

# 展望2019年 通脹成主要變數

Shamik Dhar 紐約梅隆銀行投資管理公司首席經濟學家

2018年是全球環境出現分化的一年，美國昂首向前，而世界其他地區踉蹌而行。展望未來，金融狀況緊縮、歐洲經濟增勢低迷、有些與眾不同的新興市場陷入困境、美元走強並在全球範圍內產生不利影響以及貿易呈現緊張局勢，這些情況都有可能蔓延至2019年。投資者面臨的問題是，基本面是否足夠強勁以使得全球市場穩固，以及當前的資產價格是否完全未理會雖然走軟但仍穩健的基本面以及全球前景面臨的風險。

## 美聯儲至少加息兩次

通脹預期在發達經濟體得到有效控制，從而降低了通脹大幅上升的可能性。雖然美國聯儲局今年很可能會至少加息兩次，但我們對於第三次加息持懷疑態度。此外，七國集團的平均就業率下降，這並未導致薪資相應

上漲以及通脹上升。因此，我們預計長期利率不會大幅上升。歐洲央行有可能選擇在2019年末或2020年初進行全球金融危機以來的首次加息。美元有可能逐漸走強，但一旦美國聯儲局暫停加息或者英國脫歐局勢在布魯塞爾變得明朗，美元上漲勢頭就將終止。因此，全球市場在2018年出現的拋售行情對於風險資產而言是個機會，而債券仍將與股票保持負相關性，從而使得標準的多元資產投資組合能夠有所表現。雖然風險資產可能不會像近期那樣穩步升值，但堅挺的全球背景最終將會支持資產價格。

儘管如此，市場波動性必將會上升，因貿易緊張局勢、全球金融狀況緊縮以及對於意大利債務可持續性和銀行業穩定性的恐慌情緒對建設性情景構成風險。中美貿易衝突正在升級。特朗普政府正在

深入研究中國的強制技術轉讓、外企監管政策和國家主席習近平提倡的「中國製造2025」計劃，這項計劃對美國的科技霸權構成直接威脅。這些問題不太可能會很快得到解決，預計美國會在2019年初對所有進口自中國的商品加徵25%的關稅。

## 貿戰升級拖累中國經濟

總體而言，美國能夠承受住這種壓力，但中國經濟將會感受到痛苦。隨着全球貿易萎縮，歐洲和新興市場將會受到影響，因歐洲和新興市場的經濟增長在更大程度上依賴於全球需求。

此外，發達市場央行會在2019年結束貨幣寬鬆政策，並開始實施量化緊縮政策。到11月底時，美國已縮減約4,000億美元的美國國債和抵押貸款支持證券，目前每月縮減的規

模為500億美元。

## 歐元區債務風險加劇

最後，歐元區仍然易受金融行業所面臨風險的影響。意大利和歐洲央行之間的關係依然像是一輛緩緩滑行的殘破列車，而歐洲的銀行仍擁有各自母國的主權債務。此外，歐洲的銀行選擇有除各自母國以外其他主權國家的債務，從而使得蔓延至整個地區金融業的風險加劇。由於去年夏天爆發了土耳其貨幣危機，歐洲銀行業在成本為零的時期向新興市場企業大舉放貸。隨着全球流動性收緊以及利差交易出現反轉，這些表內資產有可能會下跌，從而對銀行的資本比率構成壓力。

在這種情況下，「沉睡的巨人」就是通脹。即使在大多數發達經濟體的通脹溫和升高之際，幅度對於當前央行緊縮計劃而言是

可控的，對於全球經濟而言是相當溫和的。如果通脹升速加快，則我們預計的建設性情景將會迅速崩潰。蠢蠢欲動的美國聯儲局有可能以快於市場當前預期的步伐加息，從而引發風險資產遭到拋售。一旦與美國實際利率趨同，則所有資產類別都會受到衝擊。在這些情景下，投資環境將會快速發生變化，因股票和固定收益將變成正向關聯，從而使得在配置資產時面臨與金融壓抑時期迥然不同的挑戰。

全球經濟背景仍然穩健，即使平平無奇並且有點惡化。我們預計，2018年的拋售行情將向投資者提供舒服的進入點以及對資產配置進行再平衡的機會。我們樂觀觀點的主要變數是通脹，而只要通脹持續溫和上升，我們預計風險資產就會在2019年取得上行走勢。

# 美國經濟增速放緩 美元壓力增

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美匯指數在2017年下跌9.87%，並將跌勢延續到去年年初。投資者一開始實際上對歐日等國的經濟有更大的期待，認為其貨幣政策正常化的步伐會比預期更快，所以美元資產遇冷、普遍回落。但隨着各類經濟數據的出爐，投資者發現事實並不若然，美國的經濟更加有優勢，經濟增速更是超出預期，美聯儲更是每一季度加息一次。美元資產重新受捧，美匯指數從去年4月下旬開始加速走高，最終全年共上漲4.4%，到了年尾更是重新回到96至98的區間。

