建立起來、並為效率最大化而改良了的供應鏈。

散貨船運經理已重新調整船隊，以利用新興貿易路線並擴大機會。這一趨勢進一步證明，在美國轉為內向並變本加厲地實施保護主義策略之際，貿易形勢正在發生變化。

對貿易競爭對手來說，這還表明全球競爭不會等待美國，而放棄美國的領導地位，就像特朗普政府退出跨太平洋夥伴關係協定(TPP)時的所為，只會給對手

增添助力，使美國農戶和製造業者處於劣勢。

漣漪效應蔓延至金融機構

出口降低和減少農業預算最終將使農戶難於支付賬單、償還抵押貸款和貸款，並拿出下一年作物的種植成本。這將使漣漪效應蔓延至金融機構、地產業和未來作物生產。

每過去一周，就會有更多大門對美國農戶關閉，也會有更多機會向他們的競爭對手敞開。目前還不清楚那些失去的東西能否再回來。在美國發現它自己只能站在大門之外眼巴巴地往裡看之前，特朗普最好放棄他那失敗的策略，趕快重新奪回全球貿易的領導地位。

(本文有刪節)

從美團看O2O產業市場

康證投資研究部

騰訊(0700)持股的美團點評(下稱「美團」)正在進行路演，有望成為本港第二隻不同權新股，預料下星期開始招股，9月下旬上市，目前市場給予美團的估值介乎500億至550億美元。在本港，網上外賣市場主要參與者為Uber Eats、Foodpanda及Deliveroo，根據2016年的統計數據，本港外賣市場規模僅4.23億港元。香港的商場及餐廳林立，加上因工資關係，外賣公司收費不便宜，以及外賣的覆蓋率偏低等因素，使本港的外賣服務經營環境較內地困難。

內地下單外賣十分普及

內地居民使用手機應用程式下單外賣十分普及，普遍內地城市的商場或餐廳的密集程度相對較低，要找吃的不及香港方便，外賣公司大多擁有電商及物流公司作後台，外賣覆蓋率高，只要透過手機下單，由台式奶茶以至麻辣火鍋便快捷及便宜地送到客戶府上。至於美團的對手阿里巴巴亦傳出進行合併，旗下的餓了麼及口碑擬合併後集資，估值達250億美元。

市場兩雄角逐旗鼓相當

從前內地外賣市場由阿里的餓了麼、騰訊的美團以及百度的百度外賣三分天下，自從去年餓了麼收購百度

外賣，市場現變為雙雄角逐，兩者的市佔率旗鼓相當，美團、餓了麼及百度外賣以外的平台市佔率少於半成。根據研究數據，2017年中國外賣市場規模突破2,000億元人民幣，預料2018年規模將達到2,430億元人民幣，可見外賣行業發展潛力相當龐大，是各個科網及電商巨頭兵家必爭之地，務求搶佔O2O(線上至實體)市場份額。

外賣與網約車市場的相同之處，在於兩者的用戶黏性很低，無論透過哪一間平台下單，用戶所得到的貨品並沒有差異，為求搶市佔率，不論餓了麼或美團都正處於燒錢階段，如不給予客戶折扣便難以維持客戶基礎。因此除了價格競爭，外賣公司要以服務及產品多元化取勝，形式逐漸由只送餐飲，增加至外送其他商品，從而滿足用戶需求。根據統計，約四分之三的在線外賣用戶曾經利用外賣平台，購買餐飲以外的商品，以零食及蔬果等較受歡迎，此外還有鮮花、藥物、日用品等，使售賣這類商品的零售商乘坐「順風車」。

O2O強化供應鏈不可逆轉

O2O產業鏈向後端拓展，強化供應鏈能力，已是不可逆轉的趨勢，而阿里巴巴於這方面部署較早。阿里入股高鑫零售(6808)後雙方供應鏈共同合作，旗下的超級

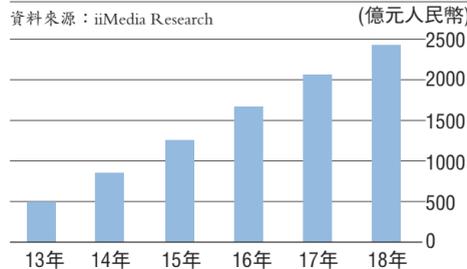


圖為在濟南市美團的外賣服務點，送餐員在整理送餐箱。資料圖片

市場提供生鮮零售及餐飲融合業務，經營效果優於傳統門市。阿里健康(0241)於2016年聯合內地65間連鎖藥店成立了中國醫藥O2O先鋒聯盟，今年8月聯盟藥房的網購日均訂單逾10萬單。

阿里健康於上星期與阿里巴巴旗下的物流公司菜鳥公司宣佈，在杭州試水醫藥新零售模式，客戶利用手機應用程式，諮詢醫生或配藥師後下單，便享有全天候送藥上門服務，日間30分鐘送達，夜間1小時送達。阿里旗下多個平台，包括物流、超市、外賣及健康等範疇共同合作發展新零售模式，整合線上線下的業務，有望成為日後增長動力。

內地網上外賣市場規模



內地網上外賣市場餐飲以外商品種類

