

# 內外推動 人民幣續升值

左智卿 中國華融(澳門)國際股份投資管理部董事總經理

近期外匯市場變動頻頻，其中較為亮眼的就是人民幣兌美元等主要貨幣的持續升值。2018年12月3日和12月4日，人民幣兌美元升值1.11%和0.76%，截至12月26日，美元兌人民幣維持在6.8890。人民幣自今年4月以來持續貶值的勢頭得到遏制。

在此之前，人民幣的匯率走勢可以劃分為三個階段：從年初到四月中旬，美元貶值帶動人民幣升值；四月中旬到九月，中美經貿關係惡化迫使人民幣匯率貶值；十月以來，人民幣匯率貶值速度放緩，並於十二月後出現大漲的勢頭。

十二月以來人民幣的升值主要受內部和外部兩方面共同作用的結果。

12月1日，在阿根廷布宜諾斯艾利斯舉行的G20峰會上中美兩國元首就中美經貿問題達成基本共識，雙方決定停止升級關稅等貿易

限制措施。中美貿易摩擦的邊際緩和，在一定程度上緩解了外資對我國經濟下行的擔憂，短期內有助於提振投資者的情緒，促使外資增配人民幣資產。數據顯示，12月3日-7日資金加速流入新興市場股市，特別是中國股市，進而影響到資本流動與匯率走勢，緩解了由於避險情緒帶來的人民幣貶值壓力，導致了人民幣的升值。

## 投資者對美元負面預期

目前，市場對美元趨於下行的預期很高，儘管美聯儲於12月議息會議如期加息25個基點，並且宣佈2019年繼續縮表，但是加息會議當日美元指數單日大幅貶值0.6%。而特朗普政府不滿強勢美元、美國經濟增長速度可能放緩以及特朗普和美聯儲之間的意見分歧導致投資者不看好美元未來

走勢。

8·11匯改促使人民幣擺脫受單一美元匯率的影響。12月21日的中央經濟工作會議上並未直接談及人民幣匯率相關內容，暗示著加強人民幣匯率市場化變動，減輕政策痕跡。更加靈活、更加透明、更加市場化的人民幣匯率機制使投資者更願意持有人民幣。

## 人民幣升值 刺激進口

12月21日的經濟工作會議上提出將推動各方面對外開放是2019年重點工作任務之一，包括放寬市場准入和擴大制度規則的開放，全面實施准入前國民待遇和負面清單的管理制度；推動進出口貿易的增長；積極參與世界貿易組織改革，促進多邊貿易和投資的自由化與便利化等。這些舉措將使得投資者對中國市場預期走高，吸引海外資本的流入。

第一，人民幣升值會刺激進口，抑制出口，減少國際貿易順差，造成部分以出口為導向的企業及上游供貨商經營困難和就業減少，但也將使進口型企業的成本下降。

第二，由於人民幣升值以後將增加國內企業投資國外的競爭力，促進更多的中國企業走出國門，進行海外併購，提升國際競爭力。

第三，人民幣升值趨勢明顯將導致海外資本進入我國市場，在經濟出現下行和貨幣供應偏緊的階段，緩解資金外流的壓力，緩和市場的擔憂情緒。短期內，資金將湧入證券市場等投機性較強的領域，帶動股票價格的上漲。但當人民幣的升值預期得到完全釋放後，這些「熱錢」會迅速撤離，從而引起證券市場的震盪。

第四，人民幣升值還將提高我國居民的境

外購買力，刺激居民出境旅遊、留學等方面的需求。



■ 中美貿戰緩和及美元前景未明，是人民幣近期走強部分原因。 資料圖片

# 美股續波動 金價見升勢

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

牛了十年的美股，高處不勝寒，但去年還是不斷創出新高。不過今年開始美股波動明顯擴大，不再是單邊上漲。躲過了1月尾2月初的大跌，美股甚至在10月再創新高，但還是在近期面對相當大的沽壓，尤其是從12月開始加速下行，讓投資者擔憂。

