

# 環球股市步入調整 轉投債券降低風險

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席  
**曾慶琳**

內地經濟持續放緩，令環球經濟增添不明朗因素，而且其影響逐漸浮現，近期各國經濟數據多令人失望。中國8月官方製造業PMI跌至3年低的49.7，低於50的榮枯線，顯示行業出現收縮，進一步加強投資者對中國經濟放緩的預期，投資信心繼續轉弱。亞洲及新興市場受到拖累，正在實行量寬政策的日本，第二季GDP出現萎縮，企業投資不及市場預期，反映企業對中國前景憂慮增加；韓國亦受累中國出口需求下降，8月出口按年大跌14.7%。

## 衡量承受能力宜盡早調整組合

即使備受看好的新興市場印度，第二季經濟遜預期，不能獨善其身。而復甦中的歐美，8月製造業PMI均出現放緩，反映環球市況可能開始步入調整期。投資者現時的環球組合不免受到影響，尤其是持重股票的，如遇上大市調整，組合波幅必然上升。預期環球股市短期繼續調整，如投資者風險承受能力有限，應盡早增加組合中的債券比例，以減低風險。中國經濟數據轉差，令環球經濟惡化的預期升溫，全球股市出現大幅調整，中美股市今年的升幅全部報銷，歐股亦跌近年低位，商品價格同時受拖累，弱勢持續。

在市場預期全球股市進入調整期下，環球風險偏好下降，對債券的資產配置需求大增，因其風險較低及提供票息收入，未來預料資金將持續流入債券市場。此外，經濟下行風險加大，預期未來各國將實行及加大量寬政策，有利支持債價向上。美國於年內加息的預期升溫，但現時環球經濟不穩，本月加息的機會大減，



圖為紐約交易所股票交易員。資料圖片

令市場的不明朗因素持續，預期加息前股市仍呈大幅波動走勢，因此，即使加息周期臨近，美國國債仍是資金短期避難所。

## 環球債券基金有助分散風險

然而，隨着加息周期啟動，將對美債價格造成壓力，投資者可選擇環球債券基金，能夠分散各地的利率風險，如歐美地區的低利率環境能對沖美國升息對債券組合的影響。另外，一般環球債券涉及不同政府機構及企業債，即同時投資於不同的投資級別及存續期的債券，有助分散風險。而資金充裕的投資者可選入場費較高的單一美元或港元債券，可免除匯率風險，但在經濟環境不佳下，企業經營風險增加，宜選投資級別債，以減低違約風險。此外，面對未來美國升息，短期債券的影響較低，因在債券較快到時，可把資金再投資到孳息率較高的債券，增加長遠的投資回報。

# 經濟數據疲弱 投資氣氛審慎

時富資產管理董事總經理  
**姚浩然**

受到市場擔憂全球經濟增長放緩的情緒困擾，環球股市、債市及商品市場上週持續大幅波動，A股及本港股市表現更為疲弱。觸發此次市場恐慌的一大因素在於中國經濟前景。最近公佈的中國官方及財新8月製造業、服務業及綜合PMI均有所放緩，中國官方及財新8月製造業PMI更雙雙跌穿50枯榮線。投資者悲觀情緒繼續瀰漫，港股無力反彈，繼續下試低位。

細讀8月PMI數據：內地製造業數據表現仍然疲弱，財新中國製造業PMI終值繼續收縮至47.3，中國官方製造業PMI創2012年8月以來新低至49.7，除季節性及特殊因素外，市場需求弱導致實體經濟有下行風險；官方PMI數據報告指出高技術製造業PMI為52.2%，消費品相關行業PMI為54.6%，均保持良好的擴張狀態，反映雖然內地傳統製造業面對較大風險，與經濟結構轉型相關產業表現可期；服務業數據儘管較7月數據回落，惟仍處於擴張水平，財新中國服

務業PMI為51.5，中國官方非製造業PMI為53.4。

## 中央頻出招 無須太悲觀

內地經濟面臨下行風險，筆者認為應保持謹慎投資態度，但亦無須過分悲觀。實體經濟方面，可以留意到政府及央行近期已經加大刺激經濟政策及放寬貨幣政策，例如刺激內房需求措施（允許外資機構和個人在中國購房及調低住房公積金個人住房貸款購房最低首付款比例等）以及進行多次減息降準，相關措施及政策有機會於下半年才可展現效果。另外，近期多項鐵路基建項目陸續推出，同時第四季基建項目批覆的旺季，下半年內地經濟會保持穩健增長，預計全年可成功「保七」。

## 保留現金 留意市場轉向

股市方面，從六月至今，內地股市已經由高位大幅下調接近五成，一定程度釋放泡沫及反映內地經濟放緩的風險。股市疲弱已經對實體經濟，尤其第三產業，產生負面影響，因此內地監管層已經從資金投入及政策干預等方面穩定股市。

