

2019年1月11日

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士  
分析員 劉雅瑩

## 2019年全球經濟增長格局與“一帶一路”發展重點

步入2019年，全球經濟增長呈現全新格局：世界先進經濟體增長同步放緩，而新興市場經濟體（尤其是“一帶一路”沿線國家）將成為世界經濟增長的新亮點。

全球主要央行將繼續調整其貨幣政策，全球流動性可能出現進一步收縮。金融條件的收緊及內外部因素將導致2019年先進經濟體經濟增速降至2%上下。相反，2019年美聯儲加息預期降溫和美元的相對回軟，使新興市場面臨的外部壓力有所緩解，新興市場可能出現良好增長勢頭。根據世界銀行預測，2019年新興市場經濟增速有望與2018年的4.2%持平，2020年則有機會升至4.5%。



數據來源：世界銀行

### 一、世界主要經濟體增長同步放緩

2019年，美國和歐元區經濟將出現不同程度放緩。世界銀行日前預測，美國和歐元區經濟增速分別從2018年的2.9%和1.9%放緩至2.5%和1.6%，其中美國經濟增長或將於2020年顯著跌至1.7%。日本經濟增速雖較2018年小幅上升一個百分點至0.9%，但經濟增長維持疲弱，且未來兩年經濟增速持續下滑。

實際增減百分率	世界銀行預測			國際貨幣基金組織預測		
	2018	2019	2020	2018	2019	2023
先進經濟體	2.2	2	1.6	2.4	2.1	1.5
美國	2.9	2.5	1.7	2.9	2.5	1.4
歐元區	1.9	1.6	1.5	1	1.9	1.4
日本	0.8	0.9	0.7	1.1	0.9	0.5

資料來源：世界銀行、國際貨幣基金組織、中銀香港經濟研究

## 1、投資放緩和財政政策的不確定性對美國經濟造成壓力

進入 2019 年以來，美國國債收益率快速下行，反映出市場對美國經濟增長放緩的普遍預期。美國經濟的下行風險亦使得近期美聯儲明顯趨鴿，進一步強調對加息保持耐心。2018 年 10 月，IMF 將 2019 年美國經濟增速從此前預期的 2.7% 下調至 2.5%。事實上，美國近期的經濟數據亦差強人意。美國 12 月 Markit 製造業 PMI 終值 53.8，跌至 15 個月以來最低水平；ISM 製造業指數亦下跌至 54.1，為 2008 年以來最大跌幅。從細項看，2018 年底美國製造業的產出和新訂單增長均跌至一年多來最低水平，反映出儘管美國製造業持續擴張，但擴張速度要較以往明顯放緩。相信美聯儲加息及縮表後金融條件的收緊和特朗普的貿易保護主義會繼續施壓美國的製造業投資。另一方面，房地產市場需求不振使 2017 年底以來美國的新屋和成屋銷量一路下滑，2018 年美聯儲 4 次加息使樓市面臨的壓力加大，房地產投資活動放緩進一步增添市場對美國經濟下行的擔憂。此外，美國長息回升和美國股市的下調風險亦會在一定程度上制約國內消費。

財政政策的不確定性亦籠罩著美國經濟前景。中期選舉後民主黨重掌眾議院，將對特朗普政府的財政政策產生制肘，並顯著降低進一步減稅和加大基建投資的可能性。值得注意的是，當前聯邦政府超過 20 萬億美元的巨大債務壓力將會壓縮美國在其它領域的支出，對經濟增長起到負面作用。（據美國國會預算辦公室發佈的 2018 年“長期預算展望”推測，如果現行法律總體上保持不變，預算赤字的增加將在未來 30 年內大幅增加債務；到 2028 年，聯邦政府債務將接近 GDP 的 100%，到 2048 年，這一比例將達到 152%）。因此，減稅和政府開支帶來的提振效應的淡出，會導致 2019 年美國經濟增速減緩。

除此之外，共和黨與民主黨在移民、邊境安全等問題上的爭鬥對經濟基本面有不利影響，或會進一步惡化市場對美國經濟前景的預期。2018 年 12 月 21 日，美國民主黨與美國總統特朗普就美墨邊境牆預算支出一事無法達成一致，導致美國聯邦政府進入停擺狀態。國際評級機構惠譽表示，若政府關門對財政政策造成更明顯的不穩定，將有機會影響美國的主權信用評級。穆迪則認為，如果政府關門持續，將使有關美國

債務上限的談判複雜化。

## 2、三大因素或使 2019 年歐元區經濟回到相對疲弱的復蘇舊態

第一、外需疲弱下的出口放緩將對貿易依存度極高的歐洲經濟造成打擊。貿易摩擦及外需轉弱均對歐洲出口的重要支柱-汽車產業造成打擊，外加法國“黃背心”抗議活動影響，歐元區新訂單增長幾近枯竭。

數據顯示，歐元區 PMI 新訂單和新出口訂單指數在 2018 年累計下跌 11.9 和 11.3 個百分點。12 月歐洲製造業 PMI 創下 34 個月新低 51.4，服務業和綜合 PMI 分別錄得 51.4 和 51.3，均創 49 個月新低。同時，歐元區消費者和企業信心指數創 10 年來最大跌幅。在此背景下，淨出口對歐洲經濟的拉動作用下降。根據 IMF2018 年 10 月份的預測，2019 年歐元區經常帳戶餘額將降至 2015 年以來最低點 4073 億美元，佔 GDP 比重亦從 2016 年的高點 3.6% 回落至 2.9%。

