

2019年新興市場表現將會改善

Keith Wade 施羅德首席經濟師

市場開始認為2019年新興市場資產的表現將會優勝於2018年。鑒於新興市場整體股市指數於2018年下跌逾14%、幾乎所有新興市場貨幣均未錄得正回報，以及新興市場債券指數(EMBI)下跌5.3%，這確實設下較低的起點。然而，當我們對潛在宏觀因素進行分析時，我們發現形勢好壞參半。儘管市場發出的訊號參差，我們仍認為2019年新興市場的表現將會勝於去年。

美元指數今年料跌2%

新興市場回報能否回到2017年水平？首先是好消息方面，我們預期美元將於2019年轉弱。在此過程中，聯儲局結束加息周期

及赤字持續增長將拖累全球儲備貨幣的表現，並為新興市場帶來支持。美元與新興市場資產之間存在較強的關聯性。美元疲弱有助於新興市場股市跑贏已發展市場股市，並促使硬貨幣新興市場債券的息差收緊。根據我們目前預測中所採用的假設分析，美元指數將於2019年下跌約2%，並於2020年進一步下跌2%。

美元轉弱不僅對於市場而言是利好消息。正如我們於2018年7月發佈的一份報告所述，愈來愈多的學術研究顯示，美元作為全球貿易計值貨幣的主導地位使其對國際商品及信貸流動的影響擴大。這種影響對新興市場尤為明顯，因為新興市場通常對美元有較

強的依賴性。基本上，美元轉弱或估值下降將使所有國家(除美國以外)以本地貨幣計值的商品價格下跌，從而有助於促進信貸及貿易增長。

然而，這種影響具有滯後性，意味著雖然新興市場信貸及貿易乘數效應將會出現一些短期上升潛力，但對於2019年大部分時候而言，美元強勢的滯後影響或會對新興市場的增長造成阻礙，這種情況需至2020年才能夠逆轉。(但信貸的運作對經濟活動亦存在滯後影響)。

環球貿易減弱不容忽視

特別是，預期貿易乘數的走勢是新興市場

面臨的憂慮，這意味著對於既定數量的環球國內生產總值增長而言，環球貿易總量於2019年所受到的支持將會低於2018年。這種狀況不會造成災難性影響，貿易乘數會持續與危機後的平均水平一致，而不會暴跌至2015年的水平。總括而言，一方面，美元轉弱將對新興市場資產普遍利好；另一方面，環球貿易減弱及中國經濟放緩亦是不可忽視的因素，特別是對於新興市場股市。

這兩種情況並非完全互不相容。美元疲弱將會助新興市場相對表現優於已發展市場資產，但非意味著新興市場必然能夠取得絕對升幅。

因此，美元轉弱加上環球貿易轉弱主要對

股市的相對交易有利(新興市場相對於已發展市場)。

本地貨幣債券方面，通脹降溫環境或會帶來較大幫助，特別是在美元疲弱同時發生的情況下。新興市場央行將能夠暫緩、結束或甚至逆轉2018年的加息周期(部分是為抵銷美元強勢而採取的保護措施)。

這將為以本地貨幣計值的資產類別帶來支持，而這些資產亦能夠從美元弱勢中獲得支持。

與此同時，硬貨幣債券息差將會受惠於美元轉弱及聯儲局結束加息周期。若我們的預測正確，2019年新興市場或不會重複2017年的表現，但至少將會優勝於2018年。

市場氣氛樂觀 風險資產走高

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期，整體市場氣氛樂觀，恐慌指數VIX已經連續下跌八周，運行至14一線。風險偏好明顯回升，全球股市紛紛反彈，大宗商品亦造好。投資者審慎樂觀，主要是不少風險事件尚未落地，充滿不確定性，包括中美貿易談判和英國脫歐。

市場關注的焦點就是這份美聯儲會議記錄。不少央行其實在最近都先後改變了態度，紛紛下調經濟展望，都是看到了經濟增長放緩的趨勢。

美國雖然相對其他國家還是有經濟優勢，但畢竟經濟不會一直保持在超高速增长，近期公佈的數據也開始顯現出一些問題，加上環球風險的影響進一步體現，令美聯儲不得不重新思考貨幣政策的方向。美聯儲在上個月就宣佈不加息，發出了暫停加息的信號。

縮表計劃將停止

對於加息問題，其實市場已經有充分的預期，之前美聯儲官員就先後發表演論表示贊同觀望的態度，鮑威爾也多次表示美聯儲將對加息保持耐心，所以並不認為此次議事會會有更鴿的預期。對於到底今年是否加息，加息幾次，是否甚至會減息，大家還是有不同的意見。

相對來說，縮表計劃更受到關注。在會議記錄中，美聯儲表示面對多種經濟

前景的風險，貨幣政策的行動應該有耐心，幾乎全體一致支持今年公佈停止縮減資產負債表規模的計劃，如此來看今年結束縮表應該是基本可以確定了。

市場還是甚敏感

市場各類資產還是敏感的。美股震盪，不過最終納指還是八連陽，道指和納指已經基本修復了去年底以來的跌幅。美匯指數一度回落，低見96.286，失守50和100日線，但在會議記錄後走高，收窄跌幅，最終跌0.07%，連挫第二日。

