

新興市場緣何風平浪靜？



國際視野 潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

根據過往歷史，美元轉強對於新興市場來說，是一個噩夢。1997年爆發的亞洲金融風暴就是一例。美國的長期利率上升，亦未必有什麼好處。想想2013年中，美國聯邦儲備局主席伯南克放出風聲計劃減少每個月購買美國國債的規模之後，金融市場迅即爆發「QE縮減恐慌症」(the Taper Tantrum)，全球債券市場的市值在6月14日至30日期間足足蒸發了1.5萬億美元。

上述兩者再加上美國的貿易保護主義可能升溫，現時的環球環境對於新興市場的資產來說，絕對是不利的。然而，儘管有這麼多的不利因素，MSCI新興市場指數目前的拋售仍然是相當溫和的，特別是在墨西哥方面。自從美國總統選舉以來，MSCI新興市場指數累積只下跌了6%。與2013年「QE縮減恐慌症」期間，在幾個星期內下跌17%相比，這跌幅尚算比較小。

資金氾濫 抵消消息升影響

自從美國總統選舉以來，DXY美元指數(美元兌6種主要外幣的表現)已上漲了4%，美國的10年期國債孳息率亦上升了四分之一，威脅發動全球貿易戰的特朗普亦當選了美國總統，現在的疑問不是「新興市場為何被打壓？」，而是「新興市場為何好像之前般風平浪靜？」

美元升值以及美國孳息率上升，對於新興市場來說是不利的，因為這會增加它們償還美元債務的利息負擔。因此，這實際上會令新興市場出現貨幣緊縮現象。一些同時擁有龐大「雙赤字」(貿易赤字和財政赤字)的經濟體，例如巴西和墨西哥等，會尤其痛苦，這等於強迫它們進一步勒緊褲頭帶。

為了防止貨幣大幅貶值(這會令通脹大升)，新興市場國家的中央銀行會被迫跟隨美國利率的走勢。這些就是新興市場國家表面上容許資本自由流動但又緊盯匯率走勢所產生的必然結果。印尼和墨西哥的中央銀行上周就作出了示範。

儘管經濟和信貸增長緩慢，印尼央行上周仍然維持利

新興市場每股歷史盈利開始跑贏發達市場

新興市場每股盈利 / MSCI 發達市場每股盈利



“為了防止貨幣大幅貶值，新興市場國家的中央銀行會被迫跟隨美國利率的走勢。這些就是新興市場國家表面上容許資本自由流動但又緊盯匯率走勢所產生的必然結果。印尼和墨西哥的中央銀行上周就作出了示範。



美元升值及美國孳息率上升，將會增加新興市場國家償還美債的利息負擔，實際上會令新興市場出現貨幣緊縮現象，如巴西和墨西哥這些國家，將會尤其痛苦。圖為墨西哥一家找換店外。(路透社)

率在4.75厘不變，而不是減息，以免令印尼盾進一步轉弱。

至於墨西哥，繼日前加息50點子之後，很可能仍然要繼續加息。這是因為，它不能承受利率走勢偏離美國太多的代價。

利率不能相差太遠 墨西哥料繼續加息

直至目前為止，事態的發展都好像以往般。但是，現在已不是2013年。現在的新興市場與「QE縮減恐慌症」期間的新興市場，已經有相當大的分別。

第一，經過謹慎的重建之後，大多數新興市場國家的外部資產負債表，已經比2013年時健康得多。而且，沒有迹象顯示，它們有美元嚴重短缺的現象。

第二，2013年時，新興市場國家貨幣的匯率普遍都是偏高的。但現在，它們的匯率都屬於正常，或甚至偏低。

第三，如果新興市場國家的經濟走勢與美國大致上同

步，那麼新興市場國家的資產亦可以承受到美國緊縮貨幣政策的衝擊。尤其是，美國的加息只是由很低的水平開始。

美國適度緊縮 有利新興市場強國

根據以往的歷史，在這段時期，收入增長和通脹預期都會上升。我相信，現在的環境亦是如此。因此，由美元轉強和美國國債孳息率上升而引發新興市場出現的少許經濟緊縮現象，應該有助遏抑亞洲區某些過熱的經濟環節。這反而可以提供一個比較好的宏觀經濟背景，讓市場進行重估。

因此，美國若進一步大幅收緊貨幣政策以及發動全球貿易戰，可能會對新興市場構成通縮風險，但今天的情況與2013年的情況已經顯著不同。

以目前的環境來說，若美國經濟只是適度緊縮，對於新興市場當中經濟較強的國家，反而有些好處，可能會令它們的股市跑贏其他國家。