## 市場趨恐慌 風險資產受挫

從十月開始，恐慌指數VIX又恢復了大波動，單日上漲或下跌兩三成都是常態。在過去七個交易日，VIX累積了七成的漲幅，而昨日就回吐了15.69%至30.41，表現反覆，各類資產也隨之出現變化，風險資產獲得支持，較為安全的美債和黃金回吐漲幅。

道指從12月的兩萬六高位加速回落，不但抹掉了年內的漲幅，更是在聖誕節前跌破兩萬二，低見21,792.2。標普亦然，在周一就跌至2,400一線下方。納指從10月的8,000一線開始震盪下跌，重心向下，本月更是連續跌破7,000和6,500一線，測試6,190美元支持。焦急的除了投資者，政府官員也坐不住，原本拿股市表現邀功的美國總統特朗普自然是更加要跳起來。

首先，特朗普多次抨擊美聯儲加息，這

其實已經是少有的干預，特朗普還多次公開表態美聯儲不應該加息，並將美股下跌的責任推到美聯儲身上，認為他們並沒有真正衡量美國現在的經濟發展和風險。

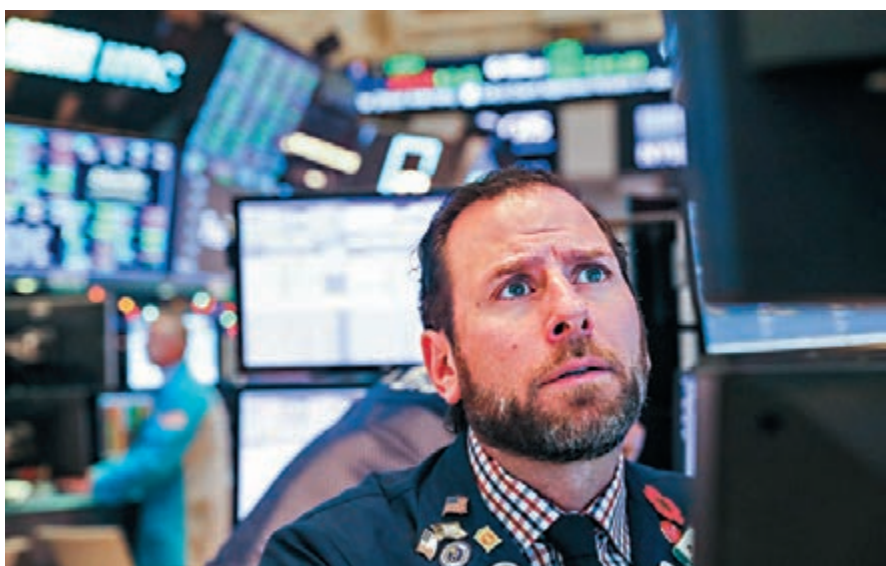
## 美財長傳「炒魷魚」 特朗普發聲撐

而美聯儲主席鮑威爾要被「炒魷魚」的猜測也層出不窮，直到高層官員出面否認。但很快美國財長也有被「炒魷魚」的可能，更是讓市場擔憂。好在特朗普在周二聖誕節力撐財長，說她非常有才能，非常聰明。雖然重申反對加息，但表示對美聯儲有信心。同時，他還呼籲美國企業是全球最佳，現在是美股巨大的買入機會。

除此之外，樂觀的零售銷售數據提振消費股，整體美股在隔夜也獲得支持，市場情緒出現明顯改善。實現9年半最大反彈，道指升1,086.25點，標普升116.6點，納指升361.44點。雖然升勢也延續到亞洲市場，普遍高開，但支持還是相當有限，內地指數全線收跌，滬指創逾4年新低，恆指在午後轉跌且成交收窄。