美匯指數近期走勢受到各方因素影響。一來，上面所述的貨幣政策改變還是給美元帶來拖累，令其漲幅有限。二來，美國經濟相對其他國家還是有優勢，美元資產夠吸引，資金有追捧，故沒有特別急的下跌。

反倒是從2月開始，上行動能明顯增強，在企穩200日線之後，不但重返96關口，更是挑戰97一線，直到上周末才開始回吐漲幅。短線料還將震盪，96一



受惠於風險偏好明顯回升，全球股市紛紛反彈，大宗商品亦造好。圖為紐約證券交易所交易員。

要留意，10年期美債收益率從去年11月開始就不斷回落，從今年開始主要在2.6%至2.8%的區間內波動。昨日先跌後反彈，整體還是能靠穩2.6%一線。對利率政策更敏感的2年期美債收益率漲幅較大一些，現在已經突破2.5%。

金價現獲利回吐

金價也一直在等待美聯儲會議記錄的指引。由於此番並沒有給出更鴿派的信號，所以金價沒有獲得太大的支持。在此之前，金價就增強上行動能。一是貨幣政策正常化的腳步放慢，對此次會議

記錄有憧憬，二是美元轉弱，不斷回吐漲幅，刺激金價造好。

金價獲利回吐的壓力增加，會議記錄之後，從高位回落，結束四連陽，但這個調整並沒有超出我們的預期，加上1,350美元一線本來也有不小的阻力，並不是輕易可以突破。

對於後市，貨幣政策正常化的腳步放慢是趨勢，但到底這個腳步會有多慢，就要留意經濟數據表現，加上對環球風險包括中美貿易的衡量，這終將影響到各類資產走勢。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

港金融業受惠大灣區理財產品互聯互通

康證投資研究部

近期中美貿易關係有所緩和，外電引述消息人士透露，兩國正着手草擬諒解備忘錄，力爭於3月1日貿易休戰期限之前收窄分歧，另外市傳美國要求中方保持人民幣匯率穩定，近日人民幣匯率的確轉強，多項因素利好投資氣氛。本港方面，國務院終於印發《粵港澳大灣區發展規劃綱要》(下稱《綱要》)，刺激相關股份急升，亦是帶動大市向好的動力之一，憧憬受惠的板塊包括基建、水泥、內房、港口、交通物流以及金融業等顯著上揚。

《綱要》提及把香港、澳門、廣州、深圳四個城市作為灣區發展的核心引擎，支持珠海、佛山、惠州、東莞、中山、江

門、肇慶等城市建設重要節點城市。最受港人關注的必然是香港於大灣區發展計劃中所扮演的角色及定位，而《綱要》已明確本港將繼續鞏固和提升國際金融、航運、貿易中心和國際航空樞紐地位。金融方面，本港將作為強化全球離岸人民幣業務樞紐地位、國際資產管理中心及風險管理中心功能，並且推進金融市場互聯互通，擴大中港居民和機構進行跨境投資的產品類別及投資渠道。

兩地正探討「理財通」計劃

發展計劃的遠期目標是到2035年大灣區成為國際一流灣區，然而與其他國家的灣區

比較，粵港澳處於一個國家，但是奉行兩種制度、三個法律和關稅區、三種貨幣，如何為兩地金融業拆牆鬆綁，促進金融產品和資金互聯互通是當局面對的挑戰。香港金管局總裁陳德霖稱，港府正與內地磋商不同方案，跨境代售金融理財產品是其中一個方法。內地傳媒報道，兩地相關機構正探討「理財通」計劃，除了股票和債券之外，提供更多跨境金融產品選擇。

中銀香港(2388)是最早受惠於內地開放人民幣跨境資金池的本地銀行，目前是本港人民幣業務的唯一結算行，於人民幣跨境業務上擁有優勢，可望成為大灣區發展計劃之中的戰略企業。集團早已就大灣區

發展部署業務，例如跨境銀行服務，推出BoCPay跨境支付電子錢包及雙幣信用卡等，預料隨着大灣區日益增加的跨境消費和理財服務而受惠。

內地及本港兩地股價已先後因滬港通、深港通及債券通而落實互聯互通，香港交易所(0388)隨之受惠。近期外資增加配置A股，數據顯示今年1月透過滬港通、深港通北上淨買入A股金額逾600億元人民幣，是兩地股市互聯互通之後的歷史新高。《綱要》提到支持香港交易所前海聯合交易中心成為服務境內外客戶的大宗商品現貨交易平台，可見港交所未來在兩地財金產品流動之中扮演重要角色。

