

港股大時代 明年波動料加劇

財經述評

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

今年港股一改去年下半年以來波動下挫的頹勢，末季更超越2015年「大時代」的升幅，指數屢破十年新高，日成交額亦較去年有顯著改善。臨近歲末，港股恒生指數在突破三萬點高位後持續波動，日成交額連續企穩於千億港元以上。展望來年，在全球政治、經濟、金融形勢不斷變化的背景之下，港股將呈現什麼樣的走勢呢？一般而言，影響港股的主要因素包括利率、資金、基本面、技術面以及外圍市場表現等，這些因素可能在不同時點相互轉化。不妨逐一進行分析。

利率漸上揚 資金仍充裕

從利率因素來看，歷來香港的基礎利率走

勢與美國同步。預期2018年美國加息步伐較為溫和，市場利率仍會保持在較低水準。金管局公佈的反映銀行平均資金成本的綜合利率在10月底為0.50厘，較9月底的0.30厘上升0.20厘，市場利率已出現逐漸上升趨勢；從流動性來看，12月11日銀行同業市場收市總結餘1,797.57億港元，較去年12月12日2,595.76億港元下降30.73%，與今年以來港元兌美元匯率偏弱的表現一致。

但是，港匯尚未觸及弱方保證線，並未出現大規模資金流出，市場流動性仍較充裕，相信不會太快調整最優惠利率；從資金環境來看，儘管明年美國加息縮表並行，但歐洲、日本持續實施量化寬鬆，環球市場資金仍較寬裕。從資金流向來看，由於美國加息

較溫和，今年新興市場連續吸引資金流入，扭轉2013年以來連續四年淨流出的態勢。來年新興市場基本因素及增長空間仍可持續吸引資金流入。因此，相信明年香港市場在利率趨升的背景之下，資金總體上仍可維持寬鬆水準。

基本面穩定 技術面吸引

從經濟增長來看，環球經濟改善推進進出口表現向好，零售消費及就業市場平穩，明年香港經濟穩定增長可望持續。從企業盈利來看，今年1月至10月內地規模以上工業企業利潤同比增長23.3%。截至11月15日，滬深兩市1,239家上市公司發佈全年業績預告，其中有957家公司業績向好，佔比達

77.24%。截至11月底，在港上市的內地企業佔港股總市值與成交的比重分別為66.1%和78.2%。另外，本地企業方面，涉及零售、奢侈品消費、餐飲等領域的上市公司業績再度大幅下滑的可能性不大，總體盈利料穩中略升。

從技術層面來看，港股目前市盈率與歷史高位（1999年與2007年分別為26.73倍與22.47倍）和成熟市場水準比較仍然較低，特別是與內地A股市場比較，港股PE差距較大（恒生AH股溢價指數近期仍持續位於130點以上）。另外，通過對上證50指數和香港恒生股息累計指數的比較不難發現，港股市場的股息回報仍有優勢，具備長期投資價值。

外圍續支持 聯通料升級

港股受美股和內地A股影響較大。美國股市方面，經濟持續好轉，企業盈利較好及特朗普減稅及基礎設施對後市提供支持；內地經濟L型增長態勢企穩，各項改革推進加上企業盈利穩定，對A股走勢帶來利好。從市場聯通來看，滬深港通擬納入ETF和新股通、H股全流通以及吸引新經濟企業來港上市等政策落實料會為港股市場帶來更多活力。

總體而言，預期明年港股波動或會加劇，升幅難再現今年的凌厲，但受惠於資金充裕、經濟增長及企業盈利等因素，恒生指數有機會上看34,000點，港股日均成交或維持950億港元以上。

美加息步伐未算急進

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着全球逐漸從金融危機的影響中走出，以美國為首的國家開始離開超級寬鬆的貨幣政策，各類資產也隨之發生變化。

本周可以說是央行會議高峰，最受矚目的便是美聯儲。在令人滿意的經濟增長動力支持下，從2015年年底開啟加息大門，隨後分別在2016年底，以及2017年的3月和6月分別升息25個基點，並從10月啟動縮表。對於12月的此次會議，加息的概率就一直很高，到後期幾乎穩定在九成以上。所以，當美聯儲宣佈加息25個基點的時候，對市場的影響是有限的，因為早已經被市場消化。

明年料僅會加息三次

相對而言，投資者更希望從聲明和耶倫講話中找到線索。美聯儲上調2018年經濟增速預期，整體下調失業率預期，預計通脹中期內會達到聯儲目標，將按計劃明年增加縮表規模。

不過，值得注意的是，有兩名官員反對加息，而官員預計明年仍加息三次，如此一來，讓原本期待有更鷹派言論的投資者失望，以致決議發佈後，美股擴大升幅，道指連續第四日創新高，惟金融股拖累標普微跌。

