



美國聯儲局一如市場普遍預期調高政策利率 25 基點。會後議息聲明內容及在新聞發布會上的言論偏向鷹派。在本期市場通訊中，亞洲宏觀策略主管 Sue Trinh 探討美國加息對新興市場的潛在影響。

不明朗因素升溫下收緊貨幣政策 對新興市場的影響

美國聯儲局一如市場普遍預期調高政策利率 25 基點。會後議息聲明內容及在新聞發布會上的言論偏向鷹派：

- 根據最新的聯儲局利率點陣圖顯示，基準聯邦基金利率在 2022 年底的中位數預測約為 1.9%，2023 年將進一步升至約 2.8%
- 聯儲局主席鮑威爾暗示仍有可能加息 50 基點，並補充「在每次會議都可能加息」
- 聯儲局表示預計在「未來一次的會議」啟動量化緊縮（縮表），最早可能在 5 月份
- 最後，聖路易斯聯邦儲備銀行行長 James Bullard 提出反對，他主張加息 0.5 個百分點，這是自 2020 年 9 月以來有成員首次投票反對議息決定

總括而言，即使聯儲局將今年國內生產總值增長預測，由 4% 向下修訂至 2.8%，但面對遠高於預期的通

脹（今年通脹預測調高至 4.3%），聯儲局暗示將會大幅加快緊縮政策的步伐。

近期的烏克蘭危機導致全球供應鏈受阻，商品價格飆升，加劇各主要央行所處的兩難局面，包括聯儲局。一方面，供應鏈受阻將推高整體通脹（及通脹預期）；但另一方面亦將進一步壓抑實際收入、經濟活動及核心通脹。在這種環境下收緊政策，可能會加劇經濟增長的下行風險。要解決由成本帶動的通脹問題，單憑貨幣政策基本上效用不大。

然而，許多央行正致力推動貨幣政策正常化，包括在上周採取行動的加拿大央行及歐洲央行，以至本周的聯儲局。面對負面的全球供應衝擊，緊縮政策的成效不但令人質疑，其動態對全球流動性更可造成重大影響。全球流動性增長已顯著放緩，由 2021 年 3 月的 21.5% 紀錄高位降至上周的 5.4%，是自 2020 年 4 月以來的最低水平。¹ 全球流動性下降與新興市場的增長及盈利息息相關，在廣泛層面亦與風險資產相關。

