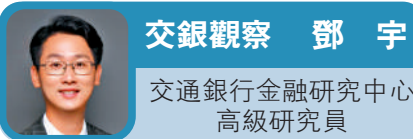




►新興國家如巴西等國實施多輪加息操作並未從實質上緩解通脹壓力，反而導致通脹形勢持續惡化。

當前全球對歐美國家的高通脹關注度頗高，但對新興國家的通脹走勢關注相對較少。疫情期間，南美洲、歐洲及亞洲部分新興國家的通脹率也在大幅走高，顯示出比較大的通脹壓力。一些新興國家被迫採取多輪加息政策操作以應對高通脹壓力，但由於地緣政治局勢緊張導致能源、糧食等國際大宗商品價格再次大幅上漲，致使通脹見頂回落的周期可能進一步延長，將給新興國家經濟復甦帶來更大的挑戰。

# 新興國面臨貨幣危機



交銀觀察 鄧宇

交通銀行金融研究中心高級研究員

由於不確定性因素增多，未來通脹走勢將難以準確估計，部分新興國家的高通脹將可能持續，對此應給予高度關注。

## 一、通脹現狀和預期走勢

一方面，新興國家普遍面臨較大的通脹壓力。近年來，新興國家的通脹壓力一直處於上漲態勢，部分新興國家的通脹率已經達到歷史高位，如土耳其、巴西、阿根廷等通脹風險仍有加大的趨勢。根據巴西國家地理與統計局數據，2022年2月巴西消費者物價指數同比增幅為10.54%，2021年3月到2022年2月，由13種日常主要食品構成的「基礎食品籃子」價格上漲12.67%。土耳其的通脹壓力更早顯現，根據土耳其官方數據，2022年2月土耳其年度通貨膨脹率達到超預期的54.4%，創下二十年新高，其中能源通脹率從1月的76.4%上升至83%；食品通脹率從55.6%漲到64.5%。高通脹不僅拖累巴西、土耳其等部分新興國家經濟復甦增長，而且造成政府財政支出加大，未來仍將被迫提高利率以應對高通脹風險。

另一方面，新興國家通脹有持續分化的趨勢。由於新興國家在經濟和產業結構方面差異較大，其通脹走勢也呈現出愈發突出的分化趨勢，部分國家的通脹率達到了歷史高位，通脹居高不下，不僅包括食品、日用品等商品價格出現較快上漲的態勢，而且生產資料如原材料、能源等價格也出現了快速上漲的趨勢。亞洲新興國家的通脹率相對可控，部分國家如中國、東盟等國家的通脹率比較溫和，而南美洲、東歐等新興國家的通脹率則出現了明顯的上升，甚至創下歷史新高。綜合各國統計數據來看，2022年1月東盟國家的平均通脹率為2.9%。中國在2022年2月的全國居民CPI同比上漲0.9%，漲幅與上月相同；而巴西、阿根廷、土耳其等新興國家的通脹則明顯走高，巴西2022年2月的通脹數據超過10%，阿根廷的通脹則超過了50%，土耳其的通脹則達到了20%。

## 二、通脹發生的主要原因

一是疫情導致供應短缺和需求反彈。疫情期間，全球產業鏈和供應鏈處於被動「暫停」階段，此後隨着疫情的持續擴散和蔓延，國際運力不足加上運費暴漲，而全球重要港口受疫情影響恢復運轉不暢，全球供應短缺問題持續了很長一段時間，修復過程偏慢，進而導致了全球範圍內糧食、食品和能源等價格普遍上漲，新興國家難免遭遇通脹攀升的衝擊。加之地緣政治局勢惡化以及制裁升級，導致全球重要能源、商品供應鏈更加脆弱。同時，新興國家在經歷疫情衝擊後經濟逐漸恢復增長，國內需求有所增加，投資和消費反彈使得企業補庫存需求同步增強，導致通脹水平緩慢上升。2021年下半年以來歐美國家疫

