



商品價格走勢導致新興市場債券表現分歧

重點提要

- 俄烏衝突令商品價格上揚，是可能影響其他新興市場的主要途徑之一。若商品價格升勢持續，或會支持新興市場商品出口國對外貿易差額，但可能使製造業出口國受壓。
- 拉丁美洲商品出口國應最能受惠於商品價格衝擊，中歐 / 東歐和土耳其等國可能最受打擊。
- 新興市場匯率以往通常與商品價格呈正相關，但現時這種相關性看似已經逆轉，這可能反映供應引起的衝擊，多於需求導致物價上升。



Kirstie Spence

基金經理
駐於倫敦

商品價格飆升

俄烏衝突的影響可能會透過商品價格蔓延至俄羅斯 / 烏克蘭以外的固定收益市場。俄羅斯是最大天然氣出口國，也是第二大原油和石油產品出口國。美國現已禁止俄羅斯石油進口，英國亦表示將在年底前分階段停止進口俄羅斯石油。在 3 月初，受局勢影響，布蘭特原油價格自 2014 年以來首次突破每桶 130 美元的關口¹。俄羅斯和烏克蘭都是重要的糧食商品出口國，共佔全球小麥出口約 30%，因此這次衝突令小麥價格升至十年來高位。另外，俄羅斯也是鎳、鈹及鈦的重要出口國。本文探討商品價格上升如何影響新興市場債市。

供應因素衝擊商品價格對宏觀經濟的影響

- 1. 經濟增長：**商品供應趨緊可能導致環球經濟供應鏈的瓶頸問題惡化，實質收入減少（起初由於物價上漲遏抑私人消費，在一段時間後透過貿易而對收入產生第二次衝擊）則從需求方面打擊消費開支。上述兩方面的影響都對經濟增長造成負面影響。石油淨出口市場的情況正好相反，隨著出口貨值增加，當地經濟的利潤和工資將會上升。對於本土油價獲得大量補貼的國家，國際油價上升應只會對當地供求帶來有限影響。
- 2. 通脹：**商品價格上升對通脹的直接影響取決於商品佔消費物價籃子的比例。食品和能源一般佔新興市場國家消費物價指數籃子的比重較大。舉例來說，食品和能源佔印度消費物價指數籃子接近 60%，美國和歐元區分別則佔 22% 和 32%²。政府的干預措施亦是因素之一。多個主要石油出口國（例如沙特阿拉伯和科威特）均對燃料價格提供補貼或予以規管，因此商品價格上升對通脹的影響可能會較輕微。
- 3. 財政結餘：**對商品進口國來說，如果當地政府補貼商品價格（例如印尼），商品價格上升將削弱財政賬目。至於商品出口國，商品價格走高則有利財政結餘。不少新興市場出口國的石油損益平衡價明顯低於現價水平³。例如，只要油價低於 44 美元，卡塔爾便可以達到損益平衡，但沙特阿拉伯的石油損益平衡價為 67 美元⁴。
- 4. 經常賬結餘：**受惠於貿易價格比率（terms of trade）好轉，商品出口國的經常賬結餘應有所改善。下圖顯示每個國家的淨商品比重（以佔國內生產總值的百分比列示）。根據圖表，商品價格上漲最惠及俄羅斯、智利、馬來西亞、南非和巴西，儘管其涉及的商品種類各有不同。