## 金價回吐升幅 中長期看漲

安全資產則相對回吐漲幅若隔夜風險資產上漲，安全資產則相對回吐漲幅。美債息近期波幅大。在美聯儲議息決定後，尤



■ 從十月份開始，美股恐慌指數VIX恢復了大波動，反映市場震盪加大。 路透社

其是長債息大幅下跌，但在第二日又反彈。聖誕節前又回落，直到昨日又大漲。10年期美債收益率反彈回2.8%以上，30年期美債收益率重回3%一線。目前均維持震盪，下行壓力不小。

金價在隔夜冲高回落，先延續近期的反彈，一度逼近1,280美元，但很快又加速回落，跌至1,270美元下方，但並沒有改變上行的趨勢。尤其是，支持金價的

兩大因素，加息步伐將放慢，以及經濟增長放緩，預計還將延續，加上不時會有地緣政治風險攪局，金價有中長期看漲的機會，後市或能回補六月開啟的缺口，並重新回到1,300至1,350美元區間內，但仍要密切留意經濟數據的表現。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

# 美明年加息料放緩 人民幣壓力不大

程實、錢智俊 工銀國際研究部

「千磨萬擊還堅勁，任爾東西南北風。」近期，伴隨美股的多輪震盪，美國總統特朗普頻頻抨擊美聯儲的鷹派加息立場。面對這一壓力測試，2018年12月20日，美聯儲堅守政策獨立性，年內第四次加息如期而至，本輪加息周期到達尖峰。

我們認為，越過尖峰之後，2019年美聯儲的加息步伐料將顯著放緩，且加息落地時間重心靠前。但此舉並非受制於特朗普的政治施壓，而是歸因於美國經濟周期的深刻變化。在美聯儲加息降速的影響下，一方面，2019年美債收益率倒掛有望「先強後弱」。

2019年下半年，收益率曲線料將回歸陡峭化，美債10年期收益率驟然反彈所造成的衝擊波需要提前防範。

另一方面，2019年中國央行預計仍將堅持「以我為主」的政策取向，因此中美利率的局部倒掛或將短期溫和延續，但是長期有望漸次消弭，預計不會對人

民幣匯率造成顯著衝擊。

## 美聯儲將「慢加息+快縮表」

2019年美聯儲或將加息兩次左右。在此前的報告中，我們多次強調，2019年美聯儲有望從「快加息+慢縮表」，轉變為「慢加息+快縮表」。2018年12月20日，美聯儲今年第四次加息如期落地。此外，與9月會議相比，本次點陣預測表明，2019年加息次數或將下調。美聯儲主席鮑威爾強調，縮表並未干擾市場，因此不會放緩縮表步伐。這些趨勢與我們此前的預測相吻合。

我們認為，作為美聯儲開啟貨幣政策正常化後的主要關切，近期美國勞動力市場的數據進一步驗證了上述邏輯，表明美國經濟的長期壓力正在向中短期持續傳導。從總量來看，美聯儲工作論文近期指出，2018年美國勞動力市場已經處於或超過充分就業水平。

但是這一狀態難以持續，勞動參與率預計將見頂回落，未來十年或將下降2.5個百分點。若若阻滯這一趨勢，則難不開對適齡女性勞動力的長期政策支持。

有鑒於此，我們認為，在特朗普政府的施政重心從「赤字財政+貿易摩擦」轉向國內勞動力市場改革之前，美國勞動力市場的進一步改善並無充分空間。

再考慮到2018年加息尖峰對企業盈利的長期負面影響，將在2019年逐步顯現，因此勞動力市場盛極而衰的臨界點已經悄然逼近。

同時，11月服裝零售、電子零售、建築等行業的新增就業降幅較大，表明貿易摩擦的成本正在兌現，同時房地產周期下行的長期壓力已影響短期。由此可見，當前美國經濟的強勁表現預計僅能延續至2019年二季度，此後將會遭遇較大的經濟下行壓力。這不僅增強了美聯儲放緩加息步伐的動機，也決定了剩餘

