

美非農數據勝預期 支持聯儲局漸進加息

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，人民網發文痛批《王者榮耀》，市場情緒偏謹慎，港股整體走勢較為疲軟。上周恒生指數跌1.64%，收於25,341點；國企指數跌1.09%，收於10,252點。港股上周日均成交金額為812.8億港元，較前周有所上升。

美國勞工部上周五公佈了6月非農就業報告。數據顯示，美國6月非農就業人數新增22.2萬人，高於預期的17.8萬人，同時，勞工部將5月新增非農就業人數由13.8萬人上調至15.2萬人，將4月新增非農就業人數由17.4萬人上調至20.7萬人，兩個月累計上調4.7萬人。6月份失業率由上月的4.3%輕微上升至4.4%。另一項廣義失業率指標美國U6失業率為8.6%，也較5月份的8.4%小幅上升；6月勞動力參與率為62.8%，略高於5月份的62.7%；6月平均每小時工資同比增

長2.5%，與5月份持平，同比增速離3%-3.5%的強勁增長區間仍有較大距離。

薪資增速仍然比較溫和

筆者認為，美國6月非農數據好於預期。6月份新增非農就業人數大幅超出預期，同時4月-5月份的就業人數也進行了上修，失業率雖然有所上升，但仍維持在近10年來的低位，表明美國勞動力市場總體仍舊保持穩步增長態勢，已接近充分就業。目前美國經濟擴張勢頭依然良好，各項數據基本達到或向美聯儲長期目標靠攏。但是，薪資增速仍然比較溫和以及勞動參與率仍位於近40年以來的低位，顯示美國經濟並沒有預期中的強勁，美聯儲最為關心的核心PCE物價指數5月份僅上漲1.4%，進一步偏離了美聯儲的長期指引。

12月份議息會議料加息

因此，筆者認為，此輪加息周期仍將穩步地推進，美聯儲今年大概率將於12月份議息會議上再加息一次，而縮表可能在今年年底逐步展開。在非農數據公佈後，據美聯邦基金利率期貨推算，市場預計美聯儲9月會議加息的概率保持在20%左右，而12月份加息的概率保持在50%左右。

上周，美聯儲公佈了今年6月份的貨幣政策會議紀要，紀要重申了美聯儲漸進加息的計劃，但對於何時啟動縮表，聯邦公開市場委員會（FOMC）委員們仍然存在分歧。幾位委員傾向於在未來幾個月開啟縮表，其他委員則認為仍需要更多時間來衡量經濟發展狀況和通脹水平變化，等到今年晚些時候縮表可能更為適宜。

筆者基於美聯儲6月份議息會議聲明做了一個測算，預計開始縮表的第一年內將縮減3,000億美元，第二年縮減6,000億美元，到2020年底美聯儲資產負債表規模將下降1.5萬美元左右。根據堪薩斯聯儲此前研究估算，兩年內削減6,750億美元相當於加息25個基點。因此，筆者預計，美聯儲縮表對資本市場的短期影響應該比較溫和。

外圍因素對港股屬利好

香港股票市場方面，美聯儲升息步伐循序漸進意味着美國經濟穩步向好，近期公佈的經濟數據也基本符合美聯儲的預期，同時企業盈利也在逐步改善，對港股形成利好。另外，近期美國34家銀行全部通過了美聯儲年度的兩輪壓力測試，大幅降低了再次發生全球金融危機的風險，從而為香港股票市場

營造一個相對穩定的外部發展環境。

美聯儲近期公佈了2017年銀行業壓力測試結果，所有接受測試的34家美國大型銀行均通過了美聯儲兩輪壓力測試，並獲得美聯儲對其資本回報計劃的批准。測試結果表明，即使在嚴重衰退期間，34家美國大型銀行仍將保持健康的資本，仍能正常運營。

這是過去7年以來的首次34家美國大型銀行全部通過，表明美國銀行金融行業風險已經得到有效地控制。因此，美聯儲主席耶倫公開表示，「我們有生之年看不到下一次金融危機」。

（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。）

港股觀望炒上落

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股近日表現牛皮，上星期恒指走勢窄幅上落，成交維持大約800億，大市未見明確方向。投資者短期會以觀望為主，本周焦點將落在聯儲局主席耶倫及數位FOMC委員分別發表講話和美國重點經濟數據。在此之前，預料恒指繼續於25,500點水平徘徊。

