

經濟基本面改善 財務狀況回穩

「縮表」明揭盅 新興債市料無虞

美國聯儲局預期將會是全球首個開始收緊量寬貨幣政策的主要央行，本周議息結果將於香港時間周四凌晨揭盅，全球焦點集中在局方縮減其4.5萬億美元資產負債表的進程。然而，現時海外買家仍然持有大量來自歐洲、中東和非洲的發展中國家本幣債券，以追求較高回報；當聯儲局啟動縮表時，這些債市容易受到外來衝擊，隨時爆發大幅拋售和撤資危機。不過，也有好友認為，新興市場受惠於經濟增長和低通脹環境，展望仍然向好。

聯儲局縮表系列一 >>> 大公報記者 鄭芸央

發達市場貨幣表現穩定、收益率和波動性較低；換言之，回報亦相對偏低，因而推動資金於今年來持續流入發展中國家。惟聯儲局本周議息會議決定可能標誌量寬時代步向終結，新興市場的情況再次備受關注。事實上，海外投資者為求高回報，大量資金已經湧入新興市場，海外投資者目前持有歐洲、中東和非洲發展中國家（EMEA）的本幣債券，佔比約27.8%，其中以南非、捷克及俄羅斯的數量最多。

海外投資者持EMEA債28%

誠然，海外投資者押注EMEA地區政府債券確實帶來高回報，今年來以美元計算升15%，跑贏所有新興市場平均9.2%的回報。可是，大家不會忘記2013年5月至9月的「退市恐慌」震盪，時任聯儲局主席伯南克宣布減慢買債步伐，新興市場經歷了一場嚴重衝擊。

德意志銀行倫敦策略師說，美國利率趨勢向上，投資者的海外投資需要選擇性，部分國家看起來已非常「擠擁」，特別是南非、秘魯、哥倫比亞、俄羅斯和埃及，當地債市更易受到外來衝擊影響。在美國利率重新定價情況下，可預見會有明顯拋售行動。該銀行分析顯示，海外投資者在包括亞洲及拉丁美洲所有發展中國家的本幣政府債券持有率，今年七月份達到22.4%，與過去四年以來的22.8%平均水平相若。

美年底加息機會49.6%

不過，瑞士私人銀行Union Bancaire Privée策略師則認為，目前外國人的持貨

反映發展中國家經濟基本面改善，財務政策狀況正在回穩。事實上，看法較為樂觀的人認為，若發展中國家經濟增長加快，資金依然會繼續流入；與此同時，市場質疑聯儲局年底前未必會再加息，這個想法支持資金繼續流入發展中國家。法巴研究員報告認為，全球經濟強勁增長，低通脹環境有利於新興市場。

聯儲局在2014年9月發布的「政策正常化原則與計劃」已經透露收緊貨幣政策方向，未來將透過縮表與加息互相配合，實現貨幣市場正常化。丹麥丹斯克銀行（Danske Bank）研究分析預計，聯儲局本周料會宣布定量收緊（QT），並重申今年會再加息一次。利率期貨顯示，美國今年十二月加息機會為49.6%。

首年料縮2.34萬億變相加息0.35厘

究竟聯儲局縮表的威力會有多大？經濟學家估計，局方最初縮表規模每月不會超過100億美元（約780億港元），然後在一年內每季調高上限，直到每月縮表500億美元，按這個進程，首年縮減接近3000億美元（約2.34萬億港元），第二年達到接近5000億美元。摩根士丹利報告預測，首四季預料總共縮減買債規模3000億美元，這相當於加息0.35厘。國際貨幣基金組織（IMF）報告預期，倘若聯儲局今年底開始縮表，到2018年及2019年資產負債表將會分別減少3180億美元及4090億美元，相當於未來兩年額外加息22個點子。美國堪薩斯聯儲銀行則認為，如果在2019年底前縮減6750億美元，相等於加息25個點子。

大行及財金組織預計聯儲局縮表進程	
摩根士丹利	九月宣布縮表計劃，十月落實縮減買債，首四個季度縮表規模為3000億美元
高盛	初時縮表上限料為每月100億美元，每季度增加100億美元，直到2018年10月達到每月500億美元
摩根大通	2018年推行縮表，每三個月調整縮表額度，預計每月減少購買40億美元按揭抵押證券，以及減買80億美元國債
國際貨幣基金組織	2018年及2019年縮表規模，將分別縮減3180億和4090億美元