¹ 彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 14 日。

圖 1：全球貨幣供應按年增長



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 14 日。

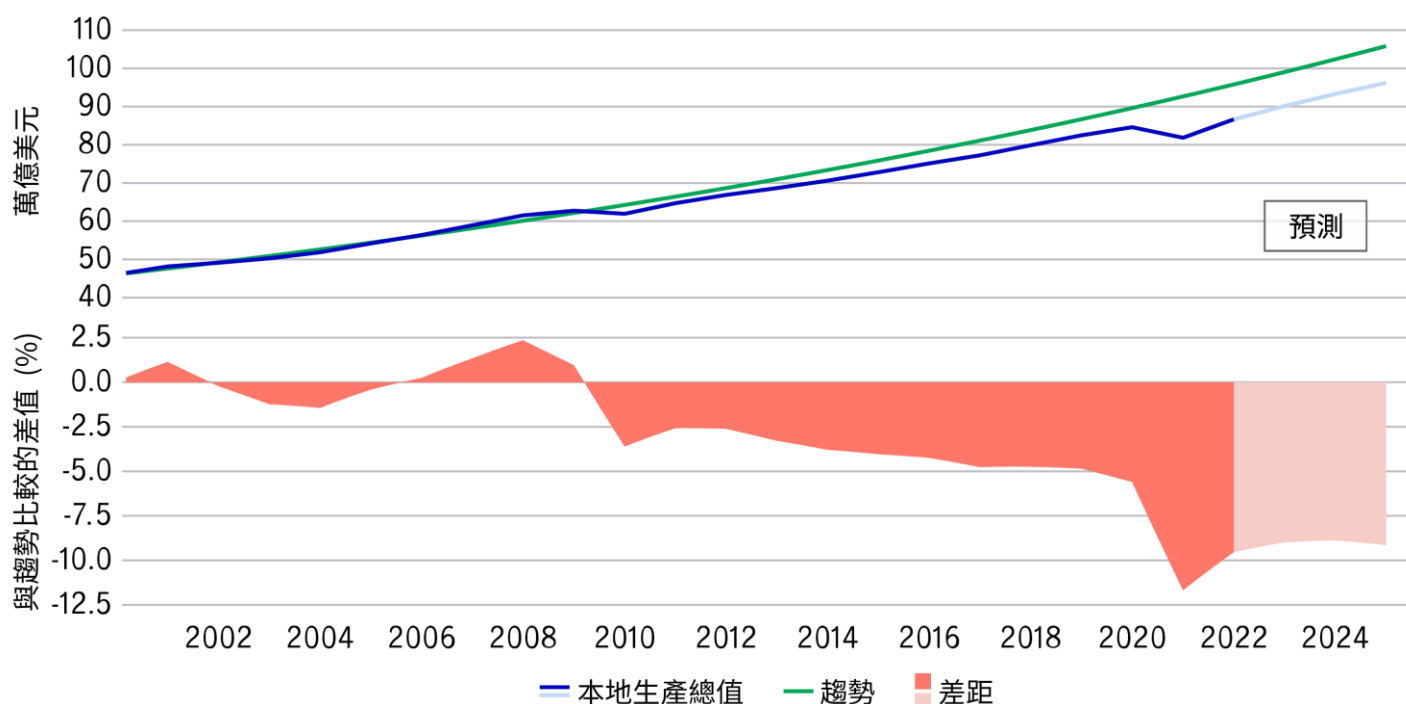
我們仍然認為政策官員對高通脹的憂慮，最終將不敵對增長放緩的擔憂。在沒有結構性改革的情況下，實體經濟將無法承受任何程度的緊縮政策。驟耳聽來，這似乎令人難以置信，尤其是在大眾媒體不斷報道許多經濟體已從疫情恢復過來，但試問：「實際上真的如此樂觀嗎？」

我們認為重返疫情大流行前的產量水平並不值得憧憬，或許只是政策官員所訂的目標太低而已。回顧 2019 年底至 2020 年初，當所有人未嘗聽聞 2019 新型冠狀病毒（COVID-19）一詞為何物時，全球的經濟狀況如下：

- 世界銀行把 2019 年描述為「貿易及投資疲弱，將拖累世界經濟陷入自全球金融危機以來最疲軟的一年」
- 國際貨幣基金組織指出，全球增長急跌，新興市場及發展中國家的經濟活動出現「較明顯」放緩，其中少數國家更「面對宏觀經濟及金融壓力」
- 經濟合作與發展組織指出，全球前景「不穩定」，尤其是「增長放緩的風險仍然甚高，包括貿易衝突升級、地緣政治局勢緊張、中國經濟放緩可能超出預期，以及氣候變化」
- 2021 年全球實質國內生產總值比長期趨勢低 9.5%²，並遜於 2020 年 6 月底的水平。與此同

² 彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 14 日。

圖 2：全球實質國內生產總值對比長期趨勢



資料來源：聯合國糧食與農業組織、Maddison Project Database、世界銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 14 日。

時，全球債務升至 303 萬億美元的歷史新高。根據現時的普遍預測，2024 年底的國內生產總值仍將比長期趨勢低 9.1%²。

這是美國孛息曲線多月來一直發出的訊號。其中最重要的是歐元期貨，當然還有 2 年期與 10 年期債券孛息曲線，目前孛息曲線比過去 18 至 24 個月任何時候都更趨平坦。在名義息率處於極低水平下，孛息曲線幾乎倒掛，突顯環球經濟狀況不穩。我們認為若央行試圖透過利率正常化及縮表，以遏抑成本帶動的高通脹，很可能會導致政策失誤。我們預計聯儲局將於第三季轉向鴿派立場，而且從步伐、幅度及時期方面來說，當局的緊縮政策周期最終將會低於市場目前的定價水平¹。