FOMC委員講話惹關注

聯儲局上星期亦公佈了6月份會議記錄，記錄顯示FOMC委員間未能就縮減資產負債表的時間達成共識。部分成員對通脹出現明顯上升信號前，進一步收緊貨幣政策產生疑慮，另一部分成員則希望盡快加息及啟動縮表。

的而且確，從時薪增長和物價指數兩方面數據看，美國6月平均時薪按月新增0.2%，5月消費者物價指數倒跌0.1%，不足以達到聯儲局加息的目標，令加息及縮表於短期內並不具急切性。

不過，筆者相信聯儲局仍然會於年內一次加息及啟動縮表。從非農數據看，美國6月份非農就業職位新增22.2萬份，遠勝預期17.5萬份，失業率跌至4.4%，處於多年低位，反映美國實體經濟及勞工市場基本因素強勁。市場亦因此增加對美國經濟的信心，利好美股三大指數於上周五回升。

美收縮貨幣政策料續推行

另外，耶倫早前亦曾提到，通脹目標是作為一個參考，以聯儲局近年的慣性做法，只要經濟未出現明顯轉向，即使通脹未達到預期，聯儲局目前仍會繼續推行收縮貨幣政策。再加上在美股屢創新高的情況下，加息縮表亦具有降低金融風險，減少泡沫形成的意義。因此，綜合以上數點，筆者相信年內加息縮表仍會進行。聯儲局局長耶倫及數位FOMC委員分別會發表講話，值得留意以作分析聯儲局於6月會議與現在的意向變化。

公司業績及數據左右後市

另外，投資者除了等待耶倫及其他FOMC委員發表的講話之外，亦靜候美股公司陸續公佈上半年的業績和經濟數據。今星期公佈業績的大公司包括花旗銀行和摩根士丹利等金融機構，而美國周四及周五亦會公佈PPI和CPI按月增長。因此，大市觀望近日氣氛將會明顯增加。目前，牛證重貨區於25,100點至25,198點，以周一收市25,500點來計，藉勢下跌300點以殺牛的機會比較少。筆者預期，若經濟數據及FOMC委員講話與預期沒有太大落差的話，港股下跌的機會比較小，預料恒指繼續於25,500點水平徘徊。

央行勢收水 市況趨波動

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

在美聯儲開展加息周期，加上全球經濟普遍回暖下，多國央行也開始有所佈局。近期不斷釋放加息信號，有退出超寬鬆貨幣政策的趨勢，全球債券收益率高企。

誠然，美國近期的數據並不全然理想，讓投資者擔憂經濟增長動能，再加上美聯儲會議記錄顯示，大家並沒有在何時縮表的問題上達成任何共識，這讓市場對貨幣政策前景有些迷茫。

幸好，上周五的非農報告讓投資们都鬆一口氣。非農就業人口增加22.2萬，好於預期的17.8萬，而前值從13.8萬修正為15.2萬。就業市場強勁，只有薪資增長持續落後。總體來看，市場情緒得到了較大的改善，恐慌指數VIX回落10.77%。市場並沒有改變9月縮表和12月加息的預期。目前9月加息預期不到兩成，12月加息預期維持在五成水平。

加息發酵 美債跌勢未止

隨著經濟數據出台，市場風險胃納不減，美股集體高開高走，科技股反彈，略為扭轉近日的受壓情況。相比之下，加息對債市影響明顯較深，美國國債收益率普遍收高，10和30年期國債收益率都曾刷新高，美債跌勢未止。

如此一來，美匯指數在低位徘徊，亦絕

不令人意外了。上周五非農數據公佈後，先來個短線下跌，然後低位反彈，高見96.152，最終上漲0.22%至96.008，不過，5日和10日線阻力還是大，反彈或仍有限。

日圓受制政經形勢不明朗

至於非美貨幣，表現不一，歐元、英鎊和日圓受壓下跌，但有着本身原因。首先，歐元衝高回落，在高位1.14水平上落，顯然，歐央行行長德拉吉的表態，某程度上令歐元獲得支持；相比之下，英鎊未能突破1.3水平，上周五沽壓加大，測試50日線；而政經形勢有點不明朗的日本，美元兌日圓已經連漲四周，從低位逐步震盪上行，上周五聞訊後短線跳水，隨即大幅拉漲，高見114.18，結束三日連跌升0.62%至113.92，升穿5日線，朝115上攻。

