

5月非農就業超預期 美聯儲6月加息成定局

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，美國突然宣佈將對500億美元中國高科技商品徵收25%關稅，中美貿易戰擔憂再起，投資者風險偏好再度降溫，南向資金淨流出人民幣36億元。不過，5月份中國製造業PMI回升，表明中國經濟目前仍保持較為平穩的增長態勢，港股一周震盪微跌。上周，恒生指數跌0.31%，收於30,493點；國企指數跌0.23%，收於12,020點。港股上日均成交金額為1,212.4億元，較前周有所上升。

美國已接近充分就業

美國勞工部上周五公佈了5月非農就業報告。數據顯示，美國5月非農就業人數新增22.3萬人，高於預期的19萬人，同時，美國勞工部將4月新增非農就業人數由16.4萬人下調至15.9萬人，將3月新增非農就業人數由13.5萬人上調至15.5萬人，兩個月合計

上調1.5萬人；5月份失業率為3.8%，低於4月份的3.9%，是18年以來的最低水平，顯示美國已接近充分就業。

另一項廣義失業率指標美國U6失業率為7.6%，低於4月份的7.8%，是2001年5月份以來的最低水平。不過，3月勞動力參與率為62.7%，低於4月的62.8%，表示有更多的人退出勞動力市場；5月平均每小時工資同比增長2.7%，高於4月份的2.6%，同比增速雖3%-3.5%的強勁增長區間仍有一定距離。

工資增長尚處溫和水平

筆者認為，美國5月份非農數據好於預期，而且過去兩個月就業人數有所上調，疊加5月份失業率降至18年以來最低水平，表明美國勞動力市場總體保持持續增長態勢。同時，市場最為關注的月平均每小時工資同

比增長2.7%，較3%-3.5%的強勁增長區間仍有一定距離，處於溫和增長水平，不會引發投資者有關通脹將會加速上升的預期。不過，5月份勞動力參與率有所下降，表示有更多的人退出勞動力市場。總體而言，5月非農就業報告支持美聯儲繼續漸進加息。

筆者判斷，美國5月份非農數據好於預期，6月份加息基本已成定局。美聯儲5月貨幣政策會議紀要多使用「對稱性」這一措辭表述，表明美聯儲對通脹的容忍度可能在提高，意味着美聯儲或將在未來一段時間內對通脹超過2%的目標採取一種更加靈活的態度。因此，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年將加息三次，第二次加息將出現在6月美聯儲議息會議上（3月議息會議上宣佈了今年的第一次加息）。

關注全球貿易摩擦升級

筆者認為，當前利率水平相對經濟復甦而言依然偏低。從短期來看，在利率上升初期，對經濟前景的樂觀預期有助於抵消流動性邊際收緊帶來的負面影響，利好風險類資產價格。不過，美國正式宣佈將從6月1日開始對加拿大、墨西哥和歐盟徵收鋼鋁關稅，全球貿易摩擦風險上升。美聯儲未來會密切關注全球貿易摩擦升級（包括潛在的中美貿易戰）對美國經濟和通脹的影響。如果未來全球貿易紛爭加劇顯著推升通脹水平，美聯儲或將加快加息步伐，股市估值可能會面臨較大調整壓力。

此外，鑒於美國總統特朗普貿易政策多變的特點，今後一段時間中美雙方進行的多輪艱苦談判仍是影響股市的重大不確定因素之

一，或將繼續抑制投資者的風險偏好。未來中美經貿關係的走向仍充滿複雜性和反覆性。預計未來中美貿易摩擦或將時有發生，雙方或時打時停，以打促談，談不攏再打或成為一種常態。

展望6月份行情，在未來中美經貿關係走向複雜多變的情況下，內地市場流動性雖然有望小幅放寬，但投資風險偏好難以大幅改善。而且，歷史上，港股在5月、6月份往往表現不佳，有「五窮六絕」之說。恒生指數5月下跌1.1%，基本符合「五窮六絕」的季節性波動特徵。在過去13年中，恒生指數6月份平均回報率為負0.6%。

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。

貿易戰為全球增長帶來考驗

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

一面是點燃全球貿易戰的導火線引發擔憂，但另一面美國還是相較非美國家有強勁的經濟數據，再次向投資者證明其更具有加息的能力。

在上周三先出爐的小非農數據不理想下，投資者原本對上周五的非農比較擔心，畢竟之前兩個月已經遜於預期，如果再不令人失望，難免會影響到貨幣政策正常化的進程。

美匯指數在4月下旬開始重新獲得資金追捧，重拾上行動能，表現強勁，一度升破95水平，但在小非農數據公佈後明顯回吐漲幅，反覆測試94水平。

美非農意外強勁

意外的是，5月非農報告相當靚麗，各項指標均好於預期。非農就業新增22.3萬人，超出預期的19萬。失業率降至3.8%，為18年低位。平均時薪環比增長0.3%，同比增長2.7%，表現樂觀。