我們是否需要憂慮聯儲局行動再次對新興市場造成恐慌？

投資者一直向我們提出一個問題：若聯儲局開始推行縮減量寬措施，市場會否再次出現縮減量寬恐慌（正如 2013 年，以及程度較輕的 2018 年一樣）？

從宏觀角度來看，可以從兩方面回應這個問題。先從正面角度分析：整體來說，現時新興市場經濟比以往更為強健。

回顧 2013 年和 2018 年，許多新興市場仍然非常依賴外來融資，並普遍錄得經常帳赤字，而應對貨幣貶值的外匯儲備緩衝亦有限。在不少情況下，這形成負反饋循環，然而，目前這些弱點已不如過往般顯著。

- 對外收支狀況已經改善 — 在 2020 年和 2021 年大部份時間，疫情相關限制措施導致本地需求急跌，有助改善對外貿易的收支狀況。環顧亞洲，

印度及印尼在這方面表現大幅改善。至於其他新興市場，南非及波蘭表現出眾。

- **新興市場央行已建立更強大的外匯儲備緩衝** — 亞洲方面，印度及泰國已在這方面取得很大進展。至於亞洲以外地區，捷克及哥倫比亞表現出色。
- **新興市場外匯估值並非過高** — 按實質有效匯率計算，新興市場貨幣普遍較 2013 年走弱，因此大幅貶值的風險較低。亞洲方面，新加坡及馬來西亞比 2013 年更有能力應對未來波動的時期。然而，拉丁美洲在這方面明顯較弱，其中哥倫比亞、秘魯及智利最為脆弱。

不過，值得注意的是，新興市場的風險性質已經出現重大變化。

1 新興市場經濟體與已發展市場經濟體之間的增長差距縮窄

我們認為與 2013 年和 2018 年相比，新興市場的經濟增長前景較為暗淡。多年來，新興市場相對已發展市場的傳統增長優勢有所減弱，這個現象於疫情爆發前便已出現。

2 新興市場實質利率普遍處於較低負數水平

大部份新興市場經濟體的實質利率處於負數區間，意味如果聯儲局縮減量寬觸發新興市場資本外流，無論新興市場經濟體的名義利率有多高，亦無法避免外資流出。部份新興市場經濟體開始收緊政策，以經濟增長放緩為代價，防範上述風險。

3 新興市場經濟體的財政狀況普遍較疲弱

各地政府為應對疫情而增加公共開支，但疫情卻令稅收減少。因此，新興市場的財赤顯著擴大。財赤擴大意味公共債務佔國內生產總值比率上升。雖然新興市場經濟體的債務水平普遍低於已發展經濟體（已發展經濟體的債務通常超過國內生產總值的 100%），但這些市場無法靈活運用央行資金推出財政刺激措施，以支持經濟活動。我們認為如果聯儲局縮減量寬，負債水平高企和高度依賴外資的新興市場經濟體，其政策公信力可能面對嚴峻考驗。