金市弱 料下試1200美元關

另一個可以參考的指標，是無息可收的黃金，它對於猜測整體大市的後向，在過去幾年尤其準確，畢竟量寬寬鬆的年代，無息可收的資產，總比負利率吸引。然而，隨着貨幣政策收緊，加息周期開展甚至加快，縮表快將來臨，而黃金始終無息可收，吸引力大不如前，難免受壓。



■美聯儲展開加息周期，加上近期不斷釋放加息信號，有退出超寬鬆貨幣政策的趨勢，導致全球債券收益率高企。

法新社

事實上，金價上周五主要受到非農數據的影響，曾一度衝高，後回吐漲幅，隨後非常明顯地下跌，沽壓力量增強，跌穿5日線，測試保壓加通道下軌，MACD熊差距擴大。其實，從今年6月初遇阻1,300美元之後震盪下行，跌回1,200至1,250美元區間，進入7月以後沽壓更加大，連跌第二周。在大跌下，投機者加速拋售。整體

市場氣氛相當弱，金價有測試區間支持1,200美元的需要。其他貴金屬也受壓。從整體金融市場的主要資產價格來看，投資者正逐漸考慮央行收緊貨幣政策的影響。但相信大家也意識到，不是一時三刻的事，收緊的步伐若加快，仍有不同的資產配置大動作，投資者要小心當中的震盪。

「歐元過剩論」成明日黃花

Jamie McGeever 路透專欄作家

傳統市場觀點認為，利率上升會推動本幣走強，反之利率下降則會壓低本幣。但從歐元近期走勢、以及日圓和瑞郎以往表現來看，情況並不是那麼簡單。

自1999年歐元面世以來，世界10大主要貨幣中迄今表現最強勁的當數瑞郎，而同期瑞士的平均利率一直甘居第二低。這17年來即便是迄今為止平均利率最低的日本，也沒有給日圓帶來太多束縛。日圓雖已成為最終融資貨幣或利差交易貨幣的代表，但卻是同期10大主要貨幣中表現最佳的三種貨幣之一，僅次於美元和歐元。

再來看看歐元。歐元兌美元上周觸及逾一年來最高水平。面對歐洲央行的超寬鬆貨幣政策以及負利率政策，歐元所展現的頑強表現令眾多歐元空頭拱手認輸，特別

是德意志銀行。

德銀從唱淡到最近拱手認輸

2014年10月，德意志銀行創造了「歐元過剩」(Euroglut)一詞，指的是歐洲央行將歐元區收益率推得很低，引發該區域巨額過剩資金湧向海外市場，從而推動歐元大幅下跌。德銀當時稱，儲蓄過剩、歐洲央行大規模寬鬆政策及較少的投資回報，將導致「金融市場有史以來最大規模的資本外流之一」。

確實有那麼一段時間是符合這種說法的。當時的五個月前，歐元還在靠近1.40美元區域，到10月份已跌至1.26，然後一路下跌，到2015年3月跌穿1.05美元。隨着歐洲央行將利率調低至更深的負值區

域，並加大量化寬鬆(QE)購債刺激計劃，外匯投機客對歐元的空頭押注達到空前水平，而且2015年-2016年期間歐元區近7,000億歐元經常帳盈餘多數循環到了海外。

看起來歐元跌穿平價並進一步走軟似乎不可避免。事實卻不然。到2015年初，歐元貿易加權指數觸底，而且投機客空頭達到極限。上周，歐元逼近1.15美元，德銀宣佈放棄歐元會跌穿平價的預測。

近幾年歐元系統的生態狀況，基本上是低通脹、低利率和龐大的國內盈餘，這些要素通常會形成強勢貨幣，而不是弱勢貨幣。存在結構性低通脹率、國際收支順差且國內儲蓄水平高的國家，是不需要高利率的。隨着時間的推移，決定匯率的將是