新興股市估值七年高 大行看法分歧

【大公報訊】持有新興市場股市好倉是今年全球最佳交易策略之一，MSCI新興市場指數今年來升近30%，股票估值達到2010年初來最高水平。

摩德德銀料短線走弱

不過，摩根大通和德意志銀行開始有所警惕，預期可能好快短期走弱，其中一個關鍵是市場對於新興市場估值的關注，由於股價自去年一月份低位升逾60%，市盈率也隨之上升。新興市場股市周二走弱，MSCI新興市場股票指數曾跌0.3%，為逾兩周來走勢最弱。摩根大通倫敦全球股票策略師於本周調低對新興市場股票的預估，形容近期上升後需要採取防守策略。

瑞銀法巴看好後市

不過，瑞銀資產管理澳洲投資策略師看法則有所不同，該行仍然對新興市場有信心，雖然股市已經上升至一定水平，但還有上升空間。法巴分析師對新興股市看好亦樂觀，甚至估計即使未來六個月美元匯價轉強，也不會令到新興市場股市升勢停止，認為經濟增長復甦、低通脹皆是利好新興市場的因素。



各國央行積極囤積外儲抗風險

【大公報訊】亞洲各地政府囤積外匯儲備，以應付美國聯儲局收緊量寬、縮減其資產負債表規模（簡稱縮表）帶來的潛在影響。印度現時的外匯儲備接近4000億美元創新高，韓國、泰國、印尼的外匯儲備亦處於歷史高位。中國的外匯儲備是全球最大的，並錄得連續第七個月增長，八月達到3.09萬億美元，扭轉之前累計減少近1萬億美元的勢頭。

中國外儲規模全球最大

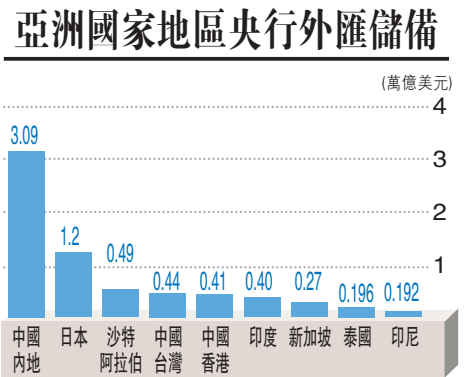
投資者追求孳息帶來穩定資金流入，加上美元走勢轉弱，有助增強亞洲地區的外匯儲備狀況，令到亞洲各國及地區央行更有實力應付聯儲局縮表帶來的任何波動，例如印度及印尼在八月分別調低基準利率。滙控香

港亞洲經濟研究聯席主管Frederic Neumann表示，這是一個深思熟慮的策略，因為聯儲局看來將會收縮流動性，新興市場資本外流的風險相應增高。

亞洲的央行在2013年曾經受到一次教訓，當時聯儲局提出逐步減慢買債步伐，導致資金流出亞洲，亞洲貨幣受到沽售。然而，現時情況有所不同，亞洲各地央行已經加強外匯儲備能力，例如印尼如今建立接近1920億美元的外匯儲備，可以應付8.6個月的進口與償還外債需求。泰國的外匯儲備亦升至創紀錄的1960億美元，韓國的外匯儲備在八月底達到3848億美元，也是一個創紀錄水平。

日本方面，自2011年干預市場抑壓日圓升值以來，日本的外匯儲備一直穩企約1.2

萬億美元水平。研究機構Oxford Economics亞洲經濟學者表示，之前的美國緊縮周期，亞洲的貨幣政策基本與聯儲局同步，但這次情況有所不同。



亞洲發美元債1.6萬億破頂

【大公報訊】全球各國央行減少買債，加上朝鮮的地緣政治緊張局勢，分析師認為亞洲美元債市場將面對風險。雖然亞洲地區經濟增長吸引資金投入，亞洲的信貸市場亦一直表現強勁。根據彭博巴克萊指數顯示，今年以來，亞洲新興市場回報為5.3%，高於美國企業同期的5.1%回報，惟風險正在增加。今年亞洲地區（不包括日本）的美元債市場發行額達到創紀錄的2100億美元（約