本月5日，中國人民銀行行長周小川更罕見地於20國集團(G20)財政部長和央行總裁會議上表示「人民幣兌美元匯率已經趨於穩定，股市調整已大致到位，中國金融市場可望更為穩定」。6日，中國證監會亦表示證金公司仍繼續以多種形式發揮維穩作用。

儘管市場信心重建需時，惟可以留意到內地監管層的決心，相信內地股市仍有機會再反覆調整中築底。短期內，市場氣氛會相對審慎，港股仍會較為波動，投資者不妨保留相當比例現金同時，密切留意市場轉向變化。



8月份中國製造業採購經理指數(PMI)為49.7%，比上月下降0.3個百分點，降至榮枯線下方。圖為河北某企業。資料圖片

# 中國因素影響 環球危機或僅開始

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

百家觀點

如果說6月中A股的暴跌只是偶然性事件，那麼在接下去兩個月全球市場發生的一切，如果再用巧合來解釋就顯得不合理。反觀，A股的暴跌也並非完全是巧合，如今的A股已不是自身事件，隨着中國經濟的發展，A股暴跌亦影響到全球。越來越多關注的目光聚焦在經濟基本面，在此不再贅述經濟數據的疲弱，其所面臨的下行壓力已逐漸成為各界的共識。

作為成熟市場的代表，美國終於在A股暴跌2個月後撐不住壓力，連續暴跌，恐慌情緒急升到高點，投資者紛紛拋售手中籌碼。如此，股市、匯市、大宗商品和貴金屬市場惡性循環。暴跌後，個別類別資產下跌，進行調整，但依舊在低位運行，不能重回之前的水平發展。

## 美股三大指數均挫逾1成

一向走勢較穩的外圍市場出現暴跌。美股三大指數從8月18日開始一路下跌，跌破上行通道下軌支撐，跌幅均創紀錄。在8月18日至25日期間，道指損失1,878.74點或10.7%。納指損失585.211點或11.5%，跌破5,000點水平。標普損失234.83點或11.17%，失守2,000和1,900兩個關口。歐洲股市亦受到影響暴跌，如DAX在上述期間則挫7.4%。如此，整個8月全球股市皆不樂觀。美三大指數皆跌逾6%，歐洲stoxx50跌9.19%，恒指連續四個月收跌，並擴大跌幅，8月挫12.04%，四個月挫23%。

內地股市三個月連跌，累計挫30.5%。反映恐慌指數的VIX在近期波動較大，8月急升134.57%。美匯指數亦受到拖累，在8月19日至24日四日內就挫3.8%，從97跌至93水平。外匯市場波動較大，尤其是在人民幣貶值風暴下，新興市場貨幣大幅貶值。而出口和中國有關的貨幣亦走軟，如澳元連續兩個月走低，挫7.7%。紐元連續四個月走低，挫16.77%。商品市場走勢疲弱，油價從7月中開啟新一輪跌勢，一度跌破40美元支撐，好在近期有所反彈，不過50美元阻力依舊不小。銅價連續四個月收跌，累計挫18.9%。受到避險情緒刺激，金價受到提振，8月結束連續2個月的收跌，反彈3.57%。

## 關注內地新一輪數據公佈

事到如今，我們不可再否認中國因素的影響。在希臘問題得到暫時性解決後，美聯儲加息一事被推到浪尖上，而中國股市的暴跌所帶來的影響將剛有所喘定的全球市場，重新放置在一個有更大波動的環境中。當然，美加息所帶來的對於美國實體經濟的擔憂，亦令美股走軟。如中國9月1日公佈8月製造業PMI降低至49.7%，創3年新低，令當晚道指跌469.68點，標普跌58.33點，納指跌140.4點。新的一周，又有一批新的數據出爐，包括出口、CPI和PPI等，若大幅低於預期，那麼為市場帶來將是不小的打擊。對於前幾週發生的暴跌，我們可以理解為A股暴跌的餘震，但不排除只是一次警告，只是一個危機的開始。



如今的A股暴跌已不是自身事件，隨着中國經濟的發展，A股暴跌亦影響到全球。圖為上海證券交易所外景。資料圖片

# 內地通脹前景與放寬銀根

恆生銀行署理首席經濟師  
**薛俊昇**

內地消費物價通脹連升兩個月，7月份達1.6%，為自2014年10月以來最高水平。當中部分原因是當月豬肉價格按年急升16.7%所致。不過，由於整體食品價格升幅放緩，油價回落，經濟增長減慢及早前人民幣升值，我們認為通脹基本走勢仍然疲弱。