第二、歐洲央行在 2018 年 12 月的利率決議會議上確認退出 QE，儘管歐洲央行 12 月會議紀要已將上調關鍵利率的預期時間推遲至 2019 年末，但歐央行貨幣政策收緊造成的流動性衝擊仍可能使 2019 年歐元區經濟基本面進一步承壓。

第三、一系列政治問題為歐洲經濟前景帶來不確定性。默克爾卸任德國基民盟領導人增添了市場對德國政局不穩的憂慮；改革陣痛衝擊下法國內部混亂升級，法國總統馬克龍的民眾支持率跌至新低 18%，福利支出增加或使法國的預算赤字率突破歐盟設置的 3% 警戒線；義大利政府債務高企，與歐盟圍繞預算目標的博弈有機會引致義大利主權信用危機；脫歐談判陷入僵局；歐洲議會選舉中民粹政治勢力或繼續增強，這一系列政治問題都將影響歐洲一體化進程，並為歐洲經濟前景增添不穩定因素。

## 3、結構性問題導致日本經濟復蘇維持疲弱

在東京奧運會帶來設備投資增加和貨幣寬鬆刺激內需增長的支撐下，日本政府樂觀地認為日本經濟增速有望在 2019 年達到 1.3%，但市場機構的調查則顯示投資者普遍預期 2019 年日本經濟增速只有 0.7%-0.9%，經濟復蘇維持疲弱。事實上，2019 年日本經濟仍面臨多重風險。首先，人口結構的惡化和勞動力的下降依然制約著日本的經濟增長。其次，市場認為日本政府在 2019 年 10 月推進上調消費稅的概率超過 50%，在國內居民工資增長緩慢的背景下，這或對日本個人消費造成壓

力。再者，2019 年日本經濟面臨的包括貿易保護主義抬頭、美聯儲加息、英國“脫歐”、新興市場債務問題凸顯等外部風險。避險因素導致的日元升值，一定程度上亦會對日本出口及投資者信心形成打擊。

## 二、新興市場保持經濟穩定發展勢頭

2018 年，隨著美債債息攀升和美元指數走強，新興市場在匯率波動和資本外流兩大因素下普遍承壓，多個新興市場遭遇貨幣危機。步入 2019 年後，在目前油價回調的背景下，通脹壓力緩解，央行加息的緊逼性有所降低。美聯儲加息預期的降溫和美元的走弱，使得 2019 年新興市場面臨的外部環境有所好轉，有助新興市場經濟回穩，並重新在全球增長方面佔據領導地位。世界銀行在最新的《世界經濟展望》報告中預計，2019 新興經濟體的經濟增速總體上達到 4.2%，遠高於發達經濟體的 2.0%和世界總體水平 2.9%。

值得注意的是，90%以上的發展中國家和新興經濟體屬於“一帶一路”沿線國家（主要包括蒙古、西亞 18 國、南亞 8 國、中亞 5 國、東盟 10 國、獨聯體 7 國以及中東歐等國家），因此可以說未來“一帶一路”地區將成為全球經濟增長的主要引擎。事實上，2017 年“一帶一路”國家 GDP 總量已達到 24 萬億美元，佔世界 GDP 的比重為 31%，高於美國的 24.5%，以及歐盟的 20.4%。隨著“一帶一路”建設不斷推進，沿線國家的基礎設施和貿易投資將得到快速發展，其經濟增長潛力還將得到進一步釋放。根據 IMF 的數據預測，到 2020 年“一帶一路”佔世界 GDP 的比重有望達到 33%。

### 1、基建投資及強勁內需支撐東盟經濟增長，企業基本面有所改善

由於潛在經濟增長率較高和基本面較為穩健，亞洲新興市場相對其他拉美、歐洲及中東新興市場來說，整體韌性也較強。其中東亞國家經濟增速為 6%，南亞國家經濟增速達 7.1%。

東南亞方面，IMF 和 ADB 均預計 2019 年東南亞國家經濟增速將達到 5.1%。其中人均 GDP 較低的國家增長較快，如柬埔寨、老撾和越南的經濟增速有望達 6.7%-7%；人均 GDP 較高的國家如泰國、馬來西亞、印尼的經濟增速則達 4.1%-5.3%。當前，強勁的內需為東盟國家經濟增長提供有力支撐，並有效抵消出口放緩帶來的負面衝擊。展望 2019 年，東盟地區開始步入基建項目的高峰期，菲律賓、緬甸、柬埔寨、越南和汶萊等國家有大量基建項目陸續落地。基建投資或成為未來東盟國家經濟增長主要動力，同時有利促進商業和金融活動擴張。此外，受中美貿易摩

擦影響，未來 1-2 年內可能會有更多廠商把生產線移往低勞動力成本更低的東盟地區，給東盟實體經濟和金融業帶來大量機遇。按國別看，印尼內需強勁，家庭消費和公共投資的增長為經濟增添動力；菲律賓私人 and 公共投資同步加速；泰國國內改革持續，農民收入改善和私人投資增加能抵消出口下降的影響；越南內需維持強勁，商品出口和旅遊服務業持續擴張，農業、工業及金融服務有望延續 2018 年的出色表現。

