

# 非農數據遜預期 中美貿易戰成市場焦點

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

美國勞工部上周五公佈了3月非農就業報告。數據顯示，美國3月非農就業人數新增10.3萬人，低於預期的18.5萬人；同時，美國勞工部將2月新增非農就業人數由31.3萬人上調至32.6萬人，將1月新增非農就業人數由23.9萬人下調至17.6萬人，兩個月合計下調5萬人；3月失業率為4.1%，與上月持平，維持17年來最低水準，顯示美國已接近充分就業；3月勞動力參與率為62.9%，低於2月的63.0%；3月平均每小時工資同比增長2.7%，高於2月份的2.6%。

## 美聯儲料維持漸進加息

筆者認為，美國3月份新增非農就業人數不及預期，錄得過去6個月以來最小增幅，而且過去兩個月的就業人數也有所下調，可

能與天氣因素有一定關係。根據美國勞工部統計的數據，15.9萬美國人因天氣原因無法工作。當前失業率仍然保持在17年來低位，表明美國勞動力市場總體保持持續增長態勢。同時，市場最為關注的3月平均每月時工資同比增長2.7%，較3%至3.5%的強勁增長區間仍有一定距離，處於溫和增長水準，緩解了投資者有關通脹將會加速上升的預期。而且，2月核心PCE物價指數同比增長1.6%，較美聯儲長期指引的2%仍有一定距離，表明目前通脹壓力並不大。因此，筆者判斷，美聯儲仍將維持漸進加息的政策，未來貨幣政策的收緊過程預計將相對平緩，預計2018年將再加息2次。

不過，中美貿易戰仍是目前資本市場的關注焦點。筆者認為，如中美兩國之間進行貿

易戰，雙方都會蒙受極大損失。美聯儲未來會密切關注中美貿易戰對美國經濟和通脹的影響。考慮到在全球貿易中美國偏向需求主導方和中國偏向供給主導方的差異，貿易戰對中國GDP增長的影響大於對美國GDP增長的影響，對美國通脹的影響大於對中國通脹的影響。中美貿易局勢紛爭的加劇將顯著推升通脹水準，迫使美聯儲加快加息步伐，股市估值可能會面臨更大調整。

## 貿戰威脅全球經濟復甦

如果中美之間的貿易夥伴關係惡化，將會威脅到全球經濟的復甦進程。當今世界經濟的全球化程度已達到人類有史以來的高峰，主要國家通過深度參與全球產業鏈分工已融為一體，可以說都是利益攸關方，貿易戰對

全球經濟的影響非常大。中國和美國是全球最大的兩個經濟體，分別佔全球GDP的16%和24%。同時，中國和美國也是全球最重要的貿易活動參與者，分別佔全球商品貿易的15%和10%左右。

## 港股市場或將面臨調整

如果美國對中國發動全面貿易戰爭，將會對全球貿易和投資活動產生重大溢出效應，進而可能導致全球經濟的復甦進程停滯甚至再度出現危機，本輪美股牛市高估值泡沫破滅的尾部風險將大幅增加，港股市場也將面臨較大調整壓力。據澳大利亞國立大學教授Warwick等人基於全球投入產出關係研究，如果中美進口關稅稅率均提高10%，那麼將分別降低美國、日本、歐元區、加拿大、澳

大利亞、中國、印度、其他亞洲國家、東歐國家和OPEC國家GDP約0.3%、0.5%、0.3%、1.8%、0.4%、2%、0.2%、1.4%、0.7%和1.1%。筆者研究發現，在產業內貿易佔據主導情況下，如果貿易戰帶來中國出口下降，那麼也將導致中國進口萎縮，進而對高度依賴中國大陸進口的台灣，以及韓國、澳大利亞等國家，東盟、拉丁美洲等地區的經濟產生重要影響。總體而言，近期中美貿易紛爭再度升溫，全球股票市場風險大幅上升，貿易戰是影響投資者風險偏好和市場波動率的重要因素。

(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。)

