財經評述

美元持續走高 企業須加強匯率風險管理

龐溟 經濟學博士、經濟學家

在最近一段時間,人民幣兑美元匯率延 美元帶來的外部衝擊,應致力於搞好跨周 續跌勢,在岸、離岸人民幣兑美元雙雙跌 期設計,一方面應繼續深化人民幣匯率市 破7.2 關口。與此同時,美元指數持續向上 場化改革,增強人民幣匯率彈性,加強預 期管理,完善跨境融資宏觀審慎管理,引 攀升,連續創下20年來新高。今年以來, 內地宏觀政策加大逆周期和跨周期調節力 導市場主體堅持「風險中性」理念,保持 度,人民幣匯率以市場供求為基礎雙向浮 人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩 定,另一方面應不斷深化金融雙向開放, 動,彈性增強,市場預期平穩,跨境資本 流動有序,外匯市場運行保持穩定,市場 增強境內人民幣資產吸引力。 人民銀行在9月份兩次出手,先後下調 供求基本平衡。人民幣匯率最近的走勢, 更多的是在美元指數近期強勢抬升背景下

相對美元被動性貶值。人民幣總的來説貶

穩匯市須搞好跨周期設計

考慮到內地宏觀經濟體量擴大,韌性更

強、匯率市場化改革增強對外部衝擊的抵

禦能力、金融體系自主性和穩定性更強、

人民幣資產吸引力增強,強勢美元對內地

的影響有限。但是,為更有效地應對強勢

值預期並不強烈、仍是強勢貨幣。

金融機構外匯存款準備金率2個百分點, 將遠期售匯業務的外匯風險準備金率從0 上調至20%,以穩定外匯市場。

人行政策工具箱選擇多

總的來說,人民銀行的政策工具箱選擇 多、空間大,可以繼續加強與市場溝通、 引導預期、消除疑慮,保持人民幣匯率彈 性,繼續發揮價格槓桿調節市場供求、促 進外匯市場自我平衡的功能,及時有效地 釋放外部壓力,處理好內部均衡和外部均 衡的平衡,加強外匯市場監測研判和宏觀 審慎管理,加強跨境資金流動風險監測和 應對,強化外匯重點領域風險防控,維護 外匯市場穩定運行。企業「逢高結匯、逢 低購匯 | 的理性交易行為,也可以有效地 平抑部分匯率調整,保持人民幣匯率總體 穩定和保證外匯市場平穩運行。

下一步如果繼續出現人民幣匯率脱離美 元指數走勢的異常波動,出現過快、過度 貶值,人民銀行和其他有關部門在必要時 可以進一步採取有效措施進行逆周期調 節,在考慮繼續下調外匯存款準備金率、 上調遠期售匯外匯風險準備金率之外,還 可繼續引入逆周期調節因子指導中間報 價、強化對跨境資金流動性的管理和對金 融類賬戶的管理、增加發行離岸市場央 票、調節離岸人民幣流動性等措施。

美聯儲加息步伐持續超預期、其他主要

發達經濟體復甦節奏受擾動、市場避險情 緒提升、非美元貨幣表現疲軟等,是此輪 美元上漲的規模、程度、韌性均較強的主 要原因。考慮到美國經濟復甦和勞動力市 場仍處於較合意水平、美聯儲繼續堅持依 靠激進加息周期來遏制通脹勢頭,美元指 數在一段時間內大概率將保持上行態勢。

低成本外貿企業利潤料受挫

對出口導向型企業——特別是出口比重 高、產品國際定價權強、外幣資產多的行 業和企業來説,人民幣貶值會對出口業 務、經營業績和利潤帶來一定的積極影 響,其出口業務的海外收入有望受惠於匯 兑收益,促進利潤增厚。但對具體企業而 言,應當具體問題具體分析。對部分原來 以低成本作為競爭優勢佔領市場的外貿企 業而言,有可能在強美元推動下被以美元 計價的進口原材料和核心部件的價格上漲 擠佔了利潤空間。

企業需堅持「風險中性」原則

人民幣匯率的變化主要由市場決定,既 可能升值,也有可能貶值,彈性增強,雙 向波動。因此,市場主體應當堅持「風險 中性」理念,加強匯率風險管理,把匯率 波動納入日常的財務決策之中,盡可能降 低匯率波動對主營業務以及企業財務的負 面影響、對進出口淨敞口頭寸的不利影響 以及對資產負債淨敞口頭寸的消極影響 等,以實現預算達成、提升經營的可預測 性以及管理投資風險等主營業務目標。