美債息急升

如此一來，加息預期進一步被鞏固，尤其是六月加息，幾乎沒有懸念，且年內再加息三次的風聲再起。風險偏好升溫，美股收漲，扭轉了周內的跌勢。然而，非農對於美元和黃金的影响相對短線。美匯指數獲得動能，靠穩94水平，收漲0.19%至

94.156。金價在此之前圍繞千三水平上落，但受到非農影響重心向下，跌回1,280至1,300美元區間。倒是美債更為敏感，10年期美債收益率在上個月中進行調整，一度失守2.8%，上周五數據公佈後，躍上2.9%一線。對政策利率更敏感的2年期美債收益率站上50日線，上漲至2.4716%。

可見投資者對於加息前景仍有保留，沒有達到完全的共識，還要看看下周美聯儲在議息會議上的態度以及對最新的季度經濟預測。而全球貿易戰也不得不令投資者多一份謹慎，這個風險難以預測。

歐日經濟偏弱

歐元區5月製造業PMI終值確認由紀錄高位連降第五個月至55.5，創15個月低位。5月消費信心指數終值確認回落。受進出口疲弱影響，歐洲經濟火車頭德國，經濟增速超預期放緩。法國首季GDP季增長意外下修，放緩至0.2%，創半年低。

歐央行會議記錄也顯示其經濟增長可能進一步放緩，不確定性在上升。加上政治局勢不穩定，歐股受壓。歐元兌美元週阻1.25之後，從4月中開始加速下行，一度測試1.15關口。雖然短線跌勢有所放



分析認為，發動貿易戰對美有害無益。圖為美國洛杉磯貨櫃碼頭。資料圖片

緩，但仍保持弱勢。

日本第一季度實際GDP初值按季重現收縮，超出市場預期，資本支出和私人消費低迷。日央行行長也承認近期通脹在經濟穩定擴張下疲弱，擔心貿易摩擦升溫影響全球經濟增長。雖然日央行上周五宣佈減少購債規模，是這三個月來首次，然而日圓並沒有因此上漲，反而下跌，短線仍需要調整。

中國經濟較穩

中國內地經濟增長相對穩健。尤其是近

期製造業數據回升，包括5月PMI數據，4月中國規模以上工業企業利潤增速升至六個月高點，但地產或在整體調控不變的背景下有下滑趨勢。

不過資本市場表現卻不太樂觀，內地及香港股市依舊面對壓力。滬指週阻3,100點，恒指在30,000至32,000區間內，畢竟國際貿易爭端下，又沒有新的利好刺激，市場氣氛不樂觀。整體來看，一季度大部分國家經濟增長步伐受到限制，尤其是美強歐弱的格局明顯，需要密切留意未來貿易戰對全球經濟的影響。

美股波動加劇可能重現

嘉信理財

美國股市五月份相對強勁，投資者可能會懷疑傳統的「五月沽貨離場」說法是否正確。我們從不主張去嘗試捕捉季節性跌市的出現，因為試圖去猜度市場何時會作出調整的行為往往徒勞無功。此外，今年亦是美國中期選舉年，歷史上的中期選舉往往伴隨着較大的市場波動和股市大幅度回落，更不用說目前還有持續的地緣政局不穩，例如美國總統特朗普宣佈取消與朝鮮進行首腦會議，並考慮對進口汽車和貨車徵收關稅。另一方面，夏季是度假季節，海外投資者往往會放長假，這可能導致成交量減少以及出現較明顯的股市波動。

美股自三月低位以來的漲勢推動投資者情緒升溫，Ned Davis Research (NDR) 情緒調查這個潛在逆向指標重返樂觀區域。此外，企業業績期將近結束，這將抵消與稅務及監管改革相關的利好消息。

經濟擴張似乎尚未完結

根據美國國家經濟研究局(NBER)的數據，現時經濟擴張已經有106個月，屬過去100年來第二長的經濟擴張期，遠高於58個月的平均水平，這導致很多人討論有關周期是否已經到了後段。不過請緊記，經濟擴張不會單單因為周期過長而結束，而通常是因為過度擴張而結束，並表現在通貨膨脹、貨幣政策及產能變化等方面。因此，雖然目前經濟擴張情況延長，但經濟獲益卻未見如此。根據Yardeni Research的研究，目前美國實質國內生產總值較2009年谷底增長約22%（遠低於高位時所錄得的超過50%的漲幅），是自1960年以來在任何經濟擴張時期的第二低位。

經濟增長往往在第一季為疲弱，其後我們看到第二季數據有所好轉。五月份紐

約聯儲和費城聯儲等製造業指數有所上升，前者從15.8上漲至20.1，後者則從23.2上升到34.4。此外，零售銷售略為回升，根據美國人口普查局報告，四月份銷售額較去年同期增長4.7%，而前兩個月的銷售數據亦向上修正。