南亞方面，印度正在迎來人口紅利，商品和服務稅改革和“印度製造”計劃、銀行再資本化的推行有望提高其國內生產力，並撬動長期增長潛能。儘管 2019 年印度面臨包括信貸收緊，財政空間受制及貿易摩擦升溫等外部風險，但當前印度並沒有明顯的通脹問題，且油價上漲和美元走強導致的外部壓力有所消退，而盧布貶值亦能提振印度出口。因此國際機構預計印度經濟增長將依然保持 7.5%-7.6% 的可觀增速。

實際增減百分率	世界銀行預測			國際貨幣基金組織預測			亞洲發展銀行預測		
	2018	2019	2020	2018	2019	2023	2017	2018	2019
新興及發展中國家	4.2	4.2	4.5	4.7	4.7	4.8	/	/	/
新興亞洲國家	/	/	/	6.5	6.3	6.1	6.1	6	5.8
東亞國家	6.3	6	6	/	/	/	6.3	6	5.7
中國	6.5	6.2	6.2	6.6	6.2	5.6	6.9	6.6	6.3
印尼	5.2	5.2	5.3	5.1	5.1	5.4	5.1	5.2	5.2
泰國	4.1	3.8	3.9	4.6	3.9	3.6	3.9	4.3	4.1
馬來西亞	4.7	4.7	4.6	4.7	4.6	4.8	5.9	4.7	4.7
越南	6.8	6.6	6.5	6.6	6.5	6.5	6.8	6.9	6.8
菲律賓	6.4	6.5	6.6	6.5	6.6	6.9	6.7	6.4	6.7
緬甸	6.2	6.5	6.6	6.4	6.8	7.2	6.8	6.6	7
老撾	6.5	6.6	6.7	6.8	7	6.8	6.9	6.6	6.9
柬埔寨	7.1	6.8	6.8	6.9	6.8	6	6.9	7	7
南亞	6.9	7.1	7.1	/	/	/	6.5	7	7.1
印度	7.3	7.5	7.5	7.3	7.4	7.7	6.7	7.3	7.6
巴基斯坦	5.8	3.7	4.2	5.8	4	3	5.4	5.8	4.8
孟加拉	7.9	7	6.8	7.3	7.1	7	7.3	7.9	7.5

資料來源：世界銀行、國際貨幣基金組織、中銀香港經濟研究

## 2、油價或對歐洲及中亞新興國家造成影響，但總體經濟維持穩定

中亞方面，受基建活動支撐，中亞最大的經濟體哈薩克維持穩定的經濟增長，ADB 預計其 2018 年經濟增長會好於預期（達到 4%）。由於 2019 油價回落，哈薩克經濟增長或小幅放緩至 3.8%，但建造業和服務業的經濟活動仍將保持平穩。

新興歐洲方面，受資本外流、貨幣貶值、通脹加速、以及債務攀升等因素影響，2018 年土耳其的投資者信心和經濟產出明顯下滑。高通脹、高利率和低信心或繼續打擊土耳其消費者和投資者信心，進而施壓

土耳其 2019 年的經濟增長。但由於新興歐洲國家之間的金融和貿易聯繫有限，土耳其不會對其餘新興歐洲國家產生明顯的外溢效應。隨著全球及歐元區經濟放緩、金融條件收緊、油價下滑，2019 年新興歐洲國家經濟增速或有所下滑，如波蘭受內需轉弱和出口放緩影響，經濟增速或從 2018 年的 5% 降至 2019 年的 4%；俄羅斯通脹維持穩定，內需相對堅挺，但油價回落或使其 2019 年經濟增速較 2018 年小幅下滑 0.1 個百分點至 1.5%。

實際增減百分率	世界銀行預測			國際貨幣基金組織預測		
	2018	2019	2020	2018	2019	2023
新興及發展中國家	4.2	4.2	4.5	4.7	4.7	4.8
歐洲和中亞	3.1	2.3	2.7	/	/	/
俄羅斯	1.6	1.5	1.8	1.7	1.8	1.2
土耳其	3.5	1.6	3	3.5	0.4	2.6
波蘭	5	4	3.6	4.4	3.5	2.8
哈薩克斯坦	3.8	3.5	3.2	3.7	3.1	4.6

資料來源：世界銀行、國際貨幣基金組織、中銀香港經濟研究

### 三、全球流動性呈現收縮趨勢，新興市場外部壓力可能緩解

#### 1、2018 年美聯儲加息和美元升值導致新興金融市場動盪

回顧 2018 年，美聯儲加息和美元升值下導致全球資金撤回美國，亞太新興經濟體的金融市場波動加大。2018 年上半年國外投資者從印度撤出資金高達 700 億美元，成為十年來最大的外資流出。資本流出的加快使得印度的外匯儲備已經從年初的 4110 億美元跌至 3993 億美元。東盟國家的資本外流亦有增加跡象。以印尼、馬來西亞、菲律賓和泰國四國為例，上半年國外資本流出共計 985 億美元，與 2017 年全年流入 1,290 億美元形成對比。