兩次加息的具體落地時間有望重心靠前，以匹配美國經濟2019年「先揚後抑」的走勢。

## 人行定向降準有序落地

中國方面，結合四季度政治局會議和近日人行行長易綱的演講，我們維持此前報告的預判，即2019年人行仍將堅持「以我為主」的政策取向，保持貨幣政策的穩健中性、邊際趨鬆，2019年多輪定向降準將大概率有序落地，但調降存貸款基準利率的可能性較低。

從內部來看，經過2018年4月以來的多輪波動，至2018年三季度，人民幣實際有效匯率相對於均衡匯率，已經從高估轉向低估，進一步向下調整的空間相對有限。如果中國經濟能夠在2019年上半年守住增長底線，則將從根本上引導人民幣匯率重返長期穩態。

(本報對文章有刪節)

# 帶路潛力巨 本港資本機會多

康證投資研究部

2013年中共中央總書記習近平先後提出「絲綢之路經濟帶」及21世紀「海上絲綢之路」後，於同年11月，將「一帶一路」升級成為國家戰略。「一帶一路」沿線分佈着63個國家，合計覆蓋人口約44億，佔全總人口63%，經濟規模更達到21萬億美元。五年來，中國已與100多個國家及國際組織簽訂「一帶一路」合作文件，隨着合作領域不斷擴大，「一帶一路」的發展潛力可謂不容忽視。

在此機遇面前，香港作為「一帶一路」的「超級聯繫人」，除了成為內地與環球市場接駁的橋樑，以專業服務協助內地企業「走出去」之外，香港亦可從中受惠。龐大的基礎建設背後需要大量的資金支持，本港作為國際金融中心及最自由的經濟體，能透過不同的渠道以滿足「一帶一路」的投資及融資需求，這些需求正正激發了本地資本市場的運作，為香港提供更多機會。

## 扮演融資平台關鍵角色

香港的債券市場向來十分活躍，流動性亦同樣理想，加上香港擁有發行多種類債券的經驗，是一個理想的債券融資平台。惟與全球其他金融中心相比，香港的國際債券市場仍有發展空間。根據亞洲開發銀行的估算，亞太地區至2030年期間每年用於各類基建的投放高達17,000億美元，反映資金的缺口非常巨大，在「一帶一路」的前提下，加上香港於2017年加入亞洲基礎建設投資銀行，香港將可面對更多基建融資的機會，用以擴大香港港市的規模。國開行亦早已於去年在香港以私募方式，發行首筆3.5億元的「一帶一路」債券，凸顯了香港在區內基建項目融資平台扮演了關鍵的角色。

除了基建債券外，「一帶一路」同樣為香港帶來另一債市機會——綠色債券。「一帶一路」涉及大量的資源開採、基礎建設及能源開發等領域，容易引起生態破壞及浪費資源等問題，因此可持續發展成為了「一帶一路」建設的重要元素之一。事實上，綠色金融的發展亦是「亞投行」的三大目標之一，而行政長官早在2017年的《施政報告》中，已公佈政府將帶頭在2018/19的財政年度發行綠色債券，顯示開拓綠色債券市場的決心，同樣期望推動「一帶一路」沿線的各國可透過香港資本市場，為未來的綠色項目進行融資。

## 股票融資促內企「走出去」

「一帶一路」帶動沿線國家大量基建項目，對於融資有龐大需求，集資活動除了上述的債券融資之外，股票市場亦是相當重要的融資渠道。去年本港IPO集資金額及宗數位居全球第三，在「一帶一路」沿線地區中是最開放和國際化的城市，可以充分發揮優勢。近年本港的監管機構和交易所為了進一步吸引更多企業來港上市，推出了一系列措施，優化上市政策及加速審批程序，今年我們便見證了同股不同權，以及無收入生物科技公司成功上市，表現出本港的監管機構靈活變通、高效率地應對市場變化。香港是全球離岸人民幣業務樞紐，也是內地企業「走出去」首選的跳板，作為國際首屈一指的國際金融中心，在二級市場股票融資方面有很大的發揮空間。