1. 資料來源：彭博。截至 2022 年 3 月 7 日。

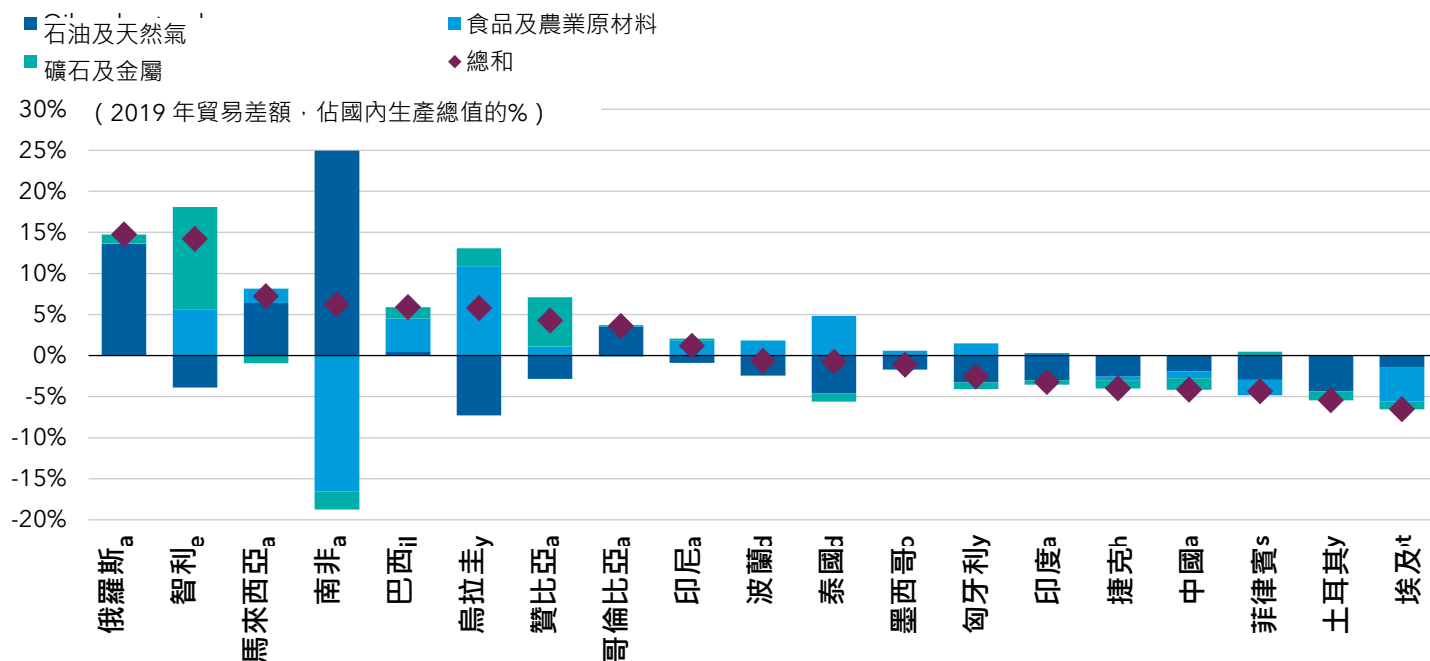
2. 資料來源：摩根士丹利。截至 2022 年 3 月 6 日

3. 達到平衡預算的價格水平

4. 資料來源：國際金融協會。2022 年預算的損益平衡價。截至 2021 年 10 月 12 日

油 / 氣、食品及礦石 / 金屬的貿易差額淨值 (按國家劃分，佔國內生產總值%)

2019 年的貿易差額 (佔國內生產總值%)



數據截至 2019 年 12 月 31 日。資料來源：瑞銀

通脹升溫風險和增長下行風險可能驅使央行重新評估貨幣政策。一般來說，市場認為地緣政治動盪引發的油價衝擊較通脹更能威脅經濟增長。不少央行可能試圖暫且不注視整體通脹急升的情況，但第二輪衝擊和通脹與工資預期脫錨亦會引起憂慮。一旦增長放緩開始使基本通脹受壓，央行的立場便可能轉趨溫和。

新興市場的差別

拉丁美洲 — 主要屬商品出口國

拉丁美洲商品出口國應最能受惠於商品價格上漲，尤其是因為有關國家甚少與俄羅斯 / 烏克蘭有直接貿易往來。商品價格走強一般會帶動貿易價格比率上升，有助修正外貿和財政失衡。貿易價格比率好轉亦可抵銷環球經濟增長下滑的負面影響。