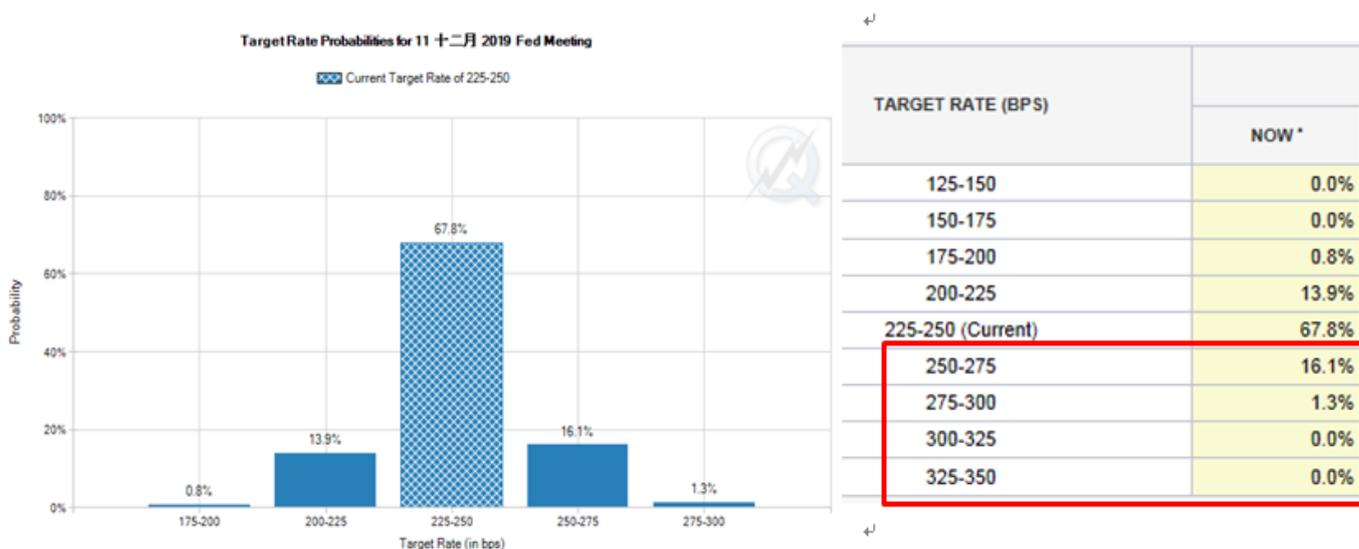
受資金外流影響，亞太新興經濟體的股市和貨幣均承受一定壓力。2018 年全年，S&P 東盟 40 指數下跌了近 10%。與此同時，美元指數的走強使得新興市場貨幣出現不同程度貶值。2018 年，緬甸、印度、印尼、菲律賓的貨幣相對美元分別下跌了 11%、8.5%、5.7% 和 5%；除泰國以外，其餘東盟國家的貨幣跌幅為 1%-3% 不等。

#### 2、2019 年全球流動性環境或發生變化，新興市場外部壓力緩解

進入 2019 年以來，全球主要央行對其貨幣政策取態進行了微調，這或預示著 2019 年全球流動性環境會較 2018 年有所放鬆，進而緩解了新興市場的外部壓力。

美國方面，美聯儲主席鮑威爾 1 月 4 日在美國經濟學會的亞特蘭大年會上強調“政策路徑不是預定的，美聯儲會傾聽市場的擔憂，必要時對調整縮表不會猶豫”，同時鮑威爾還強調了“對加息有耐心”。日前公佈的美聯儲 12 月會議紀要亦顯示，許多官員認為美聯儲“能夠對進一步的政策收緊保持耐心，尤其是在通脹壓力不愠不火的环境下”，可見美聯儲對其貨幣政策的態度趨於靈活。事實上，12 月美聯儲公佈的點陣圖顯示，多數聯儲官員預期今年加息次數從三次降為兩次。而芝加哥商業交易所（CME）的“美聯儲觀察工具”顯示，目前美國聯邦基金利率期貨交易市場預計，今年 3 月美聯儲加息的幾率為 5.6% 左右，6 月和 9 月加息的幾率僅分別為 21% 和 20.3%；若以加息 25 個基點計算，到 12 月末美聯儲今年加息至少一次的幾率不到 18%。市場對美聯儲加息預期的顯著降溫帶動近日美債長息持續回落，當前美國 10 年期國債收益率已從 2018 年 11 月初的高點 3.2% 快速回落至當前的 2.7%。

### 芝加哥商業交易所對美聯儲加息概率的估算



伴隨美聯儲加息預期降溫的，還有美元指數的由強轉弱。美元指數近期轉弱背後的最主要原因是美國經濟基本面的變化。正如前文所述，金融條件收緊對私人投資和居民消費的抑制、貿易保護主義對製造業擴張的影響、以及特朗普減稅刺激政策的消退等因素，均會導致 2019 年美國經濟增速回落，從而帶動美元轉弱。當前市場預期 2019 年美元的表現會較 2018 年為弱，這在一定程度上會減輕對新興市場貨幣和資金流動的壓力。



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

歐洲方面，近日歐洲央行亦公佈了2018年12月會議紀要。紀要顯示，官員們曾辯論是否要將歐元區的經濟前景從“平衡”下調至“略微下行”，但央行官員最終同意，下調2019年增長預期本身就等於承認，歐元區經濟前景面臨的風險有所增加。同時，會議紀要顯示歐洲央行上調關鍵利率的預期時間已經推遲至2019年末。由此可見，儘管歐洲央行在2018年12月的利率決議會議上確認退出QE，但其對收緊流動性的節奏仍維持謹慎。