情管控開始放鬆，經濟復甦加快，加之有力的財政刺激和寬鬆貨幣政策支撐，消費和生產投資比較強勁，整體上帶動了總需求增加，直接推高了通脹走勢。

二是輸入型通脹與貨幣型通脹交織疊加。由於疫情期間歐美發達國家普遍採取了大規模的財政刺激和量化寬鬆貨幣政策，貨幣供應大幅增加，大部分新興國家也遵循了同樣的「放水」模式，國際金融協會（IIF）發布《全球債務監測》報告顯示，2021年新興市場國家的債務比2020年增加8.5萬億美元，超過了95萬億美元，其債務佔GDP比重約為248%，比疫情前增加了20%以上。部分新興國家的貨幣政策處於較為脆弱和無力的狀態，如土耳其的逆向貨幣政策就加劇了通脹形勢，而巴西等國實施的多輪加息操作並未從實質上緩解通脹壓力，反而導致通脹形勢持續惡化。由此可見，新興國家本身對通脹的應對具有局限性，主因在於部分新興國家的國際收支長期失衡，加之貨幣政策工具箱不足，很難開展更為有效的貨幣政策調控，物價漲勢不可控，以至於陷入惡性通脹之中。

三是地緣政治局勢導致通脹風險有所上升。新興國家在全球產業鏈價值鏈體系中仍處於中低端位置，大部分新興國家的貿易結構仍以原材料和初級產品為主，進口包括食品、能源和其他大宗商品，對外依存度偏高，受到地緣政治局勢影響較大。疫情發生以來，全球產業鏈重構加快，歐美發達國家增加了市場准入門檻，全球貿易保護主義思潮氾濫，導致商品貿易成本抬升，原材料價格也出現了上漲態勢，其中能源價格受到地緣政治影響更加劇烈。自今年年初以來，俄烏衝突局勢發展呈現錯綜複雜的局面，致使原油、天然氣、小麥等大宗商品價格出現了新一輪漲勢，而許多新興國家依賴於這些資源進口，通脹壓力劇增。目前，國際原油、天然氣、糧食以及有色金屬等價格仍處於高位震盪，不排除有持續上漲的預期，而地緣政治發展形勢並不明朗，推高通脹的各種因素仍在加速集聚。

## 三、通脹高企的影響

首先，頻繁加息導致本幣貶值壓力劇增。新興國家經濟修復能力較弱，抵禦外部衝擊的能力不足，未來可能維持高通脹走勢，短期內很難見頂回落，而新興國家抗擊高通脹的舉措似乎收效甚微，加息的負面影響持續放大。為抗擊通脹，波蘭成為2022年首個宣布加息的國家，1月波蘭中央銀行主要利率提高50個基點。阿根廷同樣面臨比較高的通脹風險，2022年2月阿根廷央行加息至42.5%，3月巴西中央銀行宣布加息100個基點，將本國基準利率上調至11.75%，由於新興國家被迫加息，直接導致本幣加速貶值。數據顯示，截至2021年12月底，土耳其里拉、阿根廷比索、南非蘭特、巴西雷亞爾較年初貶值幅度分別達到79.17%、22.12%、8.88%、7.39%。目前來看，新興國家在應對高通脹時採取的加息操作促使本幣加

速貶值，長期依賴貨幣供應彌補赤字，引發頻繁加息的惡性循環。

其次，持續的通脹將削弱經濟增長動能。長期的高通脹拖累了企業生產和投資積極性，對經濟將是持續的負面影響，隨着通脹率持續攀升，部分新興國家將不得不投入大量的財政預算來抗擊通脹，這將損害新興國家未來經濟修復的信譽，可能引發公共財政危機和本幣加速貶值。同時，部分新興國家高度依賴美元貸款，未來美元流動性收緊可能加劇通脹壓力。根據穆迪發布的報告，南美洲、歐洲新興國家的「美元化」現象比較突出。截至2020年底，烏拉圭、巴拉圭、哥斯達黎加和秘魯的外幣存款佔國內銀行系統總存款的比例分別高達74%、44%、42%和39%，歐洲新興國家中的白俄羅斯、土耳其、烏克蘭分別高達65%、47%、38%。預計未來美聯儲將多次加息並開始「縮表」，新興國家恐面臨更大的外部衝擊，很可能再次削弱經濟增長動能。由於高通脹預期增加，加上國內利率不斷走高，新興國家的企業融資成本也在上升，而且工資、物價之間螺旋式上升的風險也在增加。

