

# 「穩增長、調結構、控風險」的關係必須理順

財經評述

龐溟 經濟學博士、經濟學家

近期歐元兌美元匯率再次跌破1，而且創下近20年來最低。筆者認為，背後原因主要有三：歐元區相比其他主要經濟體而言增長乏力、結構性問題叢生，疊加市場對其區域內經濟失衡帶來的碎片化風險的擔憂，是歐元匯率大跌背後的基本面原因。歐元區通脹壓力高企、能源危機陰霾籠罩、歐美貨幣政策的分歧以及俄烏衝突、意大利政局不穩等風險，是拉低歐元表現的直接誘因。美元指數近期強勢抬升，是導致歐元兌美元匯率跌破歷史低位的技術面原因。

## 歐元匯率見新低啓示深刻

自從美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾央行年會上釋放出強烈的鷹派信號後，市場對於美聯儲停止加息甚至降息的預期大幅下降，美元指數則站上近二十年高位。考慮到美聯儲目前的政策立場不惜付出經濟

放緩、失業率回升的代價以維持物價穩定，美元指數未來仍有一定上升空間。短期來看，歐元或許出現技術反彈，但整體而言大概率將繼續承壓。換到中长期視角來看，歐元匯率走勢對刺激歐元區出口作用不大，與此同時，貨幣當局可能忌憚過於激進的加息將提高歐元區融資借貸成本和碎片化風險，引爆債務風險。可以說，歐元區表現很可能持續受到區內經濟基本面疲弱、貨幣政策正常化進程受阻和國際競爭力不斷下行的拖累。

## 人幣雙向波動證經濟平衡

在強勢美元環境下，加上偶發性因素導致內地經濟反彈復甦節奏受阻、內地政策性降息落地、中美利差「倒掛」，近期人民幣兌美元匯率延續了被動貶值、承壓回落的態勢。但是，在筆者看來，與歐元區相比，人民幣匯率在雙向波動的彈性和幅

度加大的新常態下，背後依託的諸多積極因素將長期存在，並反映出內地經濟在穩增長、調結構、控風險、促改革各任務之間的成功實踐與有效平衡。

其一，內地宏觀經濟保持企穩復甦態勢，政策扶持邊際強化效應明顯，內生增長動力增強，市場主體活力足、韌性強、潛力大，就業與物價形勢總體穩定，經濟基本面好、基本盤穩、基本大局佳；其二，內地外匯政策與貨幣政策、財政政策、產業政策以及其他方面的政策措施緊密協調、有機聯動，確保貨幣政策自主性、資本自由流動和匯率穩定三大目標在動態均衡中得以實現。

## 外資青睞促人幣匯率市場化

其三，內地繼續堅定不移地通過全方位改革和高水平開放促進高質量發展，進一步優化營商環境和投資環境，促進跨境資

本加速流入，也支撐了人民幣匯率持續升值，推升以人民幣計價的資產價格，吸引資金持續流入內地市場。

其四，目前外匯市場供求關係保持穩定，市場主體對人民幣匯率預期保持穩定，「逢低購匯、逢高結匯」的理性交易模式保持穩定，來自貿易、投資等實體經濟層面的資金流向和跨境收支支持穩定，基礎賬戶順差保持穩定，企業部門和居民部門的未結匯資金快速積累，意味着人民幣不存在持續單邊貶值的基礎；其五，長期來看，內地在宏觀上完善市場體系建設、重塑經濟發展動力、挖掘結構性潛力，在微觀上增強市場主體活力、能力和信心，在國際上主動參與跨國合作、參與建立秩序、參與設定規則，綜合國力和競爭力的不斷提升，必然帶來人民幣匯率形成機制進一步市場化和人民幣加快國際化，必然使人民幣匯率在合理的、均衡的

水平上保持市場化的、有彈性的、雙向的波動。

## 市場主體須增風險防範意識

可以說，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定依然是有意願、有條件、有必要、有可能的。人民幣過快升值，有可能會給出口企業帶來較大壓力，給內地經濟復甦和結構性調整帶來一定的風險和不確定性，且應警惕潛在的資產泡沫、利差對沖套利和通脹調控政策等風險。