日本方面，日本央行行長黑田東彥日前表示“央行將在較長的時期內維持利率在極低水平”，這反映出日本難以在短期內退出寬鬆。

在發達國家貨幣政策收緊步伐趨緩的同時，不少亞太新興國家央行跟隨美國步伐上調其貨幣政策利率，並積極使用外匯儲備進行穩定操作。如泰國央行在2018年12月進行了2011年以來的首次加息，將基準利率從1.5%上調到1.75%。而印尼、菲律賓、印度和馬來西亞央行均在2018年上調政策利率，市場預期印尼等部分新興國家在2019年還將繼續有加息操作。相信在美元漲勢趨於溫和的背景下，新興國家的加息操作有助穩定本國貨幣匯率和緩解資金流出壓力，對維持金融市場穩定起到積極作用。

#### 四、中國與“一帶一路”貿易及投資合作不斷推向深入

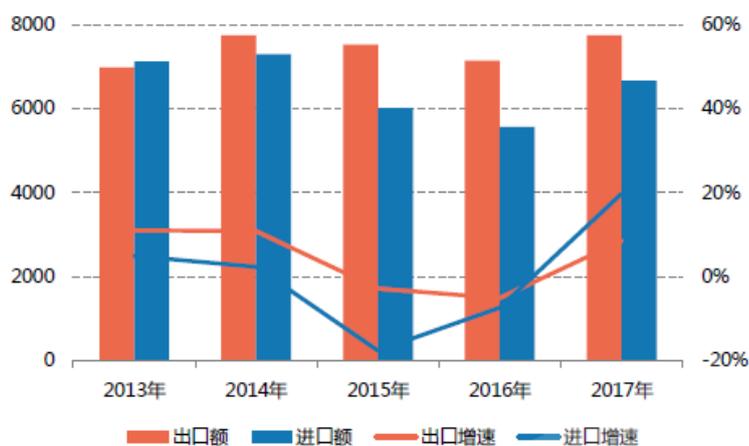
“一帶一路”倡議於2015年3月正式提出，得到國際市場的高度重視。2019年，“一帶一路”建設可能進入一個新的發展階段。

## 1、中國與“一帶一路”沿線國家經貿合作穩步發展

“一帶一路”倡議提出以來，中國與沿線國家的經貿往來日益頻繁，1/4 以上的對外貿易發生在“一帶一路”地區。根據商務部，中國過去 5 年與“一帶一路”沿線國貿易總額超過 5 萬億美元，年均增長 1.1%，且佔中國貿易總額比重持續上升；中國對沿線國家直接投資年均增長 7.2%；在沿線國家新簽對外承包工程合同額超過 5000 億美元，年均增長 19.2%。

進出口貿易方面，2014-2017 年，中國與“一帶一路”沿線國家進出口貿易額分別達到 11206 億美元、10029 億美元、9477 億美元和 14403 億美元，佔中國對外貿易總額的比重分別達到 26.1%、25.4%和 25.7%和 36.2%。根據商務部最新數據，2018 年 1-11 月中國對“一帶一路”沿線國家進出口增長 14.4%，較整體增速高 3.3 個百分點，佔外貿總值的比重 27.3%。其中對東盟、金磚國家出口分別增長 12%和 10.5%，高於整體出口增速 3.8 和 2.3 個百分點。

2013-2017 年中國與“一帶一路”國家進出口額及增速（億美元）

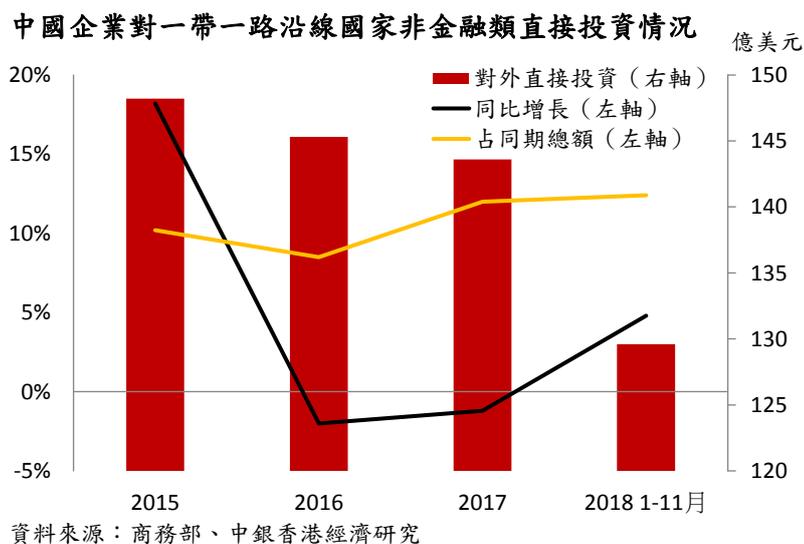


數據來源：國家信息中心

對外投資方面，2014-2017 年中國對“一帶一路”沿線國家的直接投資分別達到 137 億美元、148 億美元、145 億美元和 144 億美元，佔中國對外直接投資的比重持續上升，分別為 11.1%、10.2%、8.5%和 12%。2018 年 1-11 月，中國企業在“一帶一路”沿線對 56 個國家非金融類直接投資 129.6 億美元，同比增長 4.8%，佔同期總額的 12.4%。