此外,企業應當聚焦主業發展業務,提 升財務穩健性,適應匯率雙向波動的常 態,對面臨匯率風險的貨物貿易和服務貿 易、進口和出口、經常項下業務和資本項 下業務,均應按照「匯率風險中性」原則 嚴格實施套期保值避險。

英買長債救市 脱險言之尚早

涂 國 彬 永豐金融資產管理董事總經理

連日來的風險資產拋售,終於有點轉機。英國 當局買入長債,作為孳息曲線的調控,債價升, 債息跌,孳息曲線的調控算是到位,股匯債回 穩,日前愈演愈烈的風暴,起碼暫時有點歇息, 但最終成效如何,尤其日子一長,是否可以維 持,則有待觀察。始終如今只是暫緩退市縮表的 步伐,不等於完全取消,加息更不可能不做。如 此一來,英鎊縱有反彈,若說已脫險,恐怕言之 尚早。

▶ 加息意味着貨幣政策是緊縮性,但同時有財政政策的擴 張,究竟最終能否達至預期結果,抑或兩頭不到岸,投資者 對此不無疑問。始終如今只是暫緩退市縮表的步伐,不等於 完全取消,加息更不可能不做。英鎊縱有反彈亦尚難輕言已 經脫險。圖為英倫銀行大樓

英 第連日來的跌勢,影響的固然 有鎊匯以至英國國債,甚至當 地實體經濟的各個環節,包括住房按 揭的還款等,但不單是英國本身的問 題,由成熟經濟體,到新興經濟體 如此危機,相信當日英國政客提出減 税措施時,應該始料不及。當然,英 倫銀行加息步伐未有更進取,以應付 其對比其他地方更高的通脹,亦有責

政府花錢 幣策包底?

事實上,如今英國面對的情況,可 謂進退兩難,且不説上述退税方案, 政治上要爭取選票,不會隨便因為反 對聲音而撤回。但明眼人都知道,既 要減税,又要派福利,以財政政策刺 激經濟,錢從何來?

近年有所謂稱為MMT(現代貨幣 理論)學說,與正統經濟學的貨幣理 論相去甚遠,正統主流經濟學家未盡 同意,但政策評論員或推銷員很喜 歡,簡而言之,一國之財政政策,大 可以放心花費,刺激經濟,不用擔心 還債,只消最終可以有貨幣政策包底

當然,美國的成功經驗,令人相信 上述説法。可不是嗎?長年債台高 築,依舊有人相信其美元的價值,起 碼繼續買美債,而每次金融危機之 時,資金一味往美元跑,作為避險之 處。但世事豈有那麼便宜?美國做得 到,有其背後眾多結構因素,英國不 見得可以照抄可也。是的,美國可 以。不過,英國有同樣的投資機會 嗎?英國有同樣的軟實力,可以讓大 家乖乖買美債嗎?

美國行 英國不一定行

君不見即使大家同樣都是中央銀 行,大家都有貨幣政策的職能,但不 見得全球各地所有央行,都一樣有同 樣的影響力。事實上,近期英鎊的危 機,基本上,某程度上便是英國財金

官員不明白或不理會——美國可以做 的,英國不一定可以。

A BOSSOSC | WASSASSES

考慮到英國目前通脹高企,加息在 所難免。雖説英國當地物價壓力,可 能與疫情後的情況,特別是目前歐洲 能源危機等,關鍵較大,貨幣政策只 是幫一把,但上述物價上漲之後,帶 動的通脹預期則始終與貨幣供應增長 有關,不加息不退市不縮表,説不過 去。但加息意味着貨幣政策是緊縮 性,但若同時有財政政策的擴張性, 究竟最終希望得到什麼結果,抑或兩 頭不到岸,卡在中間呢?投資者不無

至此,英國官方終於意識到,其實 外界一早已完全意識到的問題,就是 日前提出的減税方案,作為擴張性的 財政政策,與目前高通脹環境下,多 國央行相繼收緊貨幣政策,英倫銀行 不能例外,兩者之間,存在着相當的 不一致,而這一點不一致,不容易解 决。為此,金融市場震盪,最終迫使 英國終於要買長債。