與此同時，各類市場主體也應積極適應新常態、樹立匯率風險中性理念、加強風險防範意識和能力，做好風險評估，合理審慎交易，適度套保匯率敞口和控制貨幣錯配，合理安排資產負債幣種結構、審慎進行交易和開展境內外投資，這恰恰是有管理的浮動匯率制度下市場供求對匯率形成發揮決定作用的題中之意。

# 鮑威爾高唱鷹調 加息提速「定音」

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

自從上周五美聯儲主席鮑威爾在 Jackson Hole 全球央行年會上發表講話後，基本上已是一錘定音，以往大家認為他左搖右擺的，沒有主見的，有時看數據，有時看市場反應，甚至有些人喜歡陰謀論的，認為他看其他官員的面色和意思，但今次說得明白，一個目標，就是壓通脹，因為物價穩定對大家都好。言下之意，大家不應再單憑早前開始有所放緩的通脹勢頭，甚至最新公布轉差中的就業數字，便認為央行可以放慢加息的步伐。

鮑威爾上週的發言，強調以穩定物價為重，其他目標自然放得較輕，看來外界的如意算盤不容易打得響。如無意外，加息四分三厘已是結論。

資料圖片



顯然，外界跟央行的看法不一致，並非始於今天，而是近兩三年都存在，而且不容易一下子轉變。是的，金融海嘯後，量寬年代，人們已經被美聯儲「調教」得樂天知命起來，因為萬事有當局包庇，直到疫情出現。

## 通脹危機源自供應鏈失衡

全球疫情出現後，各地實施社交距離政策之下，正常生活大受打擊，個別上游原材料與供應鏈之間的關係，自然有明顯負面效果，這一點完全體現在近兩年外界關注的通脹危機上。當然，此處的所謂通脹，是個別商品的相對價格漲勢，不算得上真正的通脹，因為不是由貨幣供應增加帶動的普遍物價持續上升。

此之所以有別於外界人士的說法，美

聯儲當日堅稱此通脹是暫時性，背後道理即基於此。

當疫情發展到後來，相關政策放鬆後，生活復常，相對高企的價格，自然令供應商想方設法，增加供應，之前連開工生產都成問題，供應鏈自然有危機，但隨着時間過去，這一切會回復正常，則價格亦可隨之回落，這便是何以從央行的角度，當時的所謂通脹，並不是頭痛所在，近日物價走勢即可證明，央行基於正統經濟學理論的評論是對的。

值得注意的是，上述所謂物價向上暫時性，完全沒有明確地說是一年或兩年，一季或兩季，而是基於疫情下社交距離舉措導致的供求變化緩和後，一切漸漸復常，生產因素可以自由調節，供應可以漸漸到位，則物價自然有回落的

情況，也就如目前所見。可以預計，隨着供應逐漸復常，之前商品價格的高位不易復得，反而由高位回落仍然進行中，大方向如此。

## 量寬充斥催生通脹預期

如今問題卻在，最初由疫情影響所及的供應鏈危機，所帶來的物價上升，雖然不算通脹，但卻催生了通脹預期，背後理由是過去十多年量寬充斥，如今美聯儲等歐美各地央行自然有必要加快收緊貨幣政策才可。量寬的效果，以往集中在資產價格，如今傳導至一般老百姓感受到的物價，那便是何以即使物價指數漲勢放緩，美聯儲仍要下定決心，提速加息，以控制通脹預期。

美聯儲主席既已展現決心，清楚表達出來，外界不可能再推說不清楚。如此

一來，除非美國以外的其他經濟體，有着同樣力度或加息步伐或更甚，否則，美元強勢是基本面支持的。

## 穩定物價已成主要目標

值得注意的是，之前一段時間，不少人的主觀願望是，其實美聯儲是表面工夫，實際上怕事得很，加息不會真的用力，萬一有可能影響到經濟衰退，即所謂硬着陸，則又會馬上叫停。但是，觀乎美聯儲主席上週的發言，物價穩定為重，其他目標自然放得較輕，看來外界的如意算盤不容易打得響。如無意外，加息四分三厘已是結論。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