# 關注中美貿易戰 避險資產獲支持

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

中美貿易關係緊張，吸引了全球投資者的高度關注，世界兩大經濟體的摩擦，讓各類資產也頗為波動。其實早在特朗普競選的時候，就揚言要向中國進口貨品實施45%關稅。直到今年3月初，美國宣佈對進口鋼鐵和鋁產品分別加徵關稅。3月中，衝突加劇，白宮確認特朗普政府尋求將對華貿易赤字縮減1,000億美元。而真正爆發是在3月22日，特朗普簽署備忘錄，基於對華301調查報告，展開大規模單邊貿易保護行為。中國作出反擊，宣佈計劃對價值30億美元的商品徵收關稅。隨後就展開了現在我們看到的對峙，市場神經高度緊繃。

## 各類資產更波動

恐慌指數VIX在2月高見50.3之後，雖然隨後回吐漲幅，但也沒有回到大漲前的圍繞10水平上落的平靜狀態。從3月中開始，VIX相對反覆，有時單日大漲兩三成，有時又單日回吐一兩成。各類資產也是波幅擴大。

加上科技股的拋壓，美股在2月的重挫之後，雖然期間有意反彈，但還是無法收復失地，反而進一步下探，其中有幾日，深受貿易戰的擔憂而重挫。目前三大股指都暫時靠穩200日線。避險資產則更受到資金的青睞。

美元兌日圓在2月中跌破108至115區間後，進一步加速下行。地緣政治風險更是令其沽壓加大，3月尾曾低見104.56，隨後出現反彈，重返107水平，短線考驗50日線。10年期美債收益率在3月末終於跌破2.8%的支持，運行至50日線下方，周內有三次反彈，但上周五恐慌情緒刺激下，又一次失守2.8%。雖然不至於破壞大的上行趨勢，但至少短線內相當波動，恐怕還需作出調整。

金價從1月末開始斷續從去年12月中開啟的升勢，轉為進入1,300至1,360美元的區間波動。期間一度在上個月測試百日期線支持，不過都能靠穩，畢竟有避險的買盤力量支持。只是金價的波幅擴大，表現起起伏伏。上周主要圍繞50日線上下，但能靠穩1,320美元。接下來，金價或繼續在區間波動，多空雙方分歧加劇。

## 貿戰持續困擾市場

特朗普此番炒掉了身邊與其意見不符的溫和派，並僱用今年70歲的Robert Lighthizer，這位貫穿1985年里根時代日本廣場協議的重要人物，把口

水戰正式升級。以特朗普不按常理出牌的個性，眼下實在無法知道他下一步會走哪一步棋。

雖然他在上周日晚發推表示，和習主席永遠是朋友，兩國都有美好的未來。這樣的言論也一度被市場理解為有態度轉緩的信號，以至於周一市場擔憂情緒回落，內地和香港股市走高，日圓和美債收益率回吐升幅。但我們並不認為這是什麼表達善意，市場有些過分解

讀了，眼下反而更要警惕。這一切要籠罩市場相當一段時間，11月美國中期選舉這個時間點需要關注。

從資產表現看，短期內市場暫時沒有極其恐慌，但保持高度警惕的狀態。可能貿易戰一時之間對市場的影響有限，但如果一旦真的升級，恐怕會超出預期的狀況。因為雙方若誰也不讓步，只會是雙輸，對於兩大經濟體來說，都將造成很大的影響，更將影響擴大到全球範圍。



以特朗普不按常理出牌的個性，眼下實在無法知道他下一步會走哪一步棋。

美聯社

# 黃金是唯一避風港

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

美股自2月以來引起大幅波動，在高位極度波動，連番出現了大量壞消息，港股被拖累下跌至3萬點水平，總結近來一連壞消息，聯署主席換人令市場對貨幣政策轉變的預期，經濟好轉的通脹預期，貿易戰帶來對中美經濟的不確定性，港元弱勢並多次進攻弱方保證水平，北水在港股通年內首次出現流出，股王騰訊(0700)大股東十年以來首次減持，並跌穿其配股價，美股升市火車頭FANG出現拋售，這些消息已經令大

