

非農數據遜預期 或延緩美聯儲加息步伐

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，內地宣佈設立「雄安新區」提振了市場情緒，相關受益股漲幅較好，但美聯儲計劃年內縮表，以及美國向敘利亞發射導彈又引發市場避險情緒上升。上周恒生指數漲0.65%，收於24,267點；國企指數基本走平，收於10,274點，港股日均成交金額為836.8億港元，較前周有所增加。

美聯儲上周公佈的3月貨幣政策會議紀要顯示，美聯儲或將於今年晚些時候進行縮表。大多數聯儲官員認為，如果經濟符合預期，美聯儲將繼續逐步上調聯邦基金利率，並在今年晚些時候開始縮減資產負債表。在縮表的方式上，大部分委員認為，逐步退出或者停止國債和MBS的再投資較為合適。逐步退出再投資政策對金融市場影響較小，

但加大了美聯儲與市場溝通的難度，而立即停止再投資政策易於溝通，並能快速實現資產負債表的縮減。

考慮今年縮表令市場感到意外

美聯儲考慮今年縮表令市場投資者感到意外。自2008年底至2014年10月，美聯儲通過三輪量化寬鬆，將資產負債表的規模從金融危機前的不到1萬億美元大幅提升到目前的4.5萬億美元左右。近幾年，美聯儲一直就加息進行討論，但卻沒有明確表態將如何處理其規模龐大的資產負債表。相比加息，美聯儲縮表對於金融市場的影響或將更大。如果美聯儲停止將到期的證券進行再投資，將引發利率上揚導致市場波動。

美國勞工部上周五公佈了2017年3月非農就業報告。數據顯示，美國3月非農就業人數僅新增9.8萬人，大幅低於市場預期的18萬人。同時，勞工部將2月新增非農就業人數由23.5萬人下修至21.9萬人，1月新增非農就業人數由23.8萬人下修至21.6萬人，兩個月累計下調3.8萬人；3月份失業率由上月的4.7%下降至4.5%，低於美聯儲設定4.8%的長期目標。另一項廣義失業率指標美國U6失業率為8.9%，較2月份的9.2%進一步下降；3月勞動力參與率為63%，與2月份的63%持平；薪資增速方面，3月平均每月工資同比增長2.7%，略低於2月份的增長2.8%，離3-3.5%的強勁增長區間仍有一段距離。

非農數據遜預期或與天氣有關

筆者認為，3月份的新增非農就業人數不及預期或與天氣有關，3月中旬紐約到波士頓地區的暴風雪波及至少8個州及數百萬居民。儘管如此，大幅低於預期的就業人數必將引起美聯儲高度重視，美國經濟可能並沒有預期中的那麼強勁。美聯儲在3月議息會議上保持2017年GDP增速2.1%，2019年GDP增速1.9%和未來長期GDP增速1.8%不變，長期經濟增長率僅為美國過去50年年均增長率的約一半，反映了美國未來經濟仍將保持溫和擴張態勢。

同時，通脹數據仍然未達預期，剔除掉食品和能源價格的核心個人消費支出增長

率距美聯儲的長期目標2.0%仍有一定距離。因此，筆者判斷，美聯儲貨幣政策的基調仍將以穩健為主，此輪加息周期將會緩慢地推進，美聯儲2017年或將再加息1次-2次。

美貨幣政策基調維持穩健為主

同時，由於縮表對金融市場流動性的影響要大於加息，低於預期的非農數據將令美聯儲在縮表方面的行動更加謹慎。不過，縮減資產負債表將會降低加息的次數和頻率。

本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

地緣政治徒添波動 貨幣政策是關鍵

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

近期，美國經濟交給投資者的，是較為樂觀的表現，數據整體還是向好，讓大家重拾信心，且美國已經開展加息周期。當然，另一邊廂，地緣政治風險與日俱增，令避險情緒時不時地被點燃，投資者提高了對安全資產的配置。