對外承包工程方面，中國企業在“一帶一路”沿線國家新簽對外承包工程項目合同 3640 份，新簽合同額 904.3 億美元，佔同期我國

對外承包工程新簽合同額的 48.8%；完成營業額 736.6 億美元，佔同期總額的 53.4%，同比增長 12.6%。



## 2、新興市場經濟保持穩定增長，有利於“一帶一路”建設的繼續推進

從目前的經貿情況來看，新興市場尤其是東南亞國家是“一帶一路”建設的主要標的區域，因此以東盟十國為主的新興國家經濟金融形勢對“一帶一路”建設的推進尤為重要。

區域貿易額比重看，亞洲大洋洲地區（包括蒙古國、韓國、紐西蘭、東帝汶及東盟 10 國在內的 14 個國家）是中國在“一帶一路”的第一大貿易合作區域，2017 年中國與亞洲大洋洲地區“一帶一路”國家的進出口總額為 8178.6 億美元，佔中國與“一帶一路”國家進出口總額的 56.8%；其次為西亞地區，進出口總額 2332.4 億美元，佔比為 16.2%；東歐、南亞、非洲及拉美、中亞地區貿易額佔比分別為 11.2%、8.8%、4.5%、2.5%。目前，新加坡、越南、馬來西亞、泰國、菲律賓、印尼 6 個國家對中國出口額比重均超過 10%。中國也是沿線主要交易夥伴國的第一進口市場，其中越南自中國進口佔其總進口額的比重高達 30%以上。



2017年中國對“一帶一路”國家出口額前10位國家(金額單位:億美元) 2017年中國自“一帶一路”國家進口額前10位國家(金額單位:億美元)

數據來源：國家信息中心

對外直接投資方面，2018年中國企業在“一帶一路”沿線國家非金融類直接投資主要投向新加坡、老撾、巴基斯坦、印尼、越南、馬來西亞、泰國和柬埔寨等國家。

經上文分析，基建活動的擴張及強勁內需將支撐2019年東盟國家經濟增長，相信這將為“一帶一路”倡議的持續推進提供了有力支撐，並為中國企業在東南亞“一帶一路”沿線國家的投資提供良好契機。

### 3、宏觀政策應對經濟放緩，“一帶一路”助力中國經濟轉型

2019年，中國經濟雖然面臨內外壓力，但將仍可保持中高速增長。早前中央政府所推行的積極財政措施、以及中性偏寬鬆貨幣政策的作用將逐漸顯現，而且中央政府未來可能會有更多穩經濟、穩就業和穩增長政策出臺，以支持經濟平穩發展。

在此背景下，“一帶一路”倡議的持續推進能為中國經濟轉型提供更為廣闊的迴旋空間。改革開放後，中國借助人口紅利和資源優勢實現了粗放快速的經濟增長，但隨著經濟規模日趨龐大，中國需要轉變經濟發展方式，從要素驅動和投資驅動轉向創新驅動，深化改革和拓展對外開放則是這一動力的重要支撐。由於“一帶一路”涉及的國家或地區，與中國經濟互補性強，彼此合作潛力和空間巨大，因此“一帶一路”倡議一定程度上可為中國構建轉型平臺。隨著“一帶一路”建設和區域經濟合作的深入推進，一方面，中國可以把過去積累起來的龐大生產力運用於沿線各國的生產建設上，在打破沿線國家發展瓶頸和促進沿線地區經濟發展的同時，借助“一帶一路”建設實現

經濟轉型。另一方面，“一帶一路”建設要求中國企業按照國際慣例行事，一定程度上有利於倒逼中資企業加快結構調整和轉型升級，在發展方式上由要素規模擴張向創新驅動發展。

隨著全球化資源配置能力的增強和對外開放程度的深化，中國可保持經濟平穩增長，並在此過程中優化產業結構，進而邁向全球產業鏈中高端。

## 五、2019年“一帶一路”沿線的投資機會及重點

基於對2019年國際環境和世界經濟格局的分析，相信未來一帶一路仍存在大量投資機會。但企業和投資者在把握投資機會的同時，亦需要加強相關風險管理。

### 1、“一帶一路”沿線的投資前景相對樂觀

從企業經營角度看，在貿易戰帶來的種種負面影響下，“一帶一路”是中國打破外國技術和市場封鎖、實現國家崛起和民族復興的必然選擇。未來，中國企業可適當增加在“一帶一路”沿線國家（尤其是東盟國家）的貿易和投資，這可在多元化市場的同時，提高投資回報率。

從投資者角度看，一方面中美貿易摩擦對市場情緒的影響或會減弱。中美爆發貿易摩擦已有1年，雖然預計仍會持續一段時間，但市場已逐漸習慣此種狀態，中美貿易戰的影響範圍正逐步減弱。而在最差情況下，如中美貿易戰局勢持續惡化，某種意義上和程度上，投資者配置“一帶一路”國家資產反而會有收益。另一方面，“一帶一路”沿線國家的資產相對更具吸引力。未來一旦美聯儲加息進程放緩或終止，預期部分國際資金會從發達市場撤出，轉而流入亞洲新興市場。

(1) 從資產相對價值來看，亞洲企業債券存在一定價格窪地。

2018年亞洲債券市場表現相對較弱，亞洲美元企業債（特別是高收益債券）與歐美地區類似評級的債券相比，利差升幅尤為顯著。這說明亞洲企業債券價格正處於低位元，具有一定的配置價值。

(2) 從波動性來看，亞洲債券的風險系數較低。

根據過去五年歷史數據，不但亞洲高評級債券的歷史價格波動性 (CEMBI Broad Asian IG ) 低於美國同類債券 (JULI ex EM)，甚至亞洲高收益債券 (CEMBI Broad Asian HY) 價格波動也較美國同類債券 (US HY) 為低。所以，綜合風險回報分析，相對於同等利息的債券，亞洲債券的風險系數較其他新興市場債券為低。