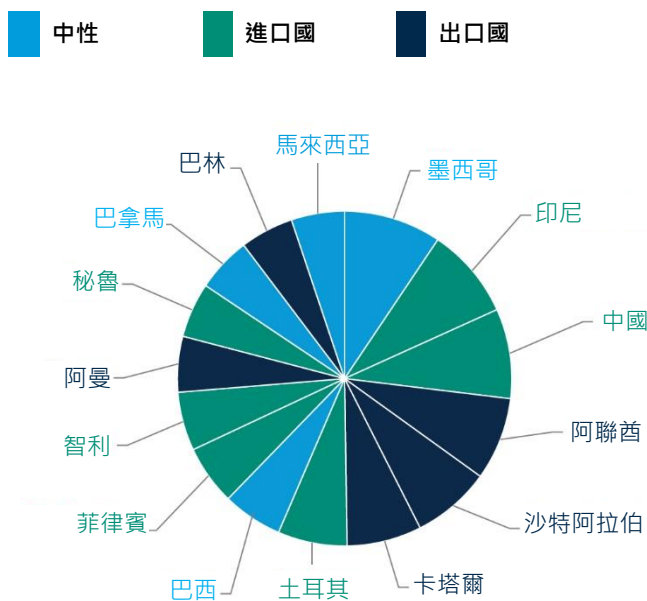
亞洲新興市場 — 主要屬商品進口國

大部分亞洲國家屬於商品淨進口國，印尼和馬來西亞是主要的例外國家。貿易價格比率所受的負面影響將透過對外貿易差額呈現，而大部分亞洲新興市場國家錄得經常賬盈餘，印度、泰國和菲律賓則錄得經常賬赤字。這三個國家的通脹亦可能蒙受最顯著的衝擊，但馬來西亞和印尼實行價格規管，因此受到的影響應會較小。

硬貨幣指數成分頗多元化

全球新興市場多元債券指數比重最大的

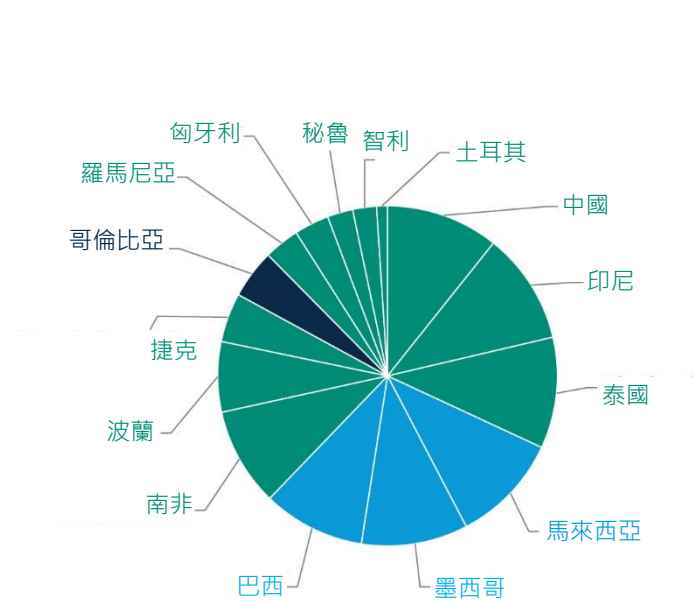
15 個發行國家（按國家劃分）



當地貨幣指數成分以石油淨進口國為主

全球新興市場多元政府債券指數比重最大的

15 個發行國家（按國家劃分）



數據截至 2020 年 12 月 31 日（石油淨進口國 / 出口國）。資料來源：摩根大通、美國能源資訊局、國際貨幣基金組織世界經濟展望。摩根大通全球新興市場多元債券指數 15 大發行國家合共佔指數超過 50%。摩根大通全球新興市場多元政府債券指數 15 大發行國家合共佔指數超過 97%。

歐洲、中東及非洲 — 涵蓋商品進口國和出口國

歐洲、中東及非洲地區情況不一，涵蓋可能最受商品價格飆升打擊的國家及最能受惠的國家。

土耳其的能源進口支出龐大，而且倚賴俄羅斯的能源和小麥供應，因此土耳其看來會是最受衝擊的國家之一。雖然該國政府已宣佈多項措施限制物價上漲，但當地正面對高通脹問題，而且預算赤字擴大，土耳其在 12 月錄得有紀錄以來最大的貿易逆差。埃及的穀物進口規模較大，因此亦容易受到衝擊。

在經常賬赤字和通脹壓力同樣持續增加的情況下，中歐三國（匈牙利、波蘭和捷克）不但面對商品價格衝擊，亦因市場氣氛負面及與俄羅斯的金融聯繫（主要為匈牙利）而遭受更大壓力。對比其他新興市場國家，中歐三國也較受歐元區經濟放緩的影響。