上周公佈的大部分數據相對樂觀，貿易逆差縮小至四個月最低，ISM製造業指數連續高於榮枯線，ADP就業數據遠超預期等，大家可相信美國經濟的增長。在周三公佈的會議記錄中顯示，美聯儲今年晚些時候啟動縮表，並體制或逐步縮減國債，以及MBS的再投資。

這令投資者擔心加息或受到縮表影響而放緩，讓美匯指數收窄升幅，美債收益率紛紛刷出日低。而到了上周五，3月非農數據遠不及預期，創10個月新低，惟失業率為4.5%，為10年新低。非農的表現令美元和美債息率快速下跌，美元一度低探100.52，金價衝高，突破1,270美元，並升穿200日線。但投資者似乎意識到，數據可沒有那麼差勁，之前的悲觀情緒緩解，市場逆轉。美債收益率和美元反彈，金價收窄升幅。美股表現較為淡定，只是微跌。

的確，美聯儲在靴子落地之後，官員們對加息前景的態度分歧加大，而縮表的問題更是讓投資者困惑了。

美聯儲官員加息態度現分歧

不過，上周五，美聯儲三號人物杜德利

首次說明了縮表的預期試點，擁有FOMC長期投票權的杜德利預計，2017年年底或2018年年初開始縮減資產負債表，這是他兩周來第二次就縮表表態。對於加息和縮表的關係，他認為，持債規模下降可能讓加息稍微暫停，但利率仍然是主要的貨幣政策工具。他的講話減弱了大家對於加息受到縮表影響的預期。

美匯重拾動力升至三周高位

美匯指數重拾動能，進一步上漲，高見101.26，被推升至三周高位。如此一來，金價不得不收窄升幅，重新回到1,250至1,260美元區間之內。雖然金價已經連升四周，但最近的兩周升幅明顯收窄，主要圍繞1,250美元上落，受制於200日線，缺乏進一步突破的動能，短線有回調的需要，1,250美元的支持並不十分強勁。較為敏感的美元兌日圓一度低見110.13，逼近110一線，好在有承接而反彈，但近期仍有回踩該支持的可能。

歐元擴大跌幅，失守百日期線，低見1.0581，為四周低位，並最終收在1.06下方。

關注耶倫稍後對多個議題表態

雖然地緣政治問題屢屢來犯，但從近來市場反應可以看出，投資者已經不像往年那樣的反應，而是對此類事件打了預防針，只是短時效應，很快得到修復。大家



美聯儲在靴子落地之後，官員們對加息前景的態度分歧加大，而縮表的問題更是讓投資者困惑。圖為美聯儲局大樓。

更應該關注的，還是美國貨幣政策，一是數據表現，二是美聯儲態度。

本周，耶倫將發表演講，留意其是否會對非農數據，和加息與縮表計劃等表態，

會否和杜德利的言論相一致。如果如此，那麼美元或將再受支持進一步走高，有望再挑戰102一線。金價屆時或失守1,250美元一線，或回踩50日線支持。

美就業數據喜憂參半引發美元震盪

Lukman Otunuga FXMT 富拓研究分析師

由於3月份就業數據喜憂參半導致投資者不斷平倉、建倉，美元走勢非常震盪。雖然非農就業人數僅增9.8萬令人失望，但失業率意外降至近10年來最低水平4.5%。平均薪資增幅符合預期的0.2%，應該說數據喜憂參半，但也有出色的方面。市場的直接反應是對美聯儲6月份加息的預期快速下滑，加息概率降至61%。

在就業數據公佈後，美元應聲下跌，但之後迅速反彈，在作者撰文時已完全收復失地，美元指數升向100.90。鑑於失業率意外下降，美元指數可能走高，如果美聯儲6月份加息可能性進一步下降，那麼美元漲勢則受限。從技術角度看，美元指數

若突破101.00，將為其上探101.50打開通道。

避險情緒壓制全球股市

美國對敘利亞發射導彈的消息令金融市場瀰漫不安情緒，投資者紛紛避開風險較高的資產。地緣政治緊張局勢升級的威脅引發了市場避險氛圍，亞洲股市上周五漲跌互現。亞洲股市上漲動力不足波及歐洲股市，風險偏好下降也限制了美股的上漲勢頭。「習特會」引人關注，政治局勢的新發展加劇了市場面臨的不確定性。