多數投資者對市場存在戒心，為市場在高位帶來阻力。

## 貿戰陰霾 投資者看淡恒指

相反，公司企業盈利增長，投資者都對之無視，而事實上，以恒指日線圖來看，指數已經連續多次在100天線之下，是極為看淡的訊號，加上近來貿易戰的陰霾，對於投資者來說在沒有看到局面有明朗化的一面，根本沒有入市的原因。

貿易戰對於投資者來說，可能是近來最常聽到的新聞，但危機不在此，比特幣從今年最高的19,000美元水平跌至6,500美元，下跌幅度達60%以上，當中對經濟以至金融體系的損害是未知之數，因為現在還未聽到狂熱炒賣後的重負面新聞。

美聯儲的多個成員，包括主席鮑爾，理事布雷納德都多次提到，即使美股經過近來的調整，價格都仍偏高，並堅持加息的需要。華爾街重量級人物摩

通CEO Jamie Dimon(戴蒙)近期接受訪問都提點投資者低估了聯儲局加息速度的概率。在如此兇險的投資環境下，很難說服自己把錢再投入股市，在美國經歷了接近十年的大牛市來說，近來的調整根本不算什麼，以上所有的事件可說是短期又是長期，但不確定性就是不去投資的理由，投資黃金可能是唯一避風港。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

# 中美貿易摩擦升級影響評估

高挺 瑞銀證券中國首席策略分析師

擺在眼前的是貿易戰還是貿易談判？近期中美貿易摩擦進一步升級，美國率先公佈關稅清單、中國則立即給予了同等規模的反擊。我們認為有必要關注以下幾點：1) 中美貿易逆差最大的項目如手機、電腦及零部件等，並沒有包含在美國公佈的關稅清單中。在我們看來，美國政府本次舉措的真正意圖是防範中國高端製造業崛起並進軍美國市場。

## 防高端製造業進軍美國

2) 中國商務部宣佈對美國進口大豆、汽車、化工品加徵關稅的行為，不僅僅是同等規模的貿易反擊，也可能會對特朗普票倉產生一定影響。3) 雙方都表現得相當強硬和高調。據路透社報道，在中國商務部發佈清單之後，特朗普隨即聲稱考慮對從中國進口的額外1,000億美元商品加徵關稅，美財長則表達了繼續談判的意願。在基準情景下，瑞銀宏觀團隊仍然預計中美雙方將開展對話，最終通過談判達成協議，但貿易摩擦、協商用時更長的風險已顯著上升。

美國關稅政策會抑制中國的創新力嗎？這不太可能。

## 關稅對創新產業影響有限

我們的測算顯示本次關稅清單覆蓋

了佔比該類別產品進口額100%/54%/42%/28%/18%的航空航天器/光學和醫療器具/醫藥產品/鐵路軌道設備/機械機電設備，與「中國製造2025」中提及的戰略新興產業有諸多重合。儘管如此，我們認為關稅措施對這些產業的影響十分有限。我們在創新報告中的分析顯示，包括資訊技術(智慧手機零部件、互聯網、人工智慧和非記憶半導體)、新興工業(電池、電動車、光伏及環保)和家電等行業在內，中國的創新勢頭和研發能力很強。這些行業，除了硬體、光伏和家電，基本都不是以美國為主要市場，因而我們認為貿易摩擦對他們的影響相當有限。

短期盈利衝擊有限，關注通脹上行風險。如我們在此前報告中提到的，美國加徵關稅這一舉措可能導致中國GDP增速放緩，因而拖累A股非金融盈利增長0.6至1.6個百分點，短期來看影響並不大。更重要的是，我們宏觀團隊測算大豆均價上漲10%將推高國內CPI 0.1至0.2個百分點(瑞銀預計2018年CPI增長2.7%)。通脹走高意味着市場對貨幣緊縮甚至是央行加息的預期將有所增強、抑制股市表現。此外，盈利增速見頂、過去一年裡持續估值擴張等因素都可能影響到市場情緒。

