

金融危機十周年 全球經濟不再脆弱

財經評述

Paras Anand 富達國際亞太區資產管理主管

投資者與決策者已汲取教訓，但對於如何識別下一輪危機的先兆，我們的着眼點也許錯了。難以想像全球金融危機已過去整整十年，當時雷曼兄弟頃刻倒閉，引發一系列資產價格貶值，不但對全球股市形成猛烈衝擊，更嚴重的是，對房地產市場及實體經濟造成不可估量的影響。直至今日，2008年金融危機的餘波仍對政治以至投資者心理等各方面具有影響，讓人不由覺得這場震撼世界的危機似乎近在昨日。

時值金融危機爆發十周年之際，我卻想退一步，暫時抽離市場的日常波動，冷靜審視自當年那場影響深遠的危機發生以來，究竟有什麼變化。類似的事件會否再次發生？投資者是否有理由認為全球經濟依然脆弱？

引發危機因素已被根除

類似上一輪由雷曼事件觸發的金融危機似乎不太可能再次發生。首先，引發危機的根本因素已被根除。如今，銀行資本充足、資產負債率穩健、借貸標

準嚴格，而資產價格已全面回升，金融體系各環節之間更為獨立，風險傳導大大減弱。

資產價格追高意慾不大

儘管近年來資產價格升幅強勁，但投資者卻依然小心翼翼，不再像過往那樣抱着天生樂觀的心態，以至於大量個人投資者加大槓桿，追高資產價格。此外，與危機時相比，今天的金融體系從根本上降低了互通性，這意味雖然市場仍將因為宏觀經濟和地緣政治風險而不時出現波動，但風險廣泛蔓延的可能性已減小。

有趣的是，目前市場參與者在投資決策的過程中，更加重視對宏觀經濟與地緣政治風險的分析。在上一輪危機爆發前，這些擔憂並沒有受到太多關注，但現時卻主導着金融市場的話題走向。這可以說是全球金融危機及隨後發生的一系列危機所帶來的直接後果之一，包括歐洲主權債危機以至眼前的土耳其動盪及新興市場風險。

我認為，目前市場似乎過度側重對宏觀經濟和地

緣政治風險的分析。從長期來看，宏觀經濟、地緣政治和政策結果與資產市場走勢之間的關聯性仍然有限，而且這種動盪往往以看似矛盾的方式上演，例如在2016年，雖然發生了英國脫歐公投和特朗普贏得大選，但債券和股票市場的表現仍持續向好。

各時期熊市表現不盡相同

最後，各時期熊市的表現也都不盡相同。當2000年科技股泡沫爆發時，只有相對較少的資產持有人受到影響，例如股市中的投機者、科技公司早期股票期權計劃的參與者等。雖然經濟增長有所放緩，但美國整體經濟在泡沫破滅期間並未出現收縮。然而，在2008年，個人投資者普遍未能倖免於資產價格下跌的風險，以致需求出現大規模的跌勢。在這種情況下，實體經濟與資產價格通縮之間則表現出一反常態的密切關聯。

這也是為什麼在目前的環境下，對投資者來說，個別證券的估值和長期前景遠比「聯儲局的取態」或歐洲最新通脹數據更為重要。



難以想像全球金融危機已過去整整十年，當時雷曼兄弟頃刻倒閉，引發一系列資產價格貶值。圖為倒閉前的紐約雷曼總部。資料圖片

貨幣政策復常 難靠傳統智慧避險

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

過去十年，對於全球金融市場的互動，筆者的分析角度，集中在怎樣從非常時期的非常手段，即量寬，過渡至正常時期的正常手段，即量寬退市縮表，然後加息提速。顯然，美國經濟實力，復甦增長之快，已足以讓其有更大空間，而美聯儲與全球投資者的心理準備，用數以年計的時間去鋪排，自然足夠，並早已以此推斷，2018年內，美聯儲加息每季一次，當時還是難以置信，但今天已幾乎是市場共識。

當然，做了一輪工夫，最終真的執行時，不可能全無震盪，尤其美元加息加快，與別國的息差拉開，已是無可避險的事實。如此一來，美國就如巨大的磁石，向全球各地吸入資金，對於各地的股匯債，無一例外，當然是負面的影響。

新興市場貨幣拋風四起

近日所見，新興市場貨幣未止跌，新興市場繼續面對拋壓。實際上這也不是第一次，但的確最近危機爆發的頻率越來越高，恐慌情緒進一步蔓延。MSCI新興市場貨幣指數已經連跌五個月，累挫7.5%，續見低位。