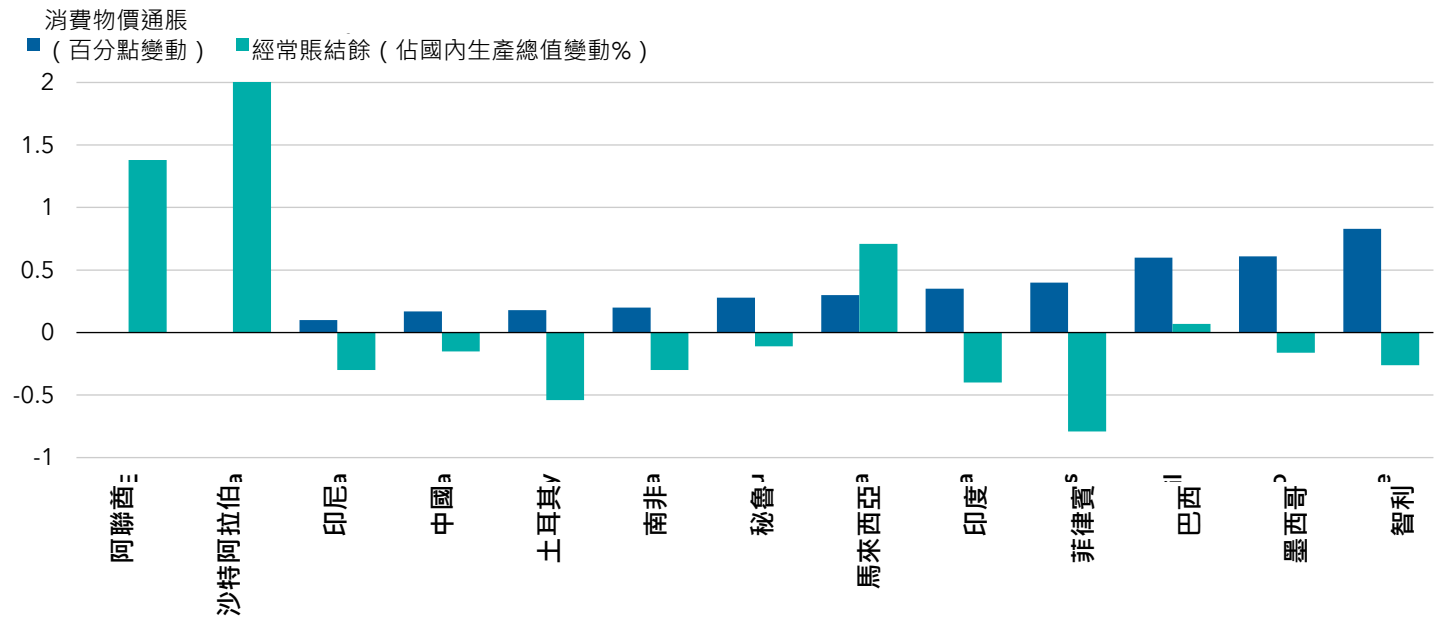
在俄羅斯入侵烏克蘭前，油價已經處於大部分波斯灣石油生產國相對有利的水平，因此油價上揚最能惠及這些國家。非洲的商品出口國亦可受惠於貿易價格比率改善，利好對外貿易差額，但採取補貼政策可能會削弱有關財政影響。雖然安哥拉和加納亦可獲益，但兩國未必能輕易提高生產。商品價格上漲應有助南非削減預算赤字。當地央行已開始加息，有望保持通脹相對受控，儘管目前通脹已趨近區間上限。

下圖顯示油價上漲 10 美元對外債指數部分主要成份國家的消費物價通脹和經常賬結餘的影響。

沙特阿拉伯和阿聯酋最受惠於油價上漲，菲律賓和土耳其的經常賬則最受拖累。智利和巴西的通脹應會受到最顯著影響。

油價上升對通脹和對外貿易結餘造成不同的影響

布蘭特原油價格上升 10 美元對通脹和經常賬結餘的影響



數據截至 2022 年 1 月 31 日。資料來源：滙豐。沙特阿拉伯的經常賬結餘改善幅度相當於國內生產總值的 2.1%。未有通脹數據。新興市場外債指數是指摩根大通全球新興市場多元債券指數。