# 環球市場「大重置」內地股市中長線看俏

Hyomi Jie 富達國際基金經理

2022年初至今，通脹升溫壓力及俄烏局勢變化持續主導環球投資市場。各地央行備受考驗，嘗試在遏抑通脹及減低對經濟增長影響之間取得平衡。

市場普遍預期美國聯儲局將維持鷹派立場，連帶對美國經濟將硬着陸及歐洲將陷滯脹的預期亦告升溫。此背景下，我們認為「大重置」(The Great Reset) 已於第三季揭開序幕。

另一方面，內地正處於與西方截然不同的經濟周期階段，政府持續加強財政和貨幣政策支持經濟。

## 消費市場龐大動力佳

即使環球經濟陷入衰退，內地難以獨善其身，但由於內地經濟正經歷與其他大型經濟體不一樣的經濟周期，內地市場仍具備分散投資風險，及提供潛在上

升空間的條件。參考過往經濟周期的數據，內地股市與環球股市之間的相關系數偏低。

儘管內地經濟並非完全不受環球經濟衰退風險影響，但對環球投資者而言，於投資組合內加入內地股票有助分散風險。

鑑於內地食品及原材料方面偏向自給自足，所面對的供應鏈問題相對輕

微，這些因素促進內地經濟走向有別於西方的經濟周期。

再者，我們預計內地龐大的消費市場將重啟動力，及多項刺激經濟政策，包括最近人行減貸息，持續支持復甦。展望未來，「動態清零」政策應會維持，以於疫情防控及保持經濟增長間取得平衡。儘管內地市場短期內仍充滿挑戰，但中長線具投資價值。(節錄)

# 正確理解內房企業債券價值

汪心浩 華訪諮詢評估董事

自去年年中至今，內地房地產企業陷入困境已經超過一年。今年上半年，宣布美元違約的內房企業一個接一個，形成市場恐慌。但在一片哀鴻之中細細看來，不同內房企業之間的債券價值仍然具有相當的區別。特別是違約房企與未違約房企的債券價值，更不可一概而論。

## 未違約房企債仍為健康資產

在投資環境急劇變化時，為避免意料之外的巨大損失，投資者往往會急於擺脫現有的投資標的，造成踩踏效應。在房地產行業中，由於受到違約房企的影響，內房企業的債券價格幾乎全部出現了大幅貶

值。即便是一些評級尚可，尚未違約的房企，其債券價格亦大幅低於平時的正常價格。

和股市的投資者不同，購買這些地產債券的投資者往往是以機構為主。對於大型投資機構，其投資決策多以策略化的基本面研究作為出發點。在面臨行業出現重大的負面變化時，由於投資機構未能在短時間內準確把握到行業未來走向，所以會出現集中的拋售潮。在此過程中，不排除一些相對健康的資產價格也會顯著偏離其基本面。

對於尚未違約的房地產企業，即信用評級尚未下降至CCC或以下的企業，其債券

價格(以100票面計)在正常時期一般超過90，但目前卻跌到了70甚至60的水平。

## 企業可藉多種方法擺脫困境

且不論此類槓桿較低，防守力相對健康的企業是否會最終真的違約，即便面臨違約風險，企業仍然可以採取多種手段，包括債務重組、出售非核心資產、改革業務等多種方法去擺脫違約的困境。目前來看，這些債券只是風險因素增加，並非完全地失去了價值。

實際上，由於近期也有很多機構的投資者認為債券的市場價格偏離其公允價值，

選擇在賬面上採用估值的方法記錄債券價值，而非直接採用市場上低成交量的報價價格。

## 內地政策支持利好行業前景

另一方面，由於今年內地的經濟趨勢未達到理想狀態，政府對於保持合理的經濟增長及穩定社會環境具有越來越迫切的要求。在此大背景下，對於房地產企業的政策支持已成為了市場的當下預期。日前，傳聞中央政府將設立3,000億元的房地產基金，專項支持「爛尾樓」及房地產企業的融資活動。同時，在8月28日，香港新世界集團亦在採訪中表示內地房地產行業已

經見底，將繼續投資拿地發展項目，以獲得回報。雖然房地產行業並非短期內就能再次復甦，但此類信號表明投資者經過一段時間的研究，開始逐漸對行業的前景產生較為全面的認識。

整體而言，撇除市場的不理性波動，長期來看，債券價格還是由企業的自身發展狀況所決定，而短期內的價格偏離，最終亦會被市場糾正到理性的水平。

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。