1.638萬億港元），不過，花旗亞洲信託部門專家提出警告，投資者可能得不償失，特別是在垃圾債券方面。

花旗籲吸納優質資產抗逆

許多投資者對持有亞洲美元債券感到不安，理由是央行要退市。倘若美國聯儲局開始縮減其資產負債表規模，債券市場便會首當其衝。雖然歐洲央行尚未收緊流動性，但

相信將會有所行動，意味市場上的寬鬆資金將會抽走，這些都是亞洲美元債市場面對的風險。花旗的專家建議，投資者買入較佳評級質素資產，例如一直表現良好的亞洲「BBB」評級債券。

然而，有分析師認為，即使新興市場貨幣下跌，反而是買入機會。法國農業信貸銀行、景順等基金經理和策略師均表示，全球經濟增長穩健，中國經濟亦相對穩定，有助推升新興市場貨幣上升。景順新興市場分析師稱，基本面仍然有利，看好印尼、墨西哥及俄羅斯貨幣表現。

聯儲局將於本周開始為期兩天的議息會議，大多數新興亞洲貨幣周二走勢窄幅上落；Mybank外匯策略師表示，市場焦點放在聯儲局縮表，由於近期消費者物價上揚，令相信通脹疲弱只是過渡情況的決策官員可以鬆一口氣，估計聯儲局的言論傾向溫和的鷹派。受惠於全球增長轉強，亞洲貿易活動復甦，在聯儲局貨幣正常化情況之下，亞洲貨幣所受的衝擊程度料較以前為輕。美元兌日圓升見111.88，為七月二十六日以來最高水平，美匯指數一度升0.2%至91.928。

儲局議息前 道指早段又新高

【大公報訊】聯儲局本周舉行議息會議，歐洲及亞洲股市周二況個別發展，斯托克歐洲600指數早段曾跌0.1%，英國富時100指數則曾升0.2%，德國DAX指數一度跌0.2%，法國CAC 40指數曾微升0.2%。歐洲銀行股指數周二曾升0.1%，滙控領漲，倫敦股價曾漲升逾1%。美股方面，道指周二早段曾升38點，報22370點，再創歷史新高。

歐亞股市個別發展

下跌歐股之中，英國網上雜貨店Ocado股價跌5.5%，皆因該公司稱投資新分銷中心，短期成本將會上升。喜力酒廠股價曾跌

升0.14%，吉隆坡股市跌0.39%。研究機構NRA Capital分析師表示，市場交易員等待聯儲局本周的會議結果，市場沒有新的消息出現一些獲利交易。

日圓兌港元跌穿七算

其他市場方面，美國十年期國債孳息曾跌1個點子，至2.22厘。德國十年期息亦一度跌1個點子，至0.45厘。英國十年期國債孳息曾跌2個點子至1.281厘，為逾一周以來最大跌勢。

匯市方面，美匯指數周二穩於91以上，日圓回軟。美元兌日圓曾升見111.88水平

，為七月二十六日以來高位，每百日圓兌6.98港元。日本首相安倍晉三可能提早至十月初舉行選舉，惟日圓對消息反應不大。英鎊方面，英倫銀行行長卡尼周一稱未來數月加息步伐會是循序漸進，英鎊曾跌0.11%至1.3469，其後企穩於1.35美元水平。歐元兌美元則曾升0.6%至1.2007水平，每歐元兌9.3691港元。

金價周二表現穩定，現貨金價周二曾微升0.26%，每盎司報1310.12美元；美國期金價格一度升見1311.9美元。

研究機構Capital Economics分析師稱，正常來說，聯儲縮表將令金價受壓，不過，



除非聯儲局縮表規模較市場預期更大，金價才會出現較顯著壓力。金價本月初升見每盎司1357.64美元的一年高位後，自此回跌約4%，金市分析師預料，金價在1300美元有支持。其他貴金屬周二普遍走軟，銀價跌0.2%，每盎司報17.18美元；白金價格曾跌0.3%，報956.60美元。