再次，通脹對社會層面的負面影響增大。部分新興國家持續的高通脹對民眾的生活產生了極大的負面影響，生活成本抬升，而且就業狀況不佳，很容易引發社會危機。南美洲及東歐國家的高通脹歷史所引發的經驗教訓仍值得警惕，目前部分新興國家的通脹形勢仍然十分嚴峻，儘管一些國家採取了加息和增加公共支出等措施，但並未解決通脹風險。同時，全球範圍內出現的高通脹潛在風險正在增加，地緣政治局勢動盪和全球供應鏈不暢等問題再次出現，一些新興國家可能被迫承受輸入型通脹風險。雖然一些資源型國家受益於國際大宗商品上漲，但一般生活用品、食品以及工業品等普遍依賴進口，將承受更大範圍的雙重通脹壓力。如經濟復甦不及預期或出現衰退趨勢，則將導致比較嚴重的通脹危機。

## 四、結語與展望

新興國家的通脹走勢很難用較短的趨勢給予評估，一方面是因為影響通脹的因子在持續增加，而且處於動態的演變過程，新興國家的經濟結構和能源、貿易等具有較強的外部依賴性，易受地緣政治或國際市場影響；另一方面是基於新興國家所面臨的通脹壓力具有多重表現，供應短缺和需求增加，並伴隨貨幣型通脹和輸入型通脹的疊加風險。

新興國家所面臨的通脹結構更趨複雜，高通脹預期在短期內緩和，波動或許更大，未來對經濟社會的負面影響也更為突出。因此，新興國家應重視從結構層面緩解通脹壓力，扭轉通脹惡化的趨勢，除了短期的財政預算改革和貨幣政策調整外，還應重視經濟和產業結構性改革，加大民生保障建設，改善社會物價不斷上漲的狀況，為中長期經濟復甦增長創造條件。

（本文僅代表個人觀點，不代表所在單位意見）

# 政策發力 今年企業盈利看俏



中金點睛 王漢鋒

中金公司首席策略分析師

海外中資股2021年年報業績將於3月中下旬進入高峰期。主要中概股、消費、醫療保健和電信等板塊業績披露將相對靠前；金融、工業和能源等板塊集中在中後期。當前市場較為動盪背景下，盈利的好壞特別是預期偏離情況，對於後續市場走勢特別是相關個股將起到較大影響。就此，筆者結合市場和中金行業分析師預測對公司覆蓋的420餘家海外中資股公司的盈利情況進行匯總，以下一些信息值得關注。

## 業績預覽：兩年複合增速6.3%

筆者預計，中概股2021全年雙位數增長，但下半年增速轉負；上游周期居前、互聯網消費落後。

（1）整體看，中金覆蓋的海外中資股2021年全年有望實現雙位數增長；但增長主要集中在上半年，下半年增速轉負。基於中金公司行業分析師對所覆蓋個股的預測，用人民幣計價以剔除匯率因素影響，我們自下而上匯總後，中金覆蓋的海外420餘家中資股2021全年盈利預計同比增長16%，較2020年的-3%明顯反彈，體現了疫情後整體經濟和企業盈利的復甦。

然而，這一水平較上半年已經兌現的40%增長明顯放緩，隱含下半年增速轉負。這與中國經濟整體從去年下半年趨緩以及互聯網監管趨嚴的宏觀背景一致。

進一步剔除疫情影響，中金行業分析師預測海外中資股2021年兩年複合增速為6.3%，低於2019年17%的同比增長，還未回到疫情前水平。拆分看，周期行業2021年全年增速較上半年回落最為明顯，預計盈利同比從上半年的131%回落至28%，但橫向相比其他板塊依然強勁。防禦性板塊業績預計也有回落，由上半年的38%下滑至全年的24%；金融板塊預計淨利潤下滑幅度較小，由上半年的11%下滑至全年的9%。

（2）分行業看，上游原材料、交通運輸、紡織服裝等增速居前，但互聯網、餐飲、媒體娛樂、線下消費等增速落後。在能源和部分材料價格走高的拉動下，上游原材料和能源板塊有望實現超過150%的增長。交通運輸行業也在運力緊缺和強勁外需的共同因素下，預計淨利潤增長靠前。相比之下，疫情期