通脹和資本流動情況，而非短期利差。

G10貨幣中表現最佳是瑞郎

自1999年1月歐元問世以來，G10貨幣中表現最佳的是瑞郎，表現最糟的則是英鎊。瑞士的通脹率和利率分別平均為0.49%和0.90%，而英國的通脹率和利率則分別平均為1.98%和2.81%。在過去17年半中，瑞郎的廣義名義有效匯率上升49%。該國上次出現經常賬赤字是在1980年，顯示出瑞郎受到的結構性支持，而且自1999年以來，其盈餘與國內生產總值(GDP)之比平均為10%左右。若要扭轉對一種貨幣這樣執着的需求，投資或投資組合需要出現非常可觀的外流才行。

（本報有刪節）

大灣區商機 香港僑鄉可優勢互補

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

在國家主席習近平見證下，香港特區政府、澳門特區政府、國家發改委及廣東省政府於7月1日，共同簽署了《深化粵港澳合作，推進大灣區建設框架協議》，確立了行動綱領，明確了重點任務，將這項國家經濟政策正式落實到這片祖國華南土地上。

江門土地面積是香港8.6倍

根據香港貿發局研究報告，如以2015年底的主要經濟指標的GDP排名(由大至小)，名次是廣州/深圳/佛山/東莞/惠州/中山/江門/珠海/肇慶。再以土地面積和人口排序，則首四位是肇慶/惠州/江門/廣州及中山/深圳/東莞/佛山。把香港和江門專門分析，江門的GDP大概是香港的十分之一，江門人口是香港的六成，但是土地面積則是香港的8.6倍。

今年四月底，江門市領導接待時任行政長官梁振英一行時特別指出，江門是粵港澳大灣區內唯一具備大規模連片開發土地的城市，面積約佔珠三角1/4，開發程度僅11.6%，且鄰近港澳特區和珠海/中山/深

圳，未來深中通道和港珠澳大橋開通後，則大大拉近兩大特區、深圳/珠海及江門的行車距離時間。簡單來說，香港缺乏的資源如土地、工資可以從江門補足，共謀發展正是雙方雙贏的。

今年五月，廣東省政府對外公佈的《珠江兩岸六市一區創建「中國製造2025」試點示範城市群實施方案》要求，到2025年，珠江西岸地區製造業發展水平力爭進入全球製造業先進水平，達到與德國製造業「同場競技、同步賽跑」的水平。

作為珠西戰略「策劃地」、「主戰場」和「增長級」的江門市，在整體實施方案中佔據吃重的角色，尤其是江門市的軌道交通裝備產業基地，加快研製具有自主知識產權的新車。江門的軌道交通裝備產業基地主要依賴五邑大學的學術支持和落戶的中車產業軌道交通車輛有限公司的先進技術。除了做強先進裝備製造業作為「頭號工程」，江門市大力培育軌道交通、重卡和商用車、新材料新能源及裝備、教育裝備及電子信息、大健康等五大產業。

五邑拓五大產業具優勢

於六月底，筆者參加五邑江門拜訪團，特別參觀了珠西智谷、珠西創谷兩大科技園區、五邑大學、南方職業學院，對江門五大產業最新發展情形和學術支援有了初步了解，感覺到江門市政府對推動五大產業的發展真是「不遺餘力」。

值得一提的是，珠西創谷(江門)科技園有限公司是由前香港科技園的馬振富教授主理的，他着力幫助香港合適的科技公司落戶江門，應用最創新科技於江門創業創新孵化，將香港和江門工業技術有效地結合起來。

五邑大學是省內著名大學，其軌道交通學、建築物保育學及工程學更是廣東省內具獨特性和代表性。香港的鐵路建設水平已是達到世界水平，並且成功輸出到境外充當建造和技術顧問。

最近地下鐵公司建立「港鐵學院」專門訓練相關人才，可以跟五邑大學進行具體交流，合作把世界先進軌道技術輸入廣東省內。



■五邑大學是省內著名大學，其軌道交通學、建築物保育學及工程學更是廣東省內具獨特性和代表性。

資料圖片

兩地前店後產理想配搭

香港的教育和健康產業管理水平先進，國際貿易經驗豐富，可以充當前線的貿易/設計角色，再把生產程序放到江門完成，達到「前店、後產」的理想配搭。江門土地充裕、物價便宜、環境優美，香港人可以前往退休、養生、旅遊，作為香港人的後花園是非常理想的。

今天香港缺乏的正是江門市具備的，雙方攜手前進是雙贏的。作為中國著名僑鄉和重點的中小企業集中地，江門實是香港特區互相共謀發展的首選地，短暫旅遊養老更是不二之選。

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。