外界傾向質疑,究竟當地政客提出 時,有沒有認真想過後果,抑或只是為 了買選票,便不惜一切?有些比較煽情 的説法,甚至認為提出減税的人都是 「沒腦」的。當然,以時機上看,提出 該政策方案,推銷該政策方案,正值當 前通脹高企,美聯儲才加息,別國相繼 爭相跟隨加息,這樣的時機只能說是不

HHULHH

減稅刺激經濟未必錯

誠然,上述MMT學説提倡的財政政 策由貨幣政策包底論未必可信,但話説 回來,以減税刺激經濟,卻未必完全 錯,尤其放諸英國税率不低,確有刺激 消費和投資的可能,反過來讓英國經濟 增長加快,也未可料。

(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。)

復常通關宜「不緊不慢」 「0+0」須盡快實施

史立德 香港中華廠商聯合會會長

千呼萬喚下,港府上周終於宣布放寬多項入境措 施,包括由「3+4」改為「0+3」,意味抵港人士 無須於酒店隔離檢疫,僅需於抵港首3天進行醫學 監測。有關安排無疑是香港重新與國際接軌的第一 步,我們亦不能因此停下腳步。未來,在疫情受控 的情況下,需進一步放寬海外入境檢疫限制,及盡 快與內地就正常通關安排達成共識。

自上周五政府公布有關消息後,航空公司及入境處 的網頁的瀏覽量激增,旅遊相關的股票大幅上漲,充 分反映市民對有關政策的熱切期待。然而,現時的政 策只便利香港市民外遊。但是,對計劃入境香港進行 商貿或旅遊人士來説,仍然未夠吸引力。

「0+3」影響旅客來港意慾

香港地方不大,卻是美食天堂。除了傾談生意合 作或觀光購物外,品嘗各國佳餚必定是其中一項重 要活動。在「0+3」安排下,他們只能留在酒店房 間進食,這無疑會影響來港的意慾。加上,當不少 香港人相繼外遊,他們會傾向於海外消費,減低本 地消費的慾望,從而對本地的餐飲、零售及酒店業

此外,香港作為國家一部分,與內地有不少經 濟活動。香港要鞏固國際金融中心地位,必須加 快與內地正常通關。經過兩年多的煎熬,很多企 業的實力已有所削弱,而有些廠商未能夠返回內 地廠房,又未必能遙控管理,對生意影響難以掌 握。因此,雖然香港與內地恢復正常通關暫時仍 未見曙光,不過「逆隔離」的安排落實,實在是 刻不容緩。

因應香港的抗疫政策,除了出現令人憂慮的人才 短缺問題外,香港8月出口表現下跌14.3%,遠遜 預期,而進口跌幅亦擴大至16.3%,估計出口下滑 的情況會持續一段時間,而且明年第一季訂單並非 十分多,相信明年出口數字仍然向下。

「0+0」是「追落後」關鍵

香港是外向的細小型經濟體,需要活水支撐經濟 活動,因此,刺激經濟復甦的下一步就是「追落 後」,與其他開放經濟體看齊,盡快實施「0+ 0」,並與國家恢復人員交往。有關工作,「急不 來!,亦「慢不得!。

英國市場波動未止 投資仍需避險

趙耀庭 景順亞太區(日本除外)環球市場策略師

9月28日星期三,英倫銀行出手干預金邊債 券市場,以必要規模買入國債。目前,此次干 預似乎遏止了英國債券市場抛售,而背後的貸 款機構、養老基金及其他負債主導的投資者面 臨追加保證金要求及嚴重的流動性短缺。英鎊 已企穩,金邊債券孳息率曲線大幅反彈。再 者,英國以外地區(特別是歐元區)之前上升 的債券孳息率現時亦有所回落。

我們對市場形勢有何展望?

我們認為,英倫銀行注入流動性,可能已解 决了英國金融體系的緊迫問題,並且可能限制 金邊債券及英鎊的短期波動。然而,英國還沒 脱險。英倫銀行首席經濟學家 Huw Pill 表示需 要採取重大的貨幣政策和措施以作應對。市場 仍預期英倫銀行在11月3日會議上加息150點 子。

由於預計按揭貸款利率上調,甚至可能大幅 上調,本周的市場衝擊加上進一步加息很有可 能打擊經濟增長、市場信心及家庭消費。我們 希望當局採取更多行動以提升市場信心。

英國政府需要推出可靠的財政計劃,既要支 持長期增長又不能推高通脹預期,以鞏固英倫 銀行的金融穩定性。更高的短期支出要求對比 推動投資及生產力的較長期增長計劃,他們的 時間跨度並不匹配。

我們由此得出什麼投資觀點?