美聯儲偏鴿 市場受落

至於全球資產價格的反應方面，美匯指數在加息決定之前就走軟，主要受到11月CPI不及預期的影響，雖然這個表現並不



美國聯邦儲備委員會主席耶倫在華盛頓舉行的新聞發佈會上講話。新華社

會影響此次加息的決定，但未來的步伐還是要關注通脹的情況。倒是有報道說，參眾兩院稅改達成原則性協定，提振風險情緒，給美股美元帶來支持。在加息決定後，美匯指數進一步下行，跌穿50日線，低見93.395，最終跌0.71%至93.429，今早繼續下探，考驗百日線支持。一是獲利回吐的壓力，二是美聯儲態度偏鴿。

另一邊廂，金價和美債受到支持。金價雖考驗1,240美元，但很快獲得上行動能，收在1,250美元上方，今早也是延續升勢，測試10日線。雖然短線美聯儲無鷹派展露，但加息的道路已經確定，美元雖然受

壓但料跌幅有限，金價恐怕中長期還要受壓。

各地央行決策受注視

在忙完美國市場後，市場視線將很快轉移到歐央行和英央行上。投資者一開始並沒有對歐洲市場報以太大希望，都以為會深陷政治危機中無法自拔，誰知經濟恢復速度要遠遠好於預期。在較強力的經濟數據支持下，退出QE的道路已經逐漸清晰起來。本次議息會議，需要關注委員對經濟前景和貨幣政策的態度。歐元在今年接棒美元，受到資金追捧，已經累升逾一

成，短線遇阻1.2水平，但相信明年還將進一步獲得支持，反彈回到1.2至1.4的區間，歐股則有望延續升勢。

英央行也將公佈決定。在11月開啟十年來的首次加息後，本次央行按兵不動是大概率。最新公佈的CPI上漲3.1%，創2012年3月以來最高，也是近六年來首次突破3%的關口。但昨日公佈的就業情況略差於預期，好在薪資創出10個月最高水平。數據好壞不一，加上英國面對脫歐問題，以及首相所面對的政治危機，加息恐怕要等到明年第三季度，但不排除此次英央行也會釋放鷹派言論。

聯儲局明年加息或較市場預期快

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

美國上周五公佈了11月官方的就業數據，非農職位增加22.8萬份，其中私營市場就急增22.1萬份，顯示僱主對招聘人手方面頗為積極。11月的失業率維持於4.1%，是2000年以來最低水平。11月工資按月上升0.2%，不及市場預期的0.3%升幅，而且10月工資按月更向下修訂至下跌0.1%。

美國就業市場強勢持續

從細分的就業數據情況看，商業服務、製造業及醫療保健的領域，對就業市場增長持續，表明美國各行業目前正受惠於經濟擴張周期。當中，以製造業表現最好。11月的製造業人數增加3.1萬份，遠較市場預期的1.5萬份為高。行業的失業率更跌至

歷史性低位的2.6%。至於醫療及專業服務的就業增長亦保持強勁。商業及專業服務領域新增就業4.6萬份，而醫療保健領域新增就業增加3萬份，主要是來自門診的保健服務。餐飲業的就業人數亦有明顯改善，反映早前受風暴吹襲的影響亦已經過去。

聯儲局明年3月或再加息

聯儲局本星期的議息，幾乎肯定會加息0.25厘。從彭博的利率期貨表示，聯儲局明年3及6月的加息機會分別有近七成及超過三成的機會。基本上，若美國經濟可以維持目前的表現，預期美國聯儲局明年將加息三次或以上。

但由於目前時間尚早，市場未有一致的

共識，故估計對美元上半年的走勢只會屬偏強。

但要留意的是，美國金融股即使近期轉強，但股價今年以來只是升一成多至兩成多左右，較科網股表現遜色。息差擴大有利銀行股，但前提是長息與短息的相差度擴大，令增加銀行的淨利息收入。但今次加息周期，長短債息差已收窄至只有58點子。過去的周期均顯示，若十年與兩年息差持續收窄，甚至陷入負數的位，對美國經濟而言可能是一個警號。

美國明年加息的次數多少，將會對全球資金流向帶來不明朗的影響。從目前的情況看，由於美息升勢於明年可能持續，有機會令聯邦基金利率高於亞洲區多國央行。按照正常的情况，資金會由低息的地

區，轉投高息的地區，令亞洲及新興市場情况不太樂觀。

須關注港銀行體系結餘

至於港美息差問題，明顯地見香港仍未加息，主要是由於銀行同業資金仍然充裕，加上市場上的競爭，令銀行即使可能面對資金緊張，仍未敢貿然加息。但香港銀行業的資金是否充裕，除了要看拆息外，更重要的是銀行體系結餘。

