

# 美國加息引發走資 警惕新興市場風險



▲南非經濟增長低迷，償債能力堪憂，在美加息背景下面臨的金融風險較高。圖為南非約翰內斯堡於七月時為迎接金磚國領導人會晤而懸掛巨型宣傳條幅



鍍金時代

美聯儲的持續加息和美元走強或引發新興經濟體的新一輪系統風險，類似1985年代的拉丁美洲金融危機和1997年代的亞洲金融危機。除家庭比較股實的少數國家外，其餘金融體系很容易經歷「美元升值一匯率貶值一資本外逃一匯率進一步貶值一資本外逃加劇一國內金融市場動盪」的金融衝擊。

東方證券首席經濟學家、總裁助理 邵宇

2018至2019年或是新興市場最危險的時刻，目前情形猶如1997亞太金融危機的前夜。一方面，2007年全球危機以來，發達經濟體在經歷痛苦的被動去槓桿的同時，新興經濟體為了應對風險外溢，或多或少都經歷了主動加槓桿的過程。2007至2014年末，新興經濟體的私人部門槓桿率上升了60個百分點（佔GDP規模），而中國內地、中國香港、新加坡、馬來西亞等東亞經濟體整體槓桿上升幅度也比較大。

另一方面，快速的債務擴張和經濟緩慢下行，導致壞帳問題和非金融企業償債能力下降。新興經濟體2011年開始每年的新增壞帳率都在逐步上升；而債務規模／EBITDA（稅息折舊及攤銷前利潤）的倍數方面，新興經濟體的指標從2010年的2.5倍上升到3倍。

## 菲律賓抗壓能力強

筆者將關注的新興經濟體做三大分類，金磚五國、環中國重要經濟體（東南亞國家、中國台灣、中國香港、韓國）、其他重點關注經濟體（阿根廷、墨西哥、烏克蘭、土耳其等）。這裏參考標準普爾（Standard & Poor）、穆迪（Moody's）和惠譽（Fitch）的風險評級方法，從一國的經濟基本面、償債基礎、金融穩健性三個維度13項指標逐一分析，樣本國家包括四個金磚國家：巴西、印度、俄羅斯、南非，以及十一個其他重要經濟體：印度尼西亞、泰國、馬來西亞、巴基斯坦、阿根廷、墨西哥、沙特、土耳其、哈薩克斯坦、中國香港。

經濟基本面是一個經濟運行的基本表現，良好的經濟基礎是經濟體安全運行的保障。筆者選取發展速度、增速穩定性、發展水平、通貨膨脹、收入分配來刻畫經濟體的基本面。由於經濟發展速度越快、穩定性越好、發展水平越高、通貨膨脹離目標通脹越近、收入分配差距越低，一國經濟基本面也就越好，抗風險的能力也就越強。經濟基本面排名結果靠前的經濟體是中國香港、印度

尼西亞、巴基斯坦、哈薩克斯坦和馬來西亞，經濟基礎最差的是俄羅斯、阿根廷、巴西和南非。

償債基礎是衡量一國公共部門和私人部門債務動態和償債能力的指標，在發生債務危機的情況下，良好的償債基礎是一國經濟安全運行的重要保障。筆者從經常帳戶餘額／GDP比例、短期外債／總儲備、總儲備／總外債和財政差額／GDP來考察一國的償債基礎。償債能力排名靠前的國家與地區為沙特、菲律賓、泰國、中國香港；償債能力較差的國家與地區是土耳其、南非、俄羅斯、巴基斯坦、阿根廷和巴西。

在美聯儲加息、新興市場國家貨幣面臨貶值壓力背景下，金融穩健性就是非常重要的指標。這裏選取一國的資本帳戶開放度、匯率貶值風險、匯率波動風險、銀行的不良貸款比重來綜合考量一國金融穩健性。從金融穩定性分析的結果來看，金融穩健性較好的國家與地區為菲律賓、馬來西亞和泰國；從金融風險最大的幾個經濟體來說，俄羅斯、哈薩克斯坦、阿根廷、中國香港和墨西哥值得關注。

最後加權從經濟基本面、償債基礎、金融穩健性三個維度來評估，此輪加息背景下的海外國家防風險能力，菲律賓、泰國、沙特和印度排名比較靠前。菲律賓和泰國的經濟基本面、償債基礎和金融穩定均表現優秀，比如2015年第三季度菲律賓GDP增速為6%，短期外債／總外匯儲備為20.4%，同時對資本帳戶保持較高的管制，在加息的背景下降幣值表現堅挺。沙特的國家風險也較低，因為經濟基本面表現良好，主要體現在經濟發展水平高、通貨膨脹較低、收入分配較合理，經濟增速雖然不高，但在發達國家中仍表現不錯。