目前上述因素仍然存在。雖然早前油價回落導致通脹下跌的影響開始減退，但最近原油價格又再度回落。另一方面，在中國人民銀行決定參考市場匯率制定人民幣中間價後，人民幣兌美元隨即下挫約3%，但人行於8月13日表示人民幣並無持續貶值的基礎，之後人民幣匯率已轉趨穩定。

## 未來基本通脹壓力料溫和

上述因素或會繼續存在，因此我們預期未來基本通脹上升的壓力溫和。當下環球食品價格已跌至6年低位。最近聯合國糧食及農業組織的食品價格指數下挫至自2009年9月以來最低水平，過去一年指數的跌幅亦約達20%。近年該指數與內地食品價格通脹有頗大關聯，指數趨跌或意味未來內地食品價格走勢疲弱。

另一方面，近期數據顯示內地經濟繼續放緩。7月份固定資產投資、工業生產及社會消費品零售總額增長均較之前減慢。市場對貨物及服務的需求減弱，意味通脹會保持於溫和水平。

環球油價於2014年中開始下跌並於年底回穩，因此油價下滑導致通脹減慢的影響應於今年中以後逐步消退。不過，最近油價跌勢再現，其對通脹的影響或較原先估計的長久。

布蘭特原油價格由2014年7月約每桶110美元開始回落，至今年2月至7月徘徊於每桶55至65美元之間。最近布蘭特原油價格又再下挫，一度跌至每桶43美元以

下。我們的計算顯示，假若油價維持於每桶45美元，油價以至交通運輸價格的按年變幅會維持於零以下，直至約一年後為止。

一直以來，人民幣可於中間價上下2%自由浮動。在8月11日，人行完善中間價的定價方式，指日後將參考前一日銀行間外匯市場收市價，以制定人民幣中間價。人行發出聲明後，人民幣兌美元於兩日內急跌3%。其後人行於8月13日指出人民幣並無持續貶值的基礎，人民幣匯價才見回穩。

## 人民幣貶值難令進口價格急升

我們認為，除非人民幣持續下跌，否則人民幣貶值難以導致進口價格急升。畢竟相對於人民幣於過去一年升值15%，當下的3%貶值幅度尚算輕微。

我們預期未來數月內地通脹基本走勢仍然疲弱，估計2015年全年通脹為1.5%，較今年首7個月的1.3%略高，但仍遠低於中央政府的3%目標。通脹壓力溫和，意味人行可考慮進一步放寬銀根刺激經濟。我們預期人行於年底前會調低存款準備金率150個點子及再減息一至兩次。(摘自恆生銀行《中國經濟月報》；本報有刪節)



內地消費物價指數連升兩個月，7月份達1.6%，當中部分原因是當月豬肉價格按年急升16.7%所致。資料圖片

# 美勞動力發功 儲局加息任務添助力

路透熱點透視專欄作家  
**Daniel Indiviglio**

熱點透視

## 通縮也不構成威脅

廣大的美國勞工又讓美聯儲的苦差事稍微輕鬆一些了。8月失業率再度下降，穩穩地滿足了美聯儲經濟目標的其中一半。目前的通脹前景也趨於穩定，要擺脫近零利率政策應該不會太吃力。

## 美相當接近自然就業率

美國8月增添17.3萬個就業崗位；6月與7月的數據也上修，六個月增幅均因而略高於20萬個。5.1%的失業率，意味著過去一年失業率整整下降1個百分點。美國看來相當接近代表就業市場穩健、所謂的自然就業率水平。

美國聯邦公開市場委員會(FOMC)的一些成員應該會因此而放心不少；再過幾周FOMC將召開會議，對美國經濟是否可以進行九年來首度升息作出決定。上一回美國失業率走出經濟衰退並回落至5.1%，是在2005年5月。而當時美聯儲將聯邦基金利率調升0.25個百分點至3.25%。

仍然有些人擔心當前的失業率讓人產生錯誤印象。然而，即使把想要工作但放棄求職的120萬人加進來，得出一個比較傳統的就業參與水平，失業率也僅上升至5.8%。但1994年10月，美國失業率從經濟衰退期高峰降至這個水準時，便促使美聯儲將利率調升0.75個百分點，至5.5%。

此外，今年5月—7月的三個月期間，就業情況的其他指標都有所改善。例如求才比率觸及3.6%，為2001年1月以來最佳。

通縮看起來也不成威脅。來看看達拉斯聯儲個人消費支出(PCE)物價指數截尾均值。這項指標顯示，截至7月的過去六個月，通脹率剛好就在美聯儲的2%目標。而以失業率加上通脹率得出的俗稱「痛苦指數」，也接近1950年代以來最低點。

近期在中國，股市與油價的劇烈波動，或許看起來似乎讓美聯儲的任務更加棘手，但就業情勢透露的信息則是相反。



8月失業率再度下降，穩穩地滿足了美聯儲經濟目標的其中一半。圖為美聯儲局外景。資料圖片