工業生產數據同樣正面，美聯儲報告升幅達0.7%，產能利用率從77.6%上升到78.0%（但明顯低於80%的水平，此水平可以顯示產能存在限制以及一般會在經濟衰退之前出現）。同樣，房屋市場有所反彈但未見急升，美國全國地產經紀協會繼續指出庫存相當緊絀，而美國全美住宅建築商協會信心指數亦從68上升到70，並沒有跡象顯示過幾幾次經濟衰退出現前的急劇下降。

貿易戰仍處風險名單首位

經濟擴張似乎仍會持續一段時間，但現時

存在若干風險有機會中止長期增長。可能出現的貿易戰仍然處於風險名單的首位，現時不同方面正在開展談判。有些人對談判得以持續進行感到較為安心，但我們需要在未來幾個月看到一些進展，否則貿易政策風險可能會升溫。

從基本層面來看，伴隨着緊縮金融狀況而升高的通脹仍為牛市帶來風險。市場對最近公佈的美聯儲會議記錄感到較為安心，主要是該會議記錄強調聯邦公開市場委員會對「通貨膨脹暫時性溫和和上漲處於2%以上」的程度感到可以接受，並符合其「對稱性」（即考慮到通脹低於目標多長時間，可以有一段較為對稱的時期通脹高於目標）的觀點。但如果通脹速度加快，聯儲局的看法可能落後，而且不得不加快收緊貨幣政策。

(本文有刪節)

柬埔寨經濟潛力不容忽視

陳偉基 資誠環球商務集團董事



圖為建設中的金邊。

資料圖片

東南亞國家聯盟，簡稱東盟。說到東盟，必要看其國內生產總值，從1970年的僅376億美元猛增至2016年的2.6萬億美元，約相當於英國的經濟規模。中國一直視東盟為周

邊外交優先方向和推進「一帶一路」建設的重點地區。其確立為東盟經濟發展提供無限可能。其中，柬埔寨的發展最為值得大家期待。

先了解柬埔寨經濟發展狀況，柬埔寨2017年經濟增長率為6.9%，繼續保持發展強勁。經濟發展強勁是由於柬埔寨人口的年輕化，據統計，柬埔寨2015年的人口約為1,565萬，平均年齡27歲，其中30歲以下的年輕人佔總人口的70%，好像印度一樣，年輕人口較多有勞動動力及消費力的提升。

年輕人口較多助提升消費力

其次，柬埔寨政府非常清楚國內內需市場有限這一問題對經濟發展帶來的制約，因此在經濟發展模式裡一直強調吸引外國投資，包括基礎設施、房地產、建築業、旅遊業和製衣業等，外資都佔有非常大的比例。

另外在中國提出「一帶一路」發展政策以後，中柬兩國經濟交流更加密切，大型投資更多的入駐柬埔寨境內。2016年中國國家主席習近平對柬埔寨進行友好訪問，更簽定，「柬中產能合作與投資重點項目」，為

柬埔寨的發展提供最大的推動力。這些協議將在新的一年陸續開始進入實施階段，兩國加大推進合作。

為東南亞經濟發展最快國家

基於柬埔寨目前處於百業俱興大開發階段，柬埔寨政府也相繼出臺執行對外開放的自由經濟政策助力國家發展，成效顯著，柬埔寨一躍成為東南亞經濟發展最快的國家。

港人最關心的海外投資以及樓市情況，柬埔寨也在近年發展成熟，並得到世界關注。年輕化的人口結構、自由的經濟體制、蓬勃發展的旅遊業和開放的投資政策，促使柬埔寨成為目前最佳的海外房產投資國家之一。

首都金邊房價每年漲逾10%

柬埔寨每年獲得的國際直接投資持續增長。2017年國際直接投資額是25億美元，預計2018年將增至30億美元左右。柬埔寨

首都金邊的房地產已經進入高速發展通道，房屋價格逐年攀升，幾乎每年都有10%-20%的增長。

作為「一帶一路」版圖上的「經濟特區」，柬埔寨不僅吸引了眾多中國遊客，還吸引了大量的中國企業和個人赴東投資。2017年兩國貿易額已創下50億美元紀錄，而今年柬埔寨與中國已定下60億美元雙邊貿易交易額目標。目前，柬埔寨首都金邊已成為很多人海外資產配置首選目的地之一。

有學者認為柬埔寨本年經濟將因大選產生之政治不穩定因素而舉步維艱，但鄰近國家提供資金援助，加上柬埔寨國王與軍方也選擇在現任政府這邊，這使得再次獲得選舉勝利的可能性大大提高。若成功連任，政局將更加穩固，柬埔寨能進一步發展經濟，提升國家整體競爭力。總括而言，柬埔寨的未來發展實在值得大家期待，更不容忽視。

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。