金價可向1300美元挺進

地緣政治風險上升，美聯儲未來加息預

期下滑共同提振了金價。若3月份非農數據疲軟最終帶動美元走低，那麼多頭將有機會推動金價升向1,300美元。市場人士在考慮美國空襲敘利亞的後果，緊張不安情緒將確保金價仍獲得支撐。從技術角度看，若本周收盤高於1,260美元，金價將有望進一步向1,300美元挺進。

油價供過於求仍為主題

美國空襲敘利亞的消息引發原油供應擔憂，WTI原油升向52.90美元。儘管油價飆升令原油市場日線圖呈現看漲勢頭，但基本面依然未變。供過於求擔憂仍是市場主題，油價難以持續大幅上漲。從技術角度看，上周多頭佔上風，油價突破52美

元。只有收盤有效突破53美元，原油漲勢才能保持下去。反之，空頭有機會在51美元下方重新奪回控制權。

雖然美國向敘利亞發射導彈的消息吸引了一些目光，投資者仍密切關注「習特會」的進展。

特朗普此前表示已與中國國家主席習近平建立友誼，兩國領導人將討論貿易、朝鮮以及其他對市場有重要影響的話題。若會晤結果看上去不理想、不成功將加劇市場避險情緒，最終提振金價。在作者撰寫本文時，人民幣兌美元保持強勁走勢，約兌6.8969元。如果美元開始走軟，那麼元/人民幣下一目標水平見人民幣6.8900元。

從經濟特區演義看經濟變遷

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

上周末段，中美元首舉行首次面談，氣氛比預期和諧及友好，一洗外界早前的疑慮。自從上任後，特朗普多次鼓吹「貿易戰」，對中美貿易關係造成不穩定因素。今天，兩大主要經濟強國的元首建設性會見，將有助建立未來幾年兩國貿易的正常、平等交易局面。這也證明今天的中國經濟實力同世紀的八十年代相比，無論在總體量、年增率、組成元素、出入口比重等等，已經不可「相提並論」，也決定中央政府倡建的「雄安新區」不會跟「深圳特區」一樣了。

「雄安新區」從一個「寂寂無名」的地方，上周起搖身成為全國關注的房市「藍海」，引發全國最嚴厲的相關附近縣市的「停售令」，使當地一二手成交全面叫停。從前，投資進入京津冀地區，沒有太多投資者注目河北省，但是今天起冀已成為未來幾十年華北地區的一片投資熱土，全賴中央於4月1日正式公佈「雄安新區」的創立。

根據內地經濟學者的分析，中國改革開放以來，一共产生四輪周期，分別為1981年-1990年、1991年-1999年、2000年-2009年以及2010年以後。1979年鄧小平南巡後

成立深圳特區，而江澤民主政時拍板成立上海浦東新區，都是首兩輪經濟周期的標誌性事件。今輪經濟周期中，習近平總書記推進華北地區的「雄安新區」，極具經濟意義。

三個特區經濟重點不一樣

設立深圳特區的時代是中國經濟開放的初期，當時中國與其他經濟大國存在巨大差異，通過引入港澳資金、技術、人才，配合珠三角的低廉土地和勞動成本，主力生產工業和消費產品傾銷歐美市場。近年，深圳特區又成功轉化為全國雙創、大眾創業、高科技、電訊、電腦等等的主要基地。如何打造粵港澳大灣區成為未來十年珠三角地區的主導方向，正如國家發改委學術委員會研究員張燕生說，深圳特區的使命是讓世界進入中國，讓中國融入世界，充當着窗口和橋樑角色。

浦東新區最主要的作用是金融發展和國際化。目的是打造成為中國境內的主要金融中心，吸引國際金融機構進駐，並且支撐起華東地區的經濟發展，令長三角經濟、文化、社會延續起飛，也成為整個華中、華東地區