近幾個月，市場情緒發生明顯轉變，主要是多地的經濟數據指向經濟環境的轉變，包括美國也出現放緩的跡象。尤其是11月的非農就業和薪資增長均不及預期，讓投資者開始擔憂。隨後，12月製造業PMI遜於預期，創下2017年9月以來的最低，新訂單指數創15個月新低。市場擔憂情緒加深，風險資產普遍受壓，美股自高位大幅回落，避險資產獲得青睞。美匯指數缺乏足夠的動能，但也因避險屬性而保持在高位震盪。

## 美聯儲取態趨趨偏鴿

但更重要的是，美聯儲的態度開始發生變化。雖然外界爭議不斷，美國總統特朗普也三番四次地表達不滿，美聯儲還是宣

佈了加息。但當時面對經濟增長強勁，失業率維持在歷史低位，通脹穩定在較低水平，沒有不加的理由。但更重要的是，主席鮑威爾表示保持縮表政策，這才讓市場擔憂。

然而，到了上周五晚上的美國經濟學會周年大會上，鮑威爾態度軟化，表示聯儲局將對加息保持耐心，若有必要還是會調整政策，倘縮表在金融市場引發問題，聯儲局將毫不猶豫地調整縮表步伐。

在鮑威爾這番講話後，周內越來越多美聯儲官員也同樣釋放這樣的態度。前主席耶倫認為暫停加息審視是合理的，但相信需加息一兩次才能避免經濟過熱。而最新的美聯儲會議記錄顯示，對加息有耐心，強調政策由數據決定，市場和經濟風險讓政策前景不明朗。如此，美匯指數的沽壓進一步增加。

## 宜關注未來數據表現

除此之外，美國的經濟狀況目前無法有特別好的衡量。雖然部分數據包括最新的非農數據相當亮眼，出乎意外地強勁，新增就業31.2萬人，遠勝預計的18.4萬人，創10個月最大增幅，前值大幅上修。失業率回升至3.9%，平均時薪好於預期。但是，現在不少重磅數據都因為政府



美聯儲對於未來加息態度近期趨趨鴿派，令美匯指數的沽壓進一步增加。資料圖片

關門而延遲發佈，現在等於是瞎子摸象，一切還是要等真正的數據公佈後再來看。但畢竟美國已經高速增長很久，不可能一直這麼保持下去，所以雖然不會馬上利車，但經濟增長放緩的趨勢或逐步形成。

如此一來，之前支持美元走高的兩大因

素——經濟強勁和貨幣政策正常化，均出現了改變，所以就算美元不會立刻大跌，要進一步走高也會難免乏力，下行壓力正在慢慢積累。只是考慮全球範圍內，美國的經濟優勢還是明顯，美元還是有相對吸引力。(筆者為證監會持牌人士，無持有

所述股份之財務權益)

# 憧憬刺激政策 離岸利差或將收窄

涂振聲 工銀國際研究部副主管 陸加馳 工銀國際研究部宏觀、固定收益助理副總裁

10年期美國國債收益率在上周初曾累計下行12個基點至2.55%，美國製造業資料轉弱引起市場對經濟情況惡化的擔憂。但隨後美國公佈非農就業資料，強於市場預期，使短期加息信心增強，10年期國債收益率因而上行11個基點至2.67%。此外，美聯儲主席鮑威爾表示，美聯儲將就美國經濟狀況而靈活調整其貨幣政策，而且「沒有預設的路徑」。若縮表給金融市場帶來問題，他也不會「猶豫」地調整計劃。我們認為，由於近期就業資料仍保持強勁，美聯儲仍然可能會在2019年加息2次。

中資美元債二級市場方面，高評級債

整體利差走寬4個基點，主要是受到中國製造業資料轉弱所影響，避險情緒使高評級債券利差走寬幅度(4個基點)，相對於高收益債券(8個基點)較小。但中資美元債總回報指數仍錄得0.2%的漲幅，主要受益於無風險利率的下行。隨着中國人民銀行宣佈將存款準備金率下調，我們認為離岸利差可能會因各種潛在的刺激政策出台而有所收窄，尤其是在三月的兩會後。

## 中央嚴防泡沫 樓價難大升

根據媒體新聞和當地政府的公告，過去幾周有數個城市(如山東荷澤、廣

州、珠海和合肥等)放鬆了部分房地產政策。我們認為這些政策放鬆可能有助於刺激那些過去幾個月交易量保持低位的城市。但是，我們相信這可能並不預示着一波密集的房地產政策放鬆。實際上，根據中央經濟工作會議，「房子是用來住的、不是用來炒的」和建立長期住房機制仍然是中央政府的施政重點。

在中央嚴防地產泡沫下，我們認為價格大幅度上行的可能性不大，對於此前高價買地的地產商毛利影響或較大。我們對於整個行業依然審慎，但建議可以關注一些財務較為穩健的地產商所發行的債券。