# 貿易放緩來得真不是時候

Jamie McGeever 路透專欄作家

全球貿易增長放緩的警訊正在成倍增加並且變得更加清晰，有關情況對明年全球經濟和金融市場構成的威脅與日俱增。跨境貿易狀況之糟，堪稱10年前全球金融危機爆發以來之最，甚至是數十年來之最，取決於你用哪個標準來衡量。而且，陸續公佈的數據顯示明年會進一步惡化。早前包括中國在內的亞洲經濟和出口大國公佈了一連串數據，顯示全球貿易正在失去動能。對於投資者來說，這事發生的時機糟到不能再糟。

美國和全球股市正在下跌。科技業(如蘋果)和銀行業(如高盛)的重要企業跌幅居前，這些行業對於全球商品及服務的流動至為重要，在過去幾年帶領市場走向榮景。汽車行業的跨境及跨洲貿易和供應鏈的發達程度名列前茅，今年汽車股的股價震盪尤為劇烈，因為許多與行業相關的關稅及貿易消息(多數為負面)而陷入岌岌可危的境地。

## 全球出口將迎來10年最大萎縮

花旗指出，預計未來六個月全球出口量將萎縮，並且是2008-09以來的最大幅度收縮。令人擔憂的是，這一領先指標與全球貿易增長的相關性極高。

今年稍早，牛津經濟研究院(Oxford Economics)的分析師團隊將其對2019年全球貿易增長幅度的預估下修超過1.5個百分點至4%。他們補充說，美中貿易戰可能導致明年全球生產總值(GDP)累計減少0.7%，到2020年將減少1.0%。

在今年10月發表於「用數據看世界」(Our World In Data)的文章中，Esteban Ortiz-Ospina、Diana Belitkian和Max Roser指出，出口金額在全球GDP中的佔比從2011年至2014年連續三年下降。收縮程度很小，大約是1個百分點，佔比降至24.12%，但其

發展方向令人擔憂。

## 經濟增長與貿易存在關聯

「經濟成長與貿易之間存在關聯性：GDP增長率較高的國家，其貿易在產出中所佔比例的上升速度往往也較高，」他們在結論中寫道。「實證文獻顯示，貿易增加導致了較快的經濟成長。」

這種增長是否會得到哪怕一點點均衡、公平的分享是另外一個問題。但貿易增長放緩甚至萎縮帶來的影響，大家都普遍會感受到。

世界銀行的數據顯示，貿易佔全球GDP的份額連續四年下降。之前曾出現過更大的降幅，比如在2008-2009年，但這次是至少自1960年以來持續時間最長的下滑。

韓國政府本周將2019年的增長預估值下調至2.6-2.7%，這將是2012年以來的最低水平。

數據顯示印尼11月份的出口量出現斷崖式下降。中國11月份出口同比增長5.4%，大約是分析師預估值的一半，是上個月15.6%增幅的三分之一。

全球貿易戰的衝突點多不勝數，最重要的是中美戰線。美國及中國政府已同意休兵90天，但若雙方無法達成協議，美國現行對中國產品徵收的10%進口關稅，將提高到25%。

## 貿易戰開打 負面衝擊頗大

牛津經濟研究院的分析師指出，除了1930年代的例外情況，通常貿易摩擦對全球經濟

增長及資產市場的影響有限。不過一旦貿易戰開打，其負面衝擊有可能頗大。牛津經濟研究院列出四場距離現在最近的全球貿易爭端，1982-86年那場的是關於農業，1983-84年及2002-03年的兩場是關於鋼鐵，2009-12年的是關於輪胎，其中只有2002-03年的那次伴隨出現股市下跌，但卻是大幅修正19%的慘烈跌勢。而在其他三次貿易爭端期間，股市是上漲的。GDP增速的表現略微更不一致，不過整體上仍屬正面。但貿易增長受到嚴重影響，這無疑限制了整體經濟擴張。

鑒於美國總統特朗普上周還稱自己是「關稅人」，投資者應該為明年艱難之旅做好準備。

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。