## 盧布貶值壓力較大

海外國家防風險能力評估中，俄羅斯、阿根廷、南非、墨西哥、巴西排名靠後。俄羅斯的國家風險最大，具體說

來，經濟基本面和金融穩健性在所有的樣本國家中排名最差，主要表現在通貨膨脹嚴重，經濟增長低迷，波動性較大，而且銀行不良貸款比例較高，短期外債問題嚴重，加上俄羅斯的資本管制程度較低，美聯儲加息面臨的資本外流壓力不小，盧布貶值壓力較大。

阿根廷經濟基本面和償債基礎較差，金融穩健性值得堪憂。具體來說，阿根廷的通貨膨脹問題嚴重，經濟增長低迷，波動性大，經常帳戶赤字大，而且外債問題嚴重，總儲備／總外債只有22.5%，償債能力堪憂，且大宗商品的下跌使得阿根廷的經濟雪上加霜，在美聯儲加息的背景下降阿的貨幣貶值壓力驟增。

南非經濟增長低迷，經常帳戶赤字，總儲備／總外債為34.1%，情況差於巴西、俄羅斯、印度這三個金磚國家，償債能力堪憂。在美聯儲加息背景下貨幣貶值壓力較大，面臨的金融風險較高，而且大宗商品價格的下跌對於依賴資源出口的南非來說是一個不小衝擊，南非未來的經濟發展前景不明朗。

墨西哥、土耳其、巴西的國家風險也值得關注；墨西哥和土耳其的償債基礎較差，短期外債問題比較嚴重，而且資本管制程度較低，在加息的背景下面臨的金融風險不可小覷。巴西的經濟增長低迷，經常帳戶和財政赤字，加上政府腐敗、法制環境較差等問題使得其受到不少市場人士看空，但是考慮到短期外債／總儲備只有16%，而且巴西的資本管制程度較高，其國家風險有待進一步觀察。

金融風險可能在某一個或某幾個國家爆發，有人認為現在的新興市場遠比1997年時強大，有充分的外匯儲備，而且匯率彈性也更大，貌似可以吸收衝擊的絕大部分，筆者則沒有這麼樂觀，因為生產型經濟體確實儲備充分得多，但資源型經濟體則沒那麼健壯，匯率的彈性也是一把雙刃劍，緩衝的同時又加大了波動幅度，而在目前全球流動性狼奔豕突的險惡環境下，一旦越過閾值，則更容易引發羊群效應和過度反應。

也有人認為拉丁美洲資源型經濟體量有限，不引發系統性風險，那麼看看1997東南亞危機的始作俑者馬來西亞，以及2010歐債危機的希臘，你就不會那麼信心滿滿了。而一旦局部風險出現，在全球經濟脆弱復甦過程中猶如傷口上再抹把鹽，這種蝴蝶效應將波及到其他新興市場國家，進而影響到發達經濟體，這必將再次引起全球金融市場新的完美風暴。

## 中小創業績下滑超預期

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

截至2018年8月31日，除ST長生由於疫苗事件未能按時披露業績外，A股全部共3539家公司公布了中報業績，其中超過95%的公司是在2018年8月以後公布的半年報。從板塊上看，公布半年報的創業板公司有730家，中小板912家，主板1897家。其中，近九成公司盈利，約一成公司虧損。相比之前業績預告的情況更佳，主要原因是8月份之前主板有相當多的公司未公布業績預告。

從中報業績統計來看，A股業績增速基本保持平穩，但板塊分化明顯。2018年上半年，全部A股歸母淨利潤同比增長14.5%，較一季度14%的增速略有提升，但這一提升主要是由主板貢獻。從具體的板塊來看，主板半年度增速較一季度有小幅提升，從一季度的13.2%提升到半年度的14.8%。從中小板來看，半年度增速較一季度有所回落，從一季度的18.9%下滑到半年度的14.4%，這一增速也明顯低於此前業績預告公布的21%的增速（由於中小創業績預告公布較全，因此可以拿來比較），這說明中小板的業績下滑是超出公司預期的。而創業板的業績增速則呈現明顯放緩的態勢：歸母淨利潤增速從一季度的29.1%回落到半年度的8.3%，亦低於業績預告的10.2%。

從單個季度的業績增速來看，各板塊波動更大，中小創業績快速下滑。主板二季度業績增速為16.2%，較一季度有明顯提升。如果剔除金融板塊，主板一季度業績增速為25%，二季度為25.8%，從2017年四季度開始持續提升。而中小創的業績則呈現大幅度波動。中小板與創業板歸母淨利潤增速都在2017年四季度出現明顯下滑，但創業板增速