(3) 從企業層面來看，亞洲區企業整體基本面仍處於復甦週期。

目前一些亞洲區企業盈利能力指標，例如 EBITDA 利潤率及淨利潤 (Net Income) 等，自 2014 年開始增長，目前仍維持良好增長趨勢。根據 JPM 對亞洲區的公司研究顯示，平均 EBITDA 利潤率為 17%，高於 2017 年的 16%；平均債務利潤比 (Net Debt/ EBITDA) 由 2016 年的 2.3 倍也下降至目前的 1.9 倍。另外，流動性狀況自 2014 年開始改善，目前也處於改善的週期中：現金債務比率由 2014 年的 26% 上升到 2018 年的 35%，高於 2017 年的 32%。雖然今年個別公司出現債務違約，但整體來看，亞洲區域公司的財務狀況呈現越來越穩健的趨勢，特別在投資級別的債券中，公司普遍資本性支出較早前有所減慢，收購兼併等活動於 2018 年也明顯放緩，使平均槓桿率處於較低水平。

## 2、把握“一帶一路”投資機會的同時需注重風險管理

### 第一、中資企業需要關注沿線國家國別政治風險。

從實際情況來看，中資企業在“一帶一路”沿線國家的投資非常容易受當地政局變更的影響。早在 2015 年，斯里蘭卡就曾因政府更迭叫停了中國在斯最大的投資項目——科倫坡港口城項目，使得項目進程受阻，並對中資企業造成了很大損失。而在 2018 年，中資企業在馬來西亞的項目亦面臨同樣的問題。馬來西亞新總理馬哈蒂爾先是在 5 月份單方面取消了新馬高鐵建設計劃，隨後在 7 月正式宣佈因“國債因素”和成本問題，取消價值共計 220 億美元的 3 個中資項目，其中包括東海岸鐵路和兩個耗資約 10 億美元的管道項目。這背後的原因之一是其新總理向選民兌現競選承諾，並進行政治遺產清理。在這三個項目中，東海岸鐵路項目對中國最具倡議意義，也是馬來西亞與“一帶一路”項目聯繫最緊密的項目。該項目的取消不僅為承建項目的中資企業增加了額外費用和損失，同時亦為“一帶一路”倡議增添了不確定性。

因此，中資企業在“一帶一路”沿線國家進行投資的同時，需深入分析當地的政治環境，並因地制宜地與當地政府、媒體和民眾進行

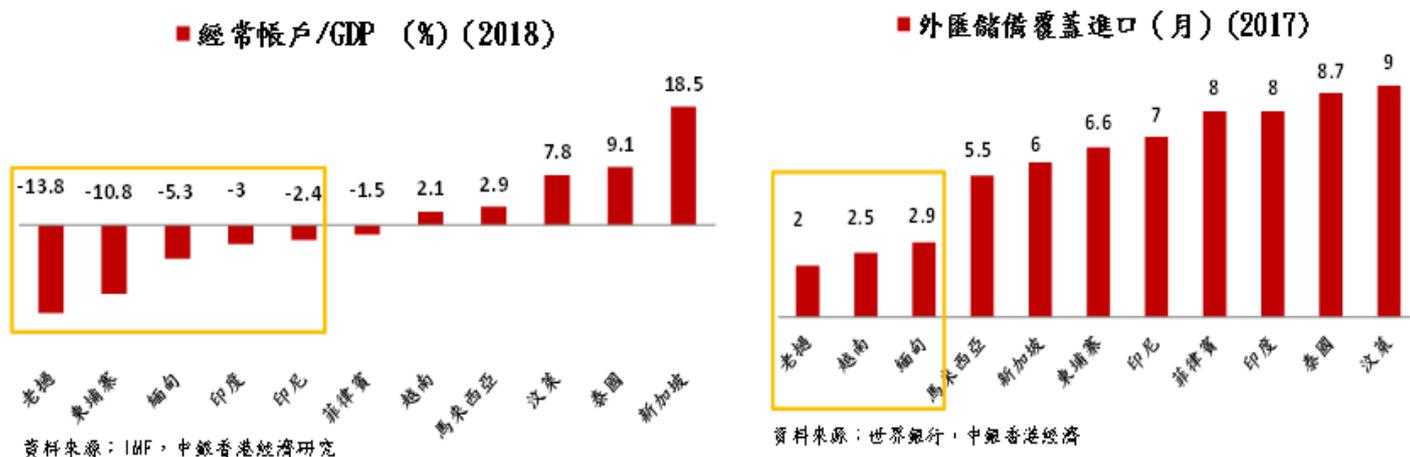
溝通，以儘量降低“一帶一路”建設中的國別政治風險。

## 第二、新興國家金融市場表現影響“一帶一路”項目及資產收益。

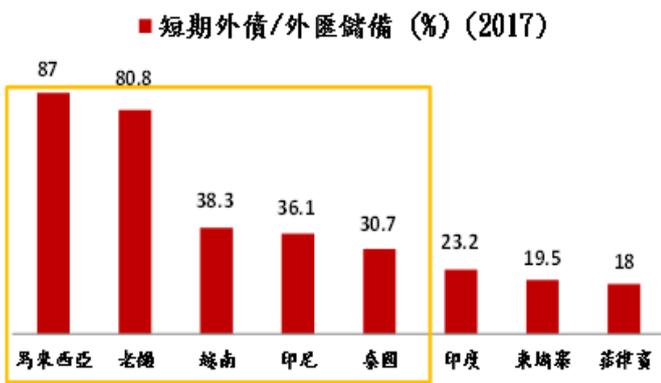
考慮到匯率因素，新興市場貨幣走勢對“一帶一路”項目和投資的實際收益有著重要影響。展望 2019 年，雖然新興市場面臨的外部壓力有所緩和，但全球流動性收緊趨勢依然有可能對新興經濟體金融市場造成影響，這需要中資企業和投資者在“一帶一路”沿線國家投資的同時加強風險管理。