今年人民幣大概率保持升勢

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

2019年以來，內地流動性邊際寬鬆。央行全面降準帶動銀行資金壓力緩解，實際利率明顯下行。但另一方面，人民幣匯率卻節節攀升，始於2018年11月中旬的人民幣升值趨勢持續至今，原因何在？筆者認為，美元走弱、外貿不確定因素以及內地政策面出現積極變化是人民幣由貶轉升的關鍵。2019年人民幣走勢將與2018年的整體貶值態勢有別，大概率會保持升值，年底人民幣兌美元或升值至6.5。

政策發力助人民幣企穩

儘管當前內地經濟仍在下滑，但外貿不確定因素的緩解、宏觀調控政策發力也使得市場恐慌情緒有所消退。在預期趨穩的背景之下，人民幣走出了一輪升值態勢。可以看到，面對經濟的下行壓力，內地宏觀逆周期調節工具加速出招，開年後財政政策與貨幣政策明顯發力，預示着政策底的出現，有助於緩解經濟下行壓力。例如，貨幣政策方面，與去年穩健中性的表態相比，今年中央

經濟工作會議取消了「中性」的表述，而結合早前TMLF定向降息、央行降準、支持小微企業與民營企業融資等情況來看，貨幣政策微調態勢十分明顯。

1月4日，央行開年後即全面降準1個百分點，彰顯穩定實體經濟的決心，接下來的降準力度或超出以往，預計2019年仍有2至3次降準，銀行資金壓力會得到大大的緩解，進而引導資金利率下行，起到降息的效果。積極財政政策也明顯加大力度。1月9日，國務院常務會議決定針對小微企業推出普惠性減稅措施，3年內減稅6,000億元(人民幣，下同)。此次針對小微企業的減稅政策是今年加大減稅降費舉措力度的重要一環。從時點來看，此次減稅落地時點早於一般預期的兩會前後。在2019年開年便迅速推出政策「大禮包」，反映了經濟下行階段，逆周期經濟政策會明顯加強的趨勢。

當然，在積極財政政策方面，一直以來，基建與減稅被予以要義。近期除減稅外，鐵路、地鐵、水利、工業互聯網等基建項目的

推進也明顯加快。然而，考慮到2018年11月財政收入下降5.4%，未來財政空間將受到制約。基建的作用應該重在托底經濟，考慮到目前某些「短板」項目經過幾輪基建潮後可能已不再「短」，繼續加大投入或將拉低邊際效益，且面臨政府債務負擔約束，未來基建投資應該注重節奏，結合需要，而非大幹快上。

全年減稅料最多2萬億元

相對而言，減稅是積極財政的重點。以減稅來幫助資金更好地流入居民和企業部門，能夠更加直接地增加居民可支配收入，增強企業的再投資能力，促進消費和有效投資的增長，既能做到切實藏富於民，也對經濟產生明顯的拉動作用。2018年全年減稅達到1.3萬億元，預計2019年的減稅力度將有增無減，有望達到1.5萬億元至2萬億元。從減稅方向來看，除支持小微企業外，繼續推動個稅改革並落實個稅抵扣、加大力度落實增值稅、企業所得稅減稅、降低進口綜合稅

負等都將成為重點。除此之外，加大國企分紅以補充社保、進一步降低社保費率也很可能發生。

綜上所述，近一段時間人民幣出現的升值態勢並非曇花一現。展望2019年，預計美元在美國經濟增速放緩、美聯儲加息偏鴿派的背景下，大概率會結束強勢周期。中國經濟在外貿不確定因素緩解的背景下，貨幣政策與財政政策雙重保駕護航給經濟帶來轉機。預計2019年人民幣走勢將與2018年的整體貶值態勢有別，大概率會保持升值，年底人民幣兌美元或升值至6.5。未來更多減稅措施的落地、經濟結構性問題得到改善，有助於穩定人民幣匯率。

經濟數據回落 美元續貶

最近一段時間，美元出現震盪下行態勢，成為人民幣企穩回升的重要因素。自2018年11月12日美元指數觸達97.69以後出現回落態勢，截至1月14日已回落至95.6，下跌超過2%。展望2019年，美元仍將整體呈現

貶值態勢，支持人民幣保持升值態勢。

回顧2018年，美元指數曾在4月到11月中旬出現持續走高的態勢，主要有兩方面的原因：一是美國稅改帶來的短期利好，使得居民現金收入增加，企業盈利改善，提振美國經濟；二是美聯儲的持續加息。然而，預計2019年支持美元強勢的這兩點基礎都將搖搖。

經濟增長方面，當前美國經濟已出現頂回落的態勢。例如，2018年美國經濟數據逐季回落，二季度的4.2%是高點，三、四季度分別下滑至3.5%和1.3%。與此同時，美國ISM製造業指數作為經濟領先指標也已經出現下滑態勢，11月為59.3，12月下降到54.1，創下了2008年10月金融危機以來最大降幅和特朗普當選總統後的新低。美聯儲傳遞出對2019年經濟降溫的預期。2018年12月美聯儲議息會議的會後聲明中，美聯儲將2018年、2019年GDP的增速分別下調至3%和2.3%。

(本欄有刪節)

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。