過去幾周有數個城市放鬆了部分房地產政策。資料圖片



宏觀經濟增長放緩下，乘用車銷情受到影響。資料圖片

# 紀念改革開放40周年：一位海外學子經歷與觀察(二之一)

沈建光 京東數字科技首席經濟學家



上年為內地改革開放40周年，各地都有活動慶祝。

40年前，中國開啟改革開放之路。40年的偉大成就，是人類歷史上經濟發展的奇跡，打破許多紀錄，如近10%的高增長維持了40年，消除了世界上最多的貧困人口。在去年改革開放40年這一特殊年份，中國內外部環境卻發生了深刻的變化，貿易保護主義興起，全球化進程遭遇挫折，市場擔憂情緒空前加大。在此背景下，有擔憂認為，在外部壓力之下被迫加速國內市場開放，對中資企

業不利，特別是服務業和金融行業大舉開放，會對國內產業格局產生衝擊，影響中國經濟。

## 加大開放並非受外部所迫

結合我過去25年在海外的經歷與觀察來看，中國進一步加大開放其實並非是外部環境所迫，也是出於自身發展的現實需要，延續改革開放成功經驗是最好的選擇。其實過去40年，中國經濟發展也並非一路坦途，相反，曾幾度面臨危機，海外看空情緒高漲，但中國並未出現想像中的危機場景，究其原因，在於無論遇到何種困難，中國都以開放促改革，以改革促發展，一路披荊斬棘，開放程度不斷擴大，與全球經濟融合度亦不斷深化，直至今日成為世界最大貿易國和第二大經濟體，對世界的影響力與日俱增。

1992年是中國改革開放史上的一個重要年份。彼時國內對於改革開放有諸多爭論，面臨「改革開放是姓社還是姓資」的質疑，鄧小平在92南巡系列講話中堅定回應：「不堅持社會主義，不改革開放，不發展經濟，不改善人民生活，就沒有出路」，「改革開放

膽子要大一些，敢於試驗，不能像小腳女人一樣。看準了的，就大膽地試，大膽地闖」。鄧小平南巡講話將中國改革開放進程推向了一個新的階段。

那年，我首次踏出國門，來到北歐求學。初到北歐，除了新奇之外，更多感受到的是當時中國和發達國家之間的巨大差距。作為一名留學生，彼時上海的學生公交月票僅為6元，而在芬蘭一次公交車票就要12元(人民幣，下同)，生活成本差距十分懸殊。當時芬蘭的大學畢業生收入要超過1萬元，比上海名牌大學如復旦畢業生不到千元的收入高出十幾倍。

反觀當下，芬蘭大學畢業生的收入還是兩萬多不到，但北京上海的名牌大學畢業生收入已經和芬蘭不相上下了。這背後是中國經濟發展迅速，居民收入快速增長。我畢業後先後加入芬蘭經濟研究所與芬蘭中央銀行，主要負責亞洲經濟研究，但最主要是中國經濟的研究。

令我印象深刻的是，海外經濟學家當時對中國了解不深，首次讓他們感到驚訝的是，中國在亞洲金融危機時擊退國際炒家的表

現。當時東南亞國家貨幣大幅貶值，資金撤離，香港也一度岌岌可危，港幣與美元的掛鈎危在旦夕，國際社會對待中國能否守住港幣，進而守住人民幣，防止危機傳染的前景十分悲觀，要知道當時中國的對手之中有成功狙擊英格蘭央行而一戰成名的資本大鱷索羅斯。

## 抵禦金融危機 贏得國際聲譽

當時朱鎔基總理在多方權衡之下，作出了一個非同尋常的決定，確保人民幣不貶值。其後，在中央政府支持下，香港政府採取救市行動，動用千億港元，打爆了投機者做空的倉位，擊潰了國際炒家做空大鱷索羅斯的狙擊，打贏了港幣保衛戰。事後來看，正是亞洲金融危機中，中國政府堅持人民幣不貶值的操作，頂住了壓力，避免了香港與內地金融的動盪，阻擋了金融危機傳導至香港甚

至全中國，為中國此後成為世界製造業中心打下了基礎，而且贏得了國際聲譽。

自亞洲金融危機之後，中國加快推進商業銀行改革、國企改革、同時，加入了世界貿易組織，通過改革與相對穩定的市場環境，吸引了全球製造業紛紛流向中國，對外開放的步伐進一步加快，中國的改革開放為中國經濟後來的長期繁榮奠定了基礎。對比之下，當時遭受亞洲金融危機洗禮的國家，元氣大傷，相當長時間陷入低迷。

回到當下，近年來在美元升值周期背景下，人民幣也幾度遭遇明顯做空壓力，但正是得益於亞洲金融危機時刻莫讓人民幣一次性的大幅貶值的成功經驗，中國採取了及時的穩健舉措，如今看來，伴隨着外部風險的緩解，匯率大幅貶值預期也得到扭轉，為中國經濟平穩健康發展奠定了基礎。(本文有刪減)

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。