目前來看，“一帶一路”沿線新興經濟體面臨不同的金融脆弱性。

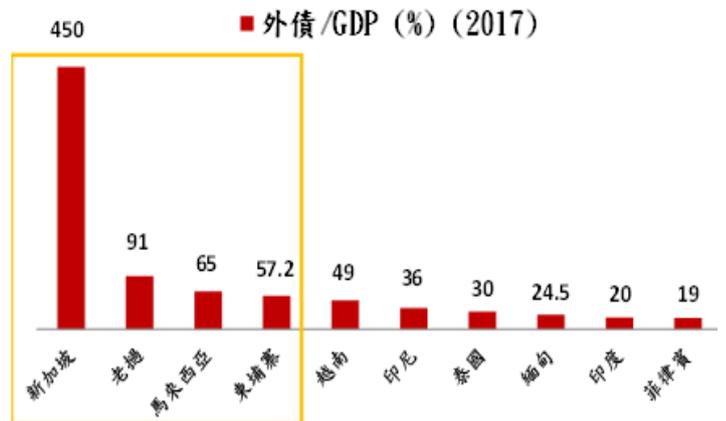
例如，老撾、柬埔寨、緬甸、印尼和印度的經常帳戶赤字佔 GDP 比重均超 2%，並有繼續上升趨勢。此外，印度的財政赤字率高達 6.9%，印度嚴重的財政和經常帳戶“雙赤字”問題或增加金融脆弱性。



老撾、越南和緬甸的外匯儲備未足以覆蓋 3 個月的進口；馬來西亞、老撾、印尼、越南、和泰國的短期外債/外匯儲備均超過 30%；而新加坡、馬來西亞、柬埔寨和老撾的外債佔 GDP 之比較高。在資本外流衝擊下，短期外債佔外匯儲備比重較高國家的償債壓力將大幅上升，極端情況下存在爆發外債危機可能。

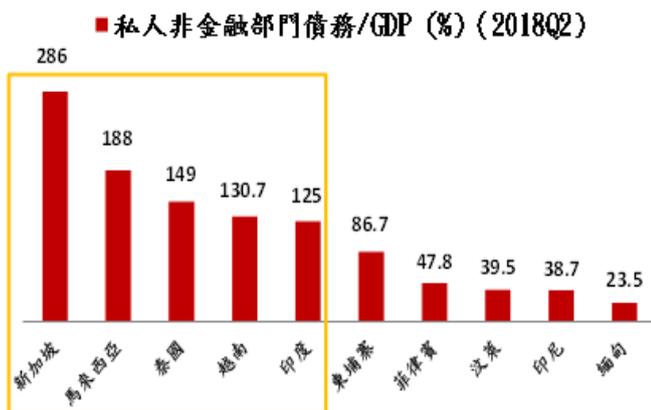


資料來源：世界銀行，中銀香港經濟

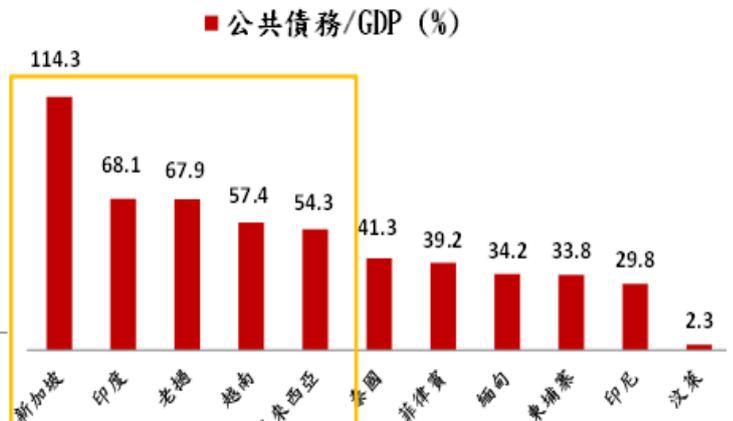


資料來源：世界銀行，中銀香港經濟

新加坡、馬來西亞、泰國、越南、印度等國家國內非金融部門槓桿率較高，均超過 100%；新加坡、印度和老撾的政府部門債務佔 GDP 比重均超過國際警戒線 60%，越南和馬來西亞的該比例亦接近國際警戒線水平。若央行在資本外流壓力下持續、大幅加息，內部槓桿較高的國家（如新加坡、馬來西亞、印度）或需被迫去槓桿，進而可能導致經濟增速下滑。



資料來源：BIS，中銀香港經濟研究



資料來源：IMF，中銀香港經濟研究

因此，在增加對“一帶一路”沿線國家投資的同時，中資企業和投資者仍需緊密關注其金融系統風險，並合理運用遠期、外匯期貨、期權和利率互換等風險管理工具，有效管理利率及匯率風險。