簡言之,我們認為短期內重大金融事故風險 已降低。短期市場波動的可能降低,不過市場 焦點將回到主要經濟體面臨的迫切宏觀挑戰。

有何投資啟示?

美國:聯儲局的加息路徑最為清晰,美國或 許在主要經濟體中處於最佳的整體位置。由於 美國的通脹愈來愈受到國內物價及工資推動對 美元構成利好。歐元區及英國仍面臨能源危 機,將需要積極的財政支持。

英國:短期而言,隨着英國的金融事故風險 降低,環球避險情緒亦降低,環球市場很大可 能企穩。由於失去了政策可信度以及明智管理 經濟和金融的信譽,英國經濟依然脆弱。

歐洲:英國的政策失誤及劇烈的市場走勢突 出了於高通脹及貨幣政策緊縮時期,需要(或 希望)擴大預算赤字的政府面臨的困難。

在能源危機期間為家庭及整體經濟提供支持 的壓力,仍是整個西歐面臨的主要挑戰。投資 者亦應密切關注其他面臨財政挑戰的高負債經 濟體,它們的風險溢價可能更高,特別是意大 利。隨着歐洲央行繼續收緊傳導保護工具,以 限制主權債券息差無端分歧上限,該不容輕視 的風險可能會遭受考驗。

港股流動性危機尚未化解

汪心浩 華坊諮詢評估董事

流動性是資本市場的基礎,港股 市場作為一個開放的離岸市場,目

前正面臨着流動性下滑的局面。網 絡上對港股有一個奇妙比喻:明明 跌穿了地下十八層,以為終於到頭 了,結果發現下面還有不知道多少 層僭建,使人絕望。

成交疲軟反映流動性減少

從整體成交情況來看,目前港股 市場的市盈率估值已經降至10倍以 下,上半年累計成交額為12.9萬億 港元,同比下降32%。市場整體成 交疲軟,意味着單一股票能獲得的 流動性更少。近兩月以來,港股市 場中的零成交股票和10萬港元以下 的小額成交股票高達1,000多隻,佔 比超過40%。

在估值專業上,流動性折扣是一 個經常使用的變量。據專業研究, 具有公開活躍市場的上市股權和沒 有公開活躍市場的私人股權,其流 動性折扣的差異可高達20%至 30%。那麼,當資本市場流動性整 體不足的時候,可認為公開市場的 活躍度下降,出現部分的流動性折

扣也不足為奇。

根據香港聯繫匯率制度的設計, 港元匯率按市場供求於 7.75 至 7.85 的兑换保證範圍內浮動。當港元過 於疲軟時,金管局就會動用更多外 匯儲備來買港元沽美元,從而穩定 港元匯率。而我們看到,香港金管 局今年迄今賣出的美元規模已超出 2019年全年水平。

資金流出港元體系拖累港股

港元匯率承壓在一定程度上説明 資金在流出港元體系,進而拖累港 股。今年以來,美國面臨嚴重通貨 膨脹。從3月起,美聯儲開啟新一輪 加息周期。此輪加息,不論是頻率 還是力度都遠超市場預期。相較而 言,香港的加息步伐則較為謹慎, 沒有馬上跟隨,最優惠利率也僅在9 月份上調了0.125%。

目前為止,美聯儲尚未表示加息 的終點,因此市場預期港美息差會 繼續擴闊。當息差擴闊至相當程度 的時候,自然出現足夠誘因,引發 市場人士進行套息交易,驅使資金 逐漸從港元流向美元。那麽,股市

的下跌也在情理之中了。

香港現在面臨一個兩難的局面, 如果激進跟隨加息,那麼高息環境 將拖累整體的經濟發展,並且對樓 市造成重大打擊。但如果保持息 差,那麽港股中的資金將進一步流 出,拖累股票市場的回報。

後市關注港美息差

但同時,投資者也應當看到,港 股目前的弱勢表現和上市公司的基 本面有所偏離。由於流動性不足導 致的價值下跌,也自然會在流動性 得到補充後得到彌補。危中有機, 事物也有兩面性。資本市場的周期 性决定了過度的下跌,自然也就意 味着將來的投資機會。不管怎麼 説,在目前的情況下,謹慎關注宏 觀貨幣指標,尤其是聯繫匯率制度 下的港美息差預期,至關重要。

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。