間盈利增長強勁的互聯網零售和媒體娛樂等板塊在2021年預計則出現負增長，主要受國內經濟增速回落、監管力度加強和行業競爭加劇等多方面的因素拖累。此外，2021年疫情反覆持續抑制餐飲、酒店、博彩等需求，受疫情影響較大的線下消費板塊盈利增長持續偏低。

（3）相比市場預期，中金行業分析師預測的2021年16%增速與市場預期基本一致（17%）。對於2022年，中金行業分析師預測的盈利增速持平於16%，高於當前市場預期的13%，主要差距來自於對金融（保險）和周期板塊的預期，高於當前市場一致預期。

（4）盈利預告與意外方面，已經公布業績預告的公司中，原材料、能源和房地產業績預告多數偏正面，信息科技、交通運輸分化，下游消費和公共事業則以負面居多。從業績偏離預期的個股而言，中金行業分析師認為，部分能源、房地產、互聯網遊戲和軟件等公司業績或低於預期。

## 前景展望：盈利增長有望逐漸企穩回升

筆者預計，穩增長和上游價格邊際回落有助於盈利修復；關注政策發力時點和監管對部分板塊影響。

儘管2021年海外中資股全年盈利從2020年疫情的影響中反彈，但修復主要集中在上半年。從下半年開始，國內經濟面臨的壓力上升，疊加內外各種不確定性的擾動，盈利壓力也逐漸增加。在這一背景下，MSCI中國盈利預期持續下調，也反映了市場對國內增長相對謹慎的預期。

向前看，2021年底以來國內穩增長政策逐步發力、貨幣持續寬鬆、上游價格邊際回落的背景下，筆者預計盈利增長有望逐漸企穩回升，進而帶動企業收入和盈利的回穩。不過，企穩時間可能取決於後續穩增長發力的速度和力度，尤其是財政和房地產領域。

從板塊內部結構看，上游價格回落或趨緩將緩解中下游成本壓力並有助於中下游消費板塊盈利修復。從年初以來的盈利一致預期調整變化來看，上游（原材料、能源）板塊盈利上調幅度明顯放緩，下游板塊盈利下調幅度也明顯收窄，半導體和醫療設備等上調幅度居前。不過，互聯網板塊的盈利前景可能還要綜合考慮監管政策的後續演變。

整體而言，我們目前維持從自上而下策略角度對2022年整個海外中資股盈利增長7.2%的預測（非金融板塊增長8.6%，金融板塊5.9%）。



# 樓市結構未變 大跌機會微



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

雖說樓市愁雲慘淡，但還未影響深厚的樓市結構，更重要是也未符合樓價真跌市（轉勢成下跌趨向）的三大特色，包括：放盤量大增；發展商為了出貨而互相踐踏，割價求售；市場銀根減少、資金不足、出現大幅加息，甚至滯脹。

現時樓市實況，完全不符合以上三項跌市結構；市場結構健康且不符合下跌結構，也即是樓價不會拾級而下，充其量只會作一定程度的微調，如果劈價盤沒有累積愈來愈多的話，縱使社會氣氛悲憤衍生了超低價成交也好，樓價下跌不會成為長遠趨勢。微調的樓價下跌可由5%起，正常的深度微調也不會超過20%，而且在悲憤過後樓價更會做出急速反彈。

事實上，樓市已經過了最差的時候，不同指數亦反映了谷底已過，有需要的人應該現在考慮入市。

當然市場永遠都是有危有機的，所謂「買有風險！不買也有風險！」這個是機會成本的問題，風險是相對的。最新的政府抗疫策略打算放寬不少規限，這都是有好有壞的，可以釋放到市場上的一定購買力，但亦會提高了傳播風險，即是說投資者要在這方面留有一手，掌握機會的同時要做好風險準備。

## 港經濟勢頭不俗

因此，無論營商或者投資也好都要做好風險準備。疫情會不斷消耗香港庫房的儲備的，我們還有多少錢可以買抗疫的藥及做一些救助的政策？這個亦是長遠投資的風險。

香港如果純粹在經濟角度來說是有好的形勢，因為有條件去追求GDP增長高於通脹的，這方面內地當然是做得更好，甚至在亞洲其他國家相對於是比西方國家穩定的。相反，西方國家就出現歷史性的高通脹及GDP低迷，正處於一個結構性滯脹，所以我們仍是在幸福的土地上生活，大家應該更努力去繼續堅守。