的出口和融資中心。

中國經濟開放改革已經接近40年了，今天整個經濟體躍居全球第二位，有着充足條件運用自身力量打造經濟特區，「雄安新區」正是於此時「橫空出生」。

「雄安新區」突出七大任務

此新區包括河北省雄縣、容城、安新三縣及周邊區域，現時經濟發展不算發達，土地多屬未開發形態。重要定位是疏解北京非首都功能及培育創新驅動發展新引擎。中央明確規劃建設「雄安新區」要突出七大任務，包括建設綠色智慧新城、打造優美生態環境、發展高端高新產業、提供優質公共服務、構建快捷高效交通網、推進體制機制改革及擴大全方位對外開放。

筆者期望「雄安新區」可以破解房地產挾持中國經濟發展的魔咒。當地應採取全新的土地財政模式與房地產運行模式，於國有土地興建公租房或於商品土地規定開發商無償興建公租房，使得房屋回歸「居住」屬性。合理的居住成本不會阻礙青年創業者、上班族進入，也可抑制投資者大舉炒買。此區更



圖為從高空俯瞰河北容城。

中新社

可以實施限購、限貸措施常態化，明確合理引導市場預期。

有助三大經濟圈均衡發展

除了大量非首都功能的國有企業和機構遷入外，三大產業企業包括基建板塊的建材、交通國營/私有公司、智慧城市板塊的物聯網、資訊技術、軟件支援公司和環保板塊公司會挹注投資「雄安新區」，未來經濟發展前景光明。

假日情懷 港股轉靜

姚浩然 時富資產管理董事總經理

踏入第二季，港股走勢開始橫行，主要由於市場觀望氣氛日漸濃厚。另外，四月內地及香港假期較多，加上深港通及滬港通有多日暫停交易，北水來港或多或少受影響，預期港股交投會較淡靜。預計恒生指數短期內仍會維持上落市格局機會較大，炒股不炒市。

美縮減買債規模做法合適

美國方面，自從特朗普新醫保法案撤回後，市場對「特朗普效應」下其他經濟刺激政策能否成功推行存疑，因此市場把焦點再次轉移至美國加息預期中。聯儲局三月議息會議記錄顯示，大部分委員認為在經濟數據維持現狀下，聯儲局應在今年稍後時間採取行動，開始縮減資產負債表規模。

筆者認為此舉合理，因為聯儲局經過多年的量化寬鬆後，已經累積持有大量債券，令資產負債表規模十分龐大，而當前美國經濟正在穩步復甦，應有能力應付聯儲局逐步減少買債。

因此，市場應關注縮減買債的規模，若美國財政部償還到期債券後沒有阻礙美國經濟復甦步伐，那這個縮減買債的規模是合適的，若然相反事實發生，美國經濟隨時走回頭路，還會影響原有的加息計劃。

今年美加息預期暫沒影響

紐約聯儲銀行行長杜德利表示，開始縮減買債的初期或會暫緩加息步伐，筆者認為這符合預期，因縮減買債和加息皆需要美國經濟復甦的支持才可進行，雖然美國經濟數據大致向好，但仍有參差的時候，如3月非農就業職位新增只有9.8萬個，僅得市場預期增加18萬個的一半，加上特朗普的稅制改革及刺激經濟方案仍未落實，美國長遠經濟復甦步伐仍有隱憂，同時推行縮減買債和加息兩種政策或會對美國經濟負荷過重。

惟筆者認為，聯儲局縮減資產負債表規模最快也要下年才可實施，對今年的加息預期暫時沒有影響。

另一方面，上周美國總統特朗普與中國國家主席習近平會晤，雖然會後雙方並沒有就市場關心的問題如貿易問題作出回應，但就兩人會面後的氛圍顯示中美關係仍趨向和諧，舒緩外界憂慮情緒。

惟本月假期較多，市場投資意慾降低，加上上周美軍兩艘驅逐艦向敘利亞空軍基地發射約60枚巡邏導彈，環球市場避險情緒升溫，不利股市走勢，預料港股短期處橫行整固格局，恒指短期將於23,800點至24,650點之間上落。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。