政府於2014年6月成立跨部門工作小組，檢討私人遊樂場地契約的政策，終於在3月20日起進行六個月的公眾及持份者諮詢，再將歸納的意見呈交行政長官會同行政會議拍板。

據了解，4月中會展開五個月的土地供應「大辯論」，同樣地於9月中結束。在其十七項中，十年內的短中期選項包括局部地把粉嶺高爾夫球場，即172公頃中的32公頃再規劃發展提供4,600伙住宅；而私人體育會契約共有二十七幅土地正被納入至廿年的中長期選項內。正如土地供應專責小組主席黃遠輝透露，是次土地「大辯論」將強調三大信息，包括土地供應短缺存在、短中期土地供應情況嚴峻及未來缺地規模最少是一千二百公頃。

如民政事務局對私人遊樂場地契約政策諮詢文件顯示，現在二十七幅私人體育會契約用地共有約340公頃，分佈於香港約20公頃、九龍約9.67公頃及新界310.84公頃。假設將340公頃的部分土地收回，則欠缺的1,200公頃中約三成便輕易地、短期地應市。自然地，社會人士非常關注私人體育會契約用地應該再續期嗎？

## 補地價收益料遠超50億

這份檢討文件建議，政府要向這些私人體育會契約用地持有人徵收市值地價三分之一，承租者也要增加對外開放時數至百分之三十。開徵時期延至約十年後，到2027年才實施。為了讓私人體育會有充足時間籌募地價款項，工作小組

# 私人體育會契約用地應否續期？

張宏業 特許測師、中國房地產估價師

建議過渡性安排，先於續約時繳交20%地價，餘額分五期來按年攤繳，利率為三間發鈔銀行平均最優惠貸款利率加2%的固定年息，但只適用於2027年前辦理續期的。

如地政總署相關官員明言，粗略計算地料一幅位於市區(香港/九龍)、面積約一至二公頃契約用地的三分之一市值地價估計約一億至二億元，即市區內私人體育會用地於續期時約以每公頃一億元補交地價。再以2017/18年度繳納地租方法計算，則位於清水灣鄉村俱樂部及粉嶺哥爾夫球場分別約需付3.5億至4.5億元及5億至6億元去補地價。總體地，市區土地和兩幅巨大的新界私人體育會用地可為政府收取約低於50億元地價。這相比於把總體340公頃契約用地進行有效規劃後再招標出售，政府可獲取的總地價收入肯定遠遠地倍於50億；從經濟考量去分析，中長期內回收私人體育會契約用地可收到最大化的土地收益。

## 可提供逾兩年宅地供應

正如土地「大辯論」短中期選項的局部地發展粉嶺高爾夫球場，32公頃可提供4,600伙，340公頃便比例上可出產起碼49,000伙，足夠提供建屋的兩年土地供應量。從土地供應層面分析，中長期內回收這些土地可以提供不少於兩年住宅土地供應，也是最快捷和容易之途。

這份諮詢文件第十五頁羅列不少保留私人

體育會契約用地的原因，包括可提供政府沒有或較少提供的體育設施、可開放設施於合資格的外界團體(包括非政府機構和中小學校)、可作為體育總會訓練基地和推廣社區體育活動及可供舉辦本地和大型國際體育賽事。作為現在生活必須健康元素，香港人非常重視恒常體育活動，這些私人體育會正彌補地域性體育設施欠缺，尤其市區土地供應緊張、康體設施嚴重滯後。回應市民康體活動鄰近化需求，民政事務局特別建議承租者增加對外開放時數至30%。

## 支持「先易後難」棕地重設

筆者傾向支持政府先鼓勵主要開發商盡快啟動一千公頃新界農地建設和「先易後難」地釋放1,300公頃棕地的重設工程，再圖謀私人體育會契約用地如何回收。

總括來說，私人體育會用地確有其歷史價值和政府達成體育「普及化」、「精英化」及「盛事化」政策目標的直接貢獻。不如就讓土地供應「大辯論」和私人遊樂場地契約政策進行市民諮詢，於9月內相繼結束後，相關部門完成歸納、分析、結論，讓廣大市民決定未來土地供應取何方呢？大家不妨拭目以待私人體育會契約用地是否已完成歷史任務而落幕呢？

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。