4 新興市場對國際融資環境的依賴程度普遍較高

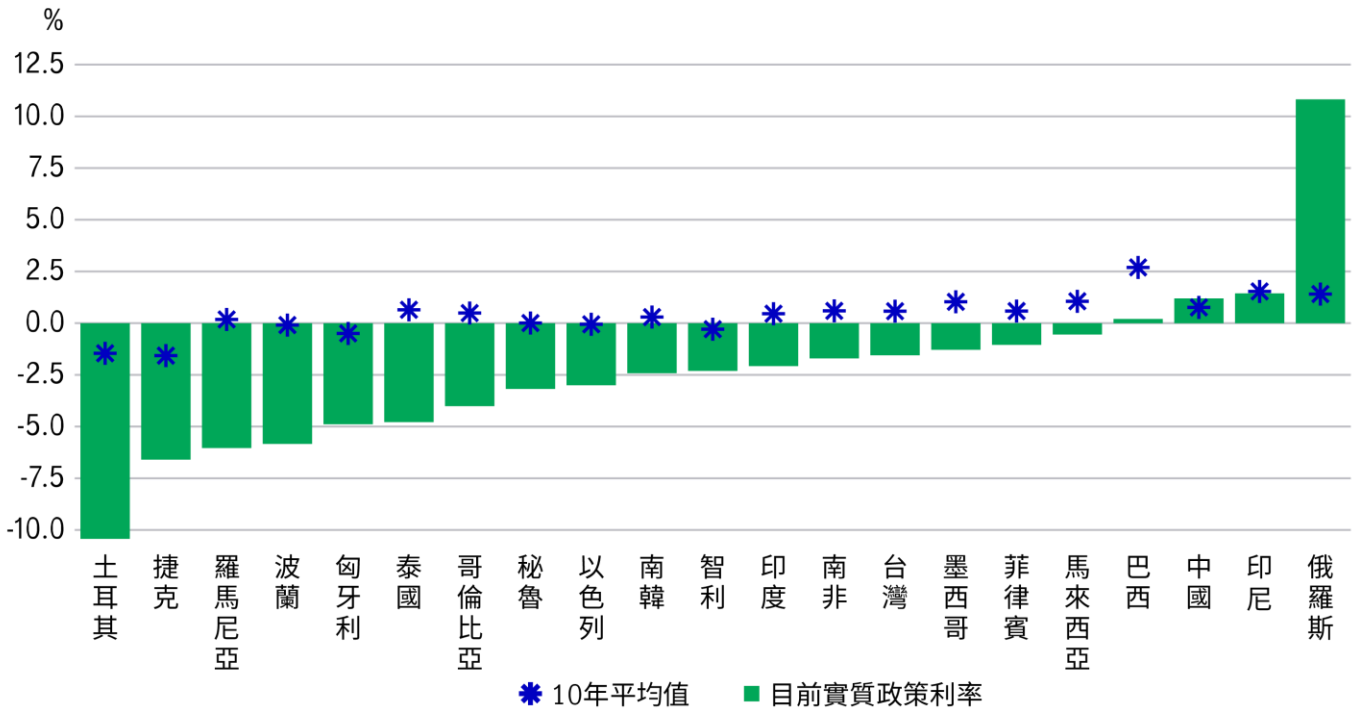
在聯儲局縮減量寬的情況下，新興市場決策官員能否在疫情持續爆發下支持當地經濟，仍將取決於一些其他因素。關鍵因素之一是新興市場政府的財政狀況對國際融資環境的依賴程度：即使大部份債券是以當地貨幣計價發行，但如果外國投資者持有的當地貨幣債券佔比相當高，則當地政府仍可能受到國際環境所影響。

5 部份新興市場經濟體更加依賴當地股債市場的外資持倉

政策行動面對的另一限制是投資組合資金無序流出的風險。若新興市場經濟體當地債券和股票市場的外資持倉，相對官方外匯儲備而言處於高水平，便會面對最重大的風險。在其他條件相同的情況下，如果一個國家的外資持倉相對央行外匯儲備（例如印度）屬於偏低，則決策官員將有較大的政策行動空間。

圖 3：新興市場經濟體採取常規貨幣寬鬆政策的空間正在減少

現時實質政策利率對比 10 年平均水平(%)



資料來源：各地中央銀行、國家統計辦公室、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 14 日。

聯儲局在 3 月份聯邦公開市場委員會會議上表示，仍準備透過加息應對短期通脹。另一方面，地緣政治風險和市場避險情緒仍然高漲，而且似乎將繼續上升，加上長期的滯脹環境，宏觀經濟狀況普遍不利新興市場；然而，投資者是否應不分優劣地拋售所有新興市場持倉？我們認為「不應該」。事實上，透過全面的分析方法，我們可見新興市場資產類別之間存在重大差異。因此，即使在環球市場波動上升期間，投資者亦可透過多元策略，獲取具相對價值的投資。

儘管如此，投資者在未來數周或數月顯然需要保持堅定意志。在不明朗因素升溫及可預期低的環境下，環球央行仍堅決實施利率正常化，預料將不會對市場有利。我們無意說空泛之言，但認為目前環境較有利主動投資策略，並忠告投資者宜審慎行事。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

550986