事實上，印尼盾繼續在低位徘徊，今年起已經累積了近一成的跌幅。印度盧布連續下跌，逼近72水平，刷新歷史新低。南非蘭特繼續受壓，一度逼近15.7。其實不光是這些，目前造成多米諾效應，只要是自身經濟基本面有些問題的，有隱患的，都會有機會成為下一個暴跌的對象。加上美國貨幣政策正常



近日所見，新興市場貨幣未止跌，其中印尼盾繼續在低位徘徊，今年起已經累積了近一成的跌幅。資料圖片

化持續，美元保持強勁升勢，新興市場更是如履薄冰，短線不宜沾手，並需要引起高度關注。

美元資產作為信心之選

匯市如此，金價卻未見受惠而有何急升，顯見全球目前以美元資產，作為信心之選，避險時買美債，逐利時買美股，無出其右。

金價圍繞1200美元上落

事實上，八月大跌觸及1,160美元的低位之後，金價就趁着美元調整的機會，

止跌靠穩，目前主要圍繞1,200美元水平上落。隨着近期美元從高位回落，黃金短線確有上探，但反彈力度端視美元走勢，而這一點，以經濟現狀來看，並不利好金價。

是的，週內焦點是非農報告，即將在周五公佈，此前有小非農ADP就業變動。除了數據外，月底美聯儲議息決定，加息幾乎是勢在必行，主要焦點已是對12月以及未來加息路徑的展望。在貨幣政策正常化的大環境下，持有無息可收者的機會成本增加，金價捱沽，大勢向下。

風暴影響減弱 油價回吐

同樣道理，以往大家傳統智慧認為，避險之時，油價急漲，今次亦未發生，真正出現的，短期而言更是油價回吐漲幅，等待庫存報告。大抵新興市場危機持續，影響市場的風險胃納回落。油價前一陣子才走高，主要是因為風暴，供應擔憂上升，因此獲得支持，一度突破71美元，但隨着風暴影響減弱，油價便借此獲利回吐。當然，中國數據不樂觀，經濟下行壓力大，加上貿易戰升級，需求端也面對風險。

內地雙管齊下推動經濟

艾西亞 法國外貿銀行亞太區首席經濟學家

在貿易戰加劇和投資減速的情況下，中國國務院再次強調將以更為積極的財政政策減輕企業和家庭財務負擔。這一舉措亦得到了央行的積極回應：除早前三次下調存款準備金率外，央行也開展大額中期借貸便利(MLF)操作。此外，央行下調宏觀審慎監管框架(MPA)中的結構性參數，以刺激銀行增加信貸投放。

採取財政與貨幣政策措施

中國政府目前已經釋放心態信號，將採取的財政政策與貨幣政策雙管齊下的措施，以確保完成經濟增長的目標。在財政方面，政府已經宣佈減稅降費的措施，同時調高地方政府發債的額度，顯示出政府支撐總需求以推動經濟發展的強烈意願。但是，這一切也需要貨幣政策加以配合，否則的話，單憑財政政策必然會推高利率，擠出私人投資。因而，預期財政與貨幣政策的協調將成為下半年中國經濟政策的主要任務。

這裡需要特別強調貨幣政策的調整，它將產生兩方面的影響。首先，信貸增長加速有利於維持充足的流動性和低利率，從而支持私人部門。其次，寬鬆的貨幣環境有助於緩解流動性緊縮而導致的違約壓力，這在最近打擊銀行行的政策環境下尤為重要。投資者風險偏好的降低以及對違約數量增加的擔憂也是推動央行將低評級資產列為中期借貸便利抵押品的原因。

中國去槓桿之路任重道遠

雖然目前社會融資增速總體看似趨緊，但鑒於存款準備金率的下調和中期借貸便利的加碼，我們預計2018年下半年社會融資將持續增長。這一系列舉措會支持中國的財政融資，以避免利率水準上升而擠出私人投資。總而言之，中國已重啟財政政策和貨幣政策刺激經濟計劃，以應對以美國為首的貿易戰。從「去槓桿」到「結構性去槓桿」，中國的去槓桿之路任重道遠。



為了應對貿易戰加劇和投資減速，人行除早前三次下調存款準備金率外，也開展大額中期借貸便利(MLF)操作。資料圖片

中國5G宏偉目標與電信業整合邏輯相衝突

熱點透視

Robyn Mak 路透專欄撰稿人

中國政府有可能會合併國有無線運營商中國聯通(0762)和中國電信(0728)，打造一家規模超過700億美元的電信巨頭，形成市場雙寡頭格局。整合有望加速超快網絡的發展，但產業政策目標將限制財務效益。

有關中國排名第二、三位運營商將合併的傳聞已流傳多年。兩家公司合併將給市值達1,980億美元的市場領頭羊的中國移動(0941)帶來一個更強勁的挑戰對手。中國近期與美國在貿易及安全方面均呈現緊張局勢，令中國要在下一代5G無線技術的全球競賽中佔主導的目標面臨風險。彭博9月4日引述消息人士的話報稱，高層領導們正在評估合併提