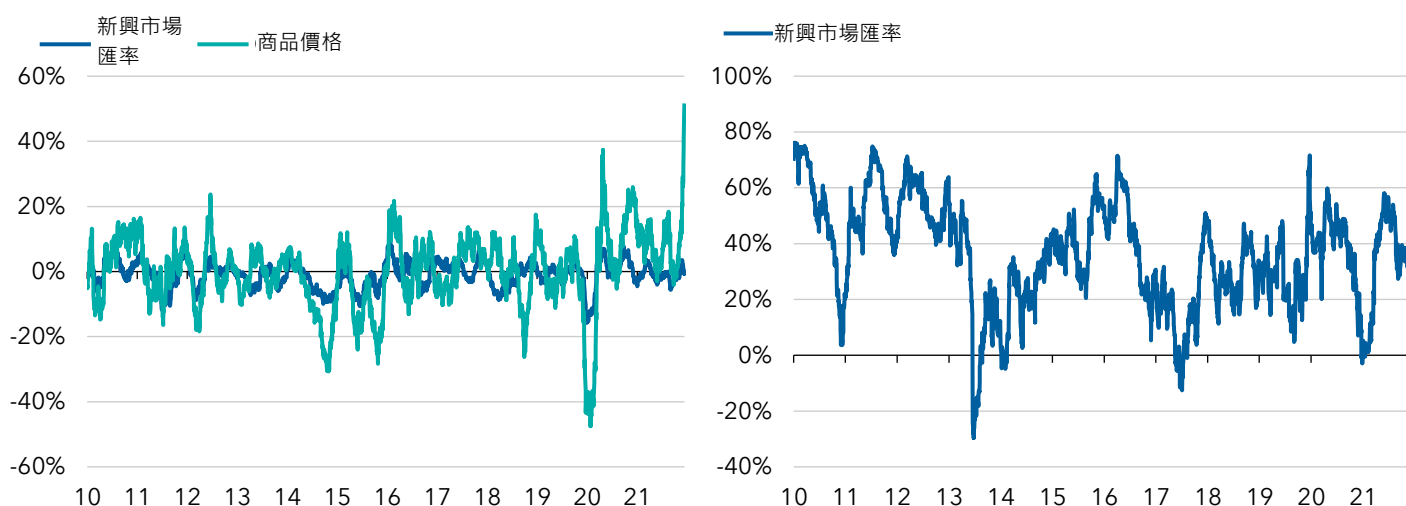
商品價格上升對新興市場匯率的影響

過去十年，商品價格與新興市場匯率呈正相關，因此商品價格上升時，新興市場貨幣一般會升值。

過往新興市場匯率與商品價格走勢一直同步，直至最近才改變

新興市場匯率和商品價格滾動 3 個月回報

新興市場匯率和商品價格滾動 3 個月相關性



數據截至 2022 年 3 月 9 日。資料來源：彭博。新興市場匯率 = 全球新興市場多元政府債券指數匯率回報。商品價格 = 標普高盛商品總回報指數。

正如目前所見，商品價格在供應主導下飆升，帶來的影響各異，通常不利新興市場商品進口國，但利好新興市場商品出口國。

由於不少拉丁美洲國家屬於商品出口國，某程度上不受俄烏衝突帶來的其他衝擊影響，因此我們可從拉丁美洲貨幣的走勢了解上述關係。年內，大部分拉丁美洲商品出口國貨幣兌美元均有所升值。巴西雷阿爾是年內表現最強勁的新興市場貨幣，升值超過 10%；哥倫比亞披索和秘魯新索爾亦分別錄得約 8% 和約 7% 的升幅。然而，墨西哥披索年初至今累計貶值近 5%，原因可能是當地製造業出口量龐大，而且與美國加息有較密切的關連⁵。

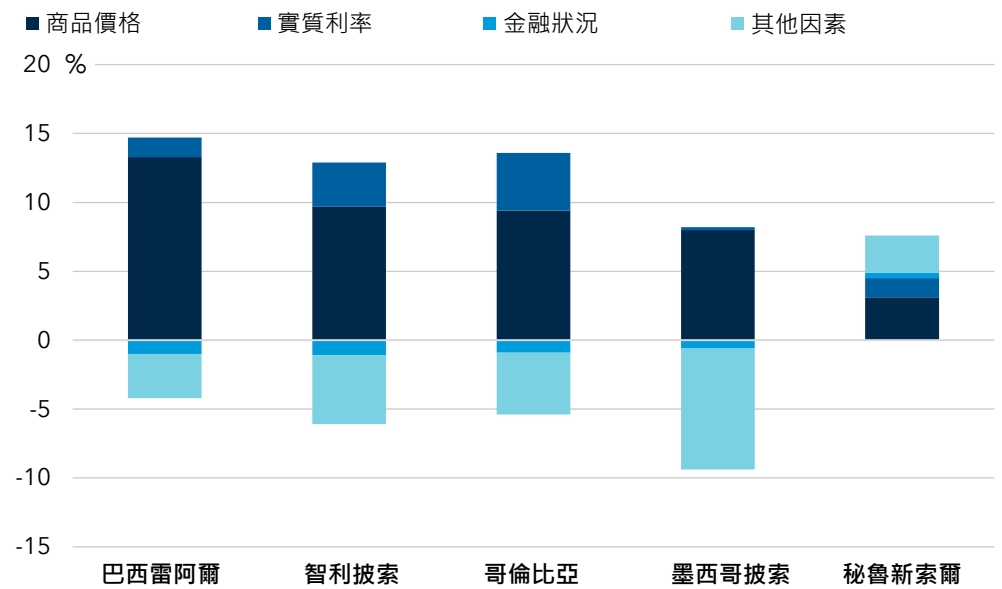
下圖顯示局部迴歸分析的結果，反映商品價格走勢、實質利率變動和金融狀況緊縮佔個別拉丁美洲貨幣變動的影響分佈。結果顯示，商品價格一直是推動拉丁美洲貨幣走勢的最重要單一因素，商品價格指數每升 10%，當地貨幣便會升值 0.9% 至 4.0%。商品價格上升帶動全球增長對有關升幅的貢獻約為三分之一⁶。