其實，香港銀行體系結餘，已由最高時的4,000億元左右，持續回落至上周五的不足1,800億元。但由於近期未見大量資金流出，故未有使到拆息進一步抽升。但如果明年資金流出的情況再加快，可能令香港銀行業加息的壓力增加。

美加息兩周年 功過啟新篇

程實 中國工銀國際研究部主管、首席經濟學家、董事總經理 錢智俊 工銀國際高級經濟學家

美聯儲年內第三次加息如期而至。這不僅是耶倫任期的謝幕曲，也是美聯儲加息兩周年的里程碑。承前啟後之際，摒除短期的市場喧嘩，梳理兩年來的加息進程，明確貨幣政策正常化的當前位置，無疑對於政策前瞻具有重要意義。

鴿派加息造成貨幣寬鬆變相增強

我們認為，回顧來路，2016年的鴿派加息看似收緊銀根，實則造成了貨幣寬鬆的變相增強，進而加劇經濟結構性矛盾和金融市場泡沫，引致沉重的政策代價。2017年，美聯儲回歸理性軌道，鷹派加息和縮表的有序協同，並未損傷經濟復甦動能，而是有力推動了全要素生產率的上行。

聚焦當下，鴿派加息的遺患仍未完全清除，大規模縮表尚待充分加息以創造政策空間，因此鷹派加息路徑仍需延續。展望前程，鮑威爾有望引導美聯儲加息之路穩中求變、續寫新篇。2018年，美聯儲大概率將先將政策利率提升至溫和通脹率，然後根據稅改新政的實際效果，相機再進行1次至2次

加息。有鑒於此，2018年美聯儲加息三次將是基準預測。

美聯儲加息所行何路？回顧過去兩年，美聯儲加息經歷節奏迥異的兩個階段，政策的功過得失大相逕庭。2016年，耶倫猶疑於勞動力市場的短期起伏，倒向非理性的鴿派加息路徑，引致沉重的中長期政策成本。2017年，鷹派加息有效推動美國經濟的供給側改革，助力全要素生產率的提升。

兩階段實踐表明，在貨幣政策正常化進程中，一味「保增長」而放緩緊縮步伐、放棄政策承諾，實為飲鴆止渴；堅守貨幣政策獨立性，果斷順勢而為，才能真正修復經濟長期增長動力。

第一階段，鴿派加息代價沉重。從2016年4月末開始，美聯儲通過會議記錄、官員言論、嘗試縮表等一系列舉措，引導形成了「年中加息一次、全年加息兩次」的市場基準預期。但是，在5月非農數據的衝擊下，美聯儲放棄隱性政策承諾，進入緊盯就業、極端鴿派的「耶倫模式」，最終僅在12月加息一次。

正如我們之前報告所證明，由於經濟復甦階段的非農數據具有中樞下行趨勢，因此過度倚重這一「浮動標尺」，必然導致貨幣政策過度寬鬆。後續事實也表明，2016年美國勞動力市場不弱反強，失業率至年底降至9年以來新低。由於偏離了理性軌道和經濟現實，鴿派加息路徑的政策代價沉重而深遠。

鷹派加息進程重回理性軌道

第二階段，鷹派加息成效卓著。面對巨大的政策成本，美聯儲在2016年12月議息會議表示，2017年預期將加息三次。鑒於美聯儲此前的政策失信，市場並未接受這一指引。為此，2017年3月初，美聯儲密集發佈鷹派言論，一周內將市場預期加息概率從30%提振至80%，進而順勢在當月實現加息。這一行動正式開啟了鷹派加息進程，標誌著美聯儲重回理性軌道。

由此至今，雖然第一季度GDP增速驟降、特朗普新政延宕、政府債務上限問題等短期威脅頻頻湧現，但是美聯儲依然完成加息三次的政策目標，並於10月開啟了縮表



美聯儲年內第三次加息如期而至，金融市場反應正面。圖為紐約證券交易所交易員。法新社

操作，貨幣政策正常化大幅提速。

美聯儲有望保持當前加息節奏

有鑒於此，我們判斷，2018年美聯儲加息之路將分兩階段進行，呈現相機抉擇的特徵。第一階段，美聯儲有望保持當前加息節奏，將政策利率提升至溫和通脹率，進一步

消解鴿派加息的負面影響，並為大規模縮表營造政策空間。第二階段，根據特朗普稅改的落地進程和實際效果，美聯儲將相機再進行一次或兩次加息，以鞏固美國經濟長期增長動力。綜合而言，2018年，美聯儲加息三次將是基準預測。

(本報有刪節)

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。