案。

兩電信公司冀打造單獨網絡

整合中國聯通和中國電信的資源，打造一個單獨的網絡會更有效率。他們曾有合作的先例：2016年，為降低成本，兩家公司合作共建並共享了一定的4G網絡。

若中國聯通與中國電信合力發展5G，可能也會刺激對手中國移動加快腳步。這與美國T-Mobile與Sprint的合併案相似：根據美國商務部長羅斯的說法，T-Mobile執行長John Legere向監管當局游說爭取批准的論點是，這兩家公司合併後，將「推

動」對手AT&T及威瑞森通訊(Verizon) VZ.N更加積極發展5G。

舊系統網絡不相容效應受限

T-Mobile與Sprint認為雙方合併至少可省下60億美元成本，目前合併案的價值為430億美元。但中國聯通與中國電信同樣都是國企，很難預見能產生類似的綜效。

Bernstein分析師Chris Lane指出，在其他領域的類似合併案，造成裁員30%；以中國聯通和中國電信規模計算，這大約等於裁員16萬人。從政治層面來說，這對政府將是很難接受的事。

另外，這兩家公司的舊系統網絡並不相容，這將進一步使營運成本的節約效應受限。

強行推進科市盈率難以改善

中國極力希望以低廉價格推出自主創新技術，然後爭取全面性採用，但代價很可能是進一步犧牲手機通信運營商的微薄獲利。以未來12個月預期未計利息、稅項、折舊及攤銷之利潤(EBITDA)計算，這些中國運營商的市盈率(本益比)大約在3倍，僅為沃達豐(VOD.L)及威瑞森等外國同業的一半水平。若是強行推進缺乏財務效益的合併案，市盈率落後情況也難以改善。

減稅降費料短期提振消費有限

康證投資研究部

內地居民消費價格指數



中美貿易戰所帶來的負面影響陸續浮現，最新的數據顯示內地的製造業及服務業活動放緩。財新中國8月服務業採購經理指數

(PMI)跌至51.5，按月下跌1.3，創10個月以來新低。財新中國8月製造業PMI跌至50.6，創14個月新低，拖累8月中國綜合PMI跌至

52，按月下跌0.3，是5個月低位。美國早前已經先後對合共500億美元中國輸美產品加徵關稅，最終是否再加碼對中國2,000億美元商品再加徵25%關稅，預料美方快將揭曉，倘若貿易戰不幸再升級，內地經濟下行壓力將會更大。

消費增速呈現下行趨勢

去年十九大提出「防範化解重大風險」為三大攻堅戰之首，內地經濟從以往高速增长階段轉向高質量發展階段，去年已預料2018年的經濟增速將有所放緩，國有企業和政府的投資會受到遏制，消費佔比將相應提高。過去一年，金融去槓桿初見成效，但是消費增長放緩卻令人關注。根據國家統計局數據，上半年內地社會消費品零售總額增速為9.4%，數據首次出現低於雙位數，反映內地

消費增速呈現下行的趨勢。

國務院於7月公佈「國稅地稅徵管體制改革方案」，將各社保費交由稅務部門統一徵收，以縮小各地社保費率及繳費基數的差異，實現全國社保費率的統一，並於9月開始實施。

雖然此舉對於改善民眾福利具有長遠意義，但改革方案將增加企業成本，降低個人的可支配收入，不利於消費。有分析指出，方案影響消費總額達到1.2萬億元人民幣，拖累國民生產總值(GDP)1.5%，在目前經濟下行壓力較大的背景之下，社保統一徵收改革方案不利企業競爭與提振經濟，社會各界都有呼籲減稅的聲音。

中央為刺激經濟發展，國務院常務會議在上月底推出減稅降費3項措施，當局預計可再減輕企業稅負超過450億元人民幣。措施

包括小微企業貸款上限進一步調高至1,000萬元人民幣；對境外機構投資境內債券市場取得的債券利息收入暫免徵收企業所得稅和增值稅；對因去產能和調結構等政策性停產停業企業給予稅收減免等。

低價消費品板塊可留意

另外，人大上週通過「個人所得稅法修正案」，其中一項將個人稅起徵點由每月3,500元人民幣提高至平均每月5,000元人民幣。減稅降費有望緩衝內地經濟下行所帶來的影響，但中美貿易戰未有明朗化的跡象，整體經濟增長放緩，內地的個人消費無可避免地放緩，投資策略上仍有部分板塊值得留意，例如與整體消費放緩趨勢相反的食品，包括方便麵、啤酒和榨菜等此前因「消費升級」而被摒棄的低價消費品。

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。