商品價格是影響拉丁美洲貨幣匯率走勢的重要因素

匯率走勢解構：商品價格對比特殊因素

5. 匯率回報摘自彭博，截至 2022 年 3 月 9 日。

6. 資料來源：法國興業銀行。截至 2022 年 3 月 4 日



數據截至 2022 年 3 月 4 日。資料來源：法國興業銀行。每月迴歸模型計算如下：美元兌 xxx (按年%)

$$= a + b1 * (\text{標普高盛商品總回報指數 (按年\%)}) + b2 * (\text{實質政策利率按年百分點變動}) + b3 * (\text{彭博美國金融狀況指數按年百分點變動})。$$

結論

如果商品價格升勢持續，部分新興市場商品進口國的貿易價格比率可能下跌、增長放緩，以及財政和對外貿易結餘可能受到負面影響，新興市場商品出口國的情況則剛好相反。地區方面，商品價格走高對亞洲新興市場的負面影響最大，但區內整體基本因素仍相對穩健。拉丁美洲有望成為最受惠的地區，而歐洲、中東及非洲地區的情況好壞參半，既有最脆弱的國家，也有最穩健的國家。按國家而論，沙特、阿聯酋、巴西、哥倫比亞和南非等商品出口國應最能受惠，中歐三國及土耳其則很可能遭受最嚴重的衝擊。

Kirstie Spence 為現任資本集團固定收益基金經理。她擁有 25 年投資經驗，一直任職於資本集團。她持有蘇格蘭聖安德魯斯大學 (University of St. Andrews) 德語及國際關係學 (榮譽) 碩士學位。Kirstie 駐於倫敦。

過往業績並非將來業績的保證。本資料僅供參考，並不構成有關購入或出售在此列明的任何證券或票據的要約、招攬要約或建議。

閣下於投資前應考慮的風險因素：

- 本文不擬提供投資建議或被視為個人推薦。
- 投資的價值及來自投資的收入可升亦可跌，閣下可能損失部分或全部原投資額。
- 過往業績並非將來業績的指引。
- 若閣下投資的貨幣兌基金相關投資的貨幣呈強勢，閣下的投資將貶值。貨幣對沖試圖限制這一點，但不保證會完全成功對沖。
- 視乎策略而定，風險可能與投資於固定收益、衍生工具、新興市場及 / 或高收益證券有關；新興市場比較波動，而且可能有流動性的問題。

本信息嚴格只限收件人機密使用，並限於其所示之目的，不得透露或分發給第三方或被第三方依賴。過往的業績表現並非未來業績表現的指標。本信息並非銷售或招攬他人購買或出售任何證券，亦並非提供任何投資服務。

本信息所包含的陳述是已識別身份的個別人士的意見及所信，不一定反映資本集團或其聯屬公司的觀點。雖然資本集團已合理盡力地向其認為可靠的第三方來源取得資料，但對該資料的準確性、可靠性或完整性概不發表任何申述或保證。本通訊提供的信息屬於一般性質，並沒有考慮您個人的目標、財務狀況或需要。對本信息作出任何行動之前，您需按您個人的目標、財務狀況和需要考慮其合適性。

本信息由美國加州註冊的資本集團成員 Capital International, Inc. 撰寫。成員的法律責任有限。所有資本集團的商標均由資本集團公司或其位於美國、澳洲及其他國家的聯屬公司所擁有。本信息所提及的其他公司及產品名稱均為其所屬公司的商標或註冊商標。

© 2022 版權屬資本集團所有並保留一切權利。