下滑更加劇烈，當時單季增速為-72%；到2018年一季度，兩者增速都出現明顯反彈，中小板一季度業績增速達到18.9%，而創業板則達到了29.1%；但到了二季度，兩者的業績增速又再次出現明顯下滑，中小板業績二季度單季增速降低到11.4%，而創業板業績增速在二季度再次出現負增長，增速大幅回落到-6.30%，甚至明顯低於此前業績預告測算的-2.9%的增速。

## 板塊配置防禦為主

需要指出的是，樂視網巨虧對於創業板業績增速的影響已經基本消除，但是新出現的巨虧公司對於創業板業績增速影響顯著。與2017年半年報相比，創業板業績下滑最為明顯的四家公司為堅瑞沃能、宜通世紀、金龍機電和華錄百納，其在2017年二季度分別盈利3億元（人民幣，下同）、0.5億元、2.1億元和0億元，但是進入2018年後開始了巨額虧損，其2018年二季度分別虧損13.5億元、5.2億元、4.3億元和2.2億元。若將這四家公司剔除掉，創業板半年度的業績增速能夠回復到17%，而二季度單季的業績增速則將由負轉正，達到3.8%。

從行業比較來看，絕大部分行業取得了正增長，只有通信、農林牧漁和交運三個行業出現了負增長。中報業績增速最快的是鋼鐵、建材、石油石化和商貿零售行業，半年度歸母淨利潤增速分別達到131%、103%、73%和56%。而2018年景氣度提升的行業（二季度增速較半年度更高）則有鋼鐵、石油石化、商貿零售、房地產、基礎化工、輕工製造、國防軍工、計算機、煤炭和銀行。

當前A股整體呈現弱勢狀態，需要尋找具備防禦性的板塊加以布局。建議關注銀行、地產等低估值板塊，進行防禦。同時關注計算機、軍工景氣有所回升的行業。在主題上，可以繼續布局自主可控領域的核心標的。

## 樓市分化 一手旺 二手靜

Q房網·香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

新房策公布已超越兩個月，加上中美貿易戰對整體經濟及樓市的影響亦逐步浮現，近月樓市情況確實起了不少變化。隨著新資助房屋會減價發售，對於準居屋客來說，置業選擇增加，入市心態自然傾向審慎，令近月居屋第二市場異常冷靜。按房屋委員會提供最新數字，上個月整體居屋第二市場只錄得51宗成交，按月急跌近五成，並跌破自2015年12月61宗的低位，成為歷來「居二」市場有紀錄以來新低。

新房策下居屋第二市場成交備受壓力外，連帶一二手市場的成交比例亦有明顯改變。近月整體二手交投亦較過去顯著減少，以剛過去的星期六、日為例，隨着多個新盤同期登場，市場焦點明顯集中一手，據統計在過去的星期六、日，整體十大主要屋苑只有零星一、兩宗成交。

至於一手新盤市場情況就截然不同，因應空置稅開徵在即，以及預售樓花新安排下，近月發展商明顯改變策略，加快推售現樓新盤同時，整體推盤量亦明顯提速，令一手新盤市場明顯轉活。

多個新盤同期登場下，發展商亦自然「扭盡六壬」，以不同付款按揭優惠吸客，包括長達接近三年的特長成交期，並可以安排買家先住後付方案，按月一手成交量勢必增加，「一手旺、二手靜」的情況更見明顯。

## 新盤加快貨尾銷售

事實上，按土地註冊處的統計，上月二手交投出現顯著減幅，整體二手註冊量仍只有約3400宗成交，跌至自去年9月以來的十一個月新低，較7月份整體約4500宗成交計算

，本月二手交投按月急跌逾兩成，比起年初農曆新年時期還要冷靜。

但同時隨着發展商加快現樓貨尾銷售，以及積極推售新盤，近月一手市場銷售則有按月增加的趨勢。Q房網香港數據研究中心的統計，上月整體一手新盤銷售料逼近1400伙，較對上的7月份的1102伙按月增加27%，但隨着將軍澳LP6、西灣河逸理、西營盤藝里坊、1號、元朗Park Yoho Napoli，以至白石角逸瓏灣8及海日灣等多個新盤均會於下月相繼推售。

再加上新預售樓花安排下，每次推售數量將會增加，本月新盤銷售數字勢必重上2200宗以上的水平，更可創自去年3月以來的一年半新高，更有機會打造自2016年後另一個「黃金九月」，當年9月一手新盤成交量高達3462伙，是自2013年一手新例實施以來的單月新高。

從此看來一手旺、二手靜的情況，勢必成為樓市新趨勢，加上貿易戰的影響陸續浮現，相信會有部分從事貿易或開廠的業主，或會受因資金壓力需要出售單位套現，同時美國聯儲局將於9月底舉行議息會議，到時香港銀行亦有機會跟隨加息，二手交投轉淡下，業主跟價幅度擴闊，或會成為部分用家入市好時機。



▲本月新盤銷售數字勢必重上2200宗以上水平，創一年半新高

