美股刷新最長牛市紀錄 本輪升浪料近尾聲

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，中美就經貿問題舉行副部級談判，美聯儲公佈8月份議息會議紀要，美國股市刷新最長牛市紀錄，港股市場有所反彈。上周，恒生指數漲1.68%，收於27,672點；國企指數漲2.53%，收於10,780點，港股日均成交金額為910.7億港元，較前周有所下降，南向資金淨流出人民幣30億元。

美聯儲8月份議息會議紀要顯示，聯邦公開市場委員會（FOMC）認為美國經濟增長強勁，重申其漸進加息立場，但對貿易摩擦感到有些擔憂。FOMC認為，美國勞動力市場持續增長，失業率保持低位；家庭支出和商業固定投資強勁增長；衡量未來12個月整體通脹指標和剔除食品和能源價格的通脹指標保持在接近2%；經濟前景面臨的風險表現得大致均衡。

不過，在美國現行貿易政策方面，FOMC認為，持續的貿易爭端將對經濟活動、勞動力市場和通脹前景帶來風險和不確定性。

FOMC關注貿易戰影響經濟

如果出現大規模持久的貿易摩擦，很可能會給企業信心、投資支出和就業帶來負面影響。同時，廣泛的關稅提高將會降低美國家庭的購買力，可能導致生產力下降和供應鏈斷裂。另外，其他的負面影響包括房地產行業嚴重疲軟、油價急劇上漲以及新興市場經濟增長嚴重放緩等。

目前美國經濟增長強勁，二季度GDP年化初值增長4.1%，創2014年以來最快增速。7月份新增非農就業數據也表明當前美國勞動力市場總體保持持續增長態勢，失業率繼續保持在低位，同時通脹水準較為溫和。筆者認為，特朗普政府的減稅等刺激政策在短期內對美國經濟具有一定提振作用，但對中長期潛在增速的影響比較有限。

目前，FOMC對未來長期GDP增速預期仍保持1.8%不變，顯示FOMC對於長期經濟增長的預期仍然比較謹慎，美聯儲仍將維持漸進加息的政策。筆者預計美聯儲2018年將加息4次（前兩次已於3月及6月份進行），其中第三次將於9月份進行。不過，隨着全球貿易政策不確定性風險不斷上升，美聯儲未來會密切關注全球貿易摩擦（尤其是中美貿易摩擦）升級對美國經濟和通脹的影響並採取相應行動。

上周，美國股市刷新最長牛市紀錄。第二次世界大戰以後，美國出現過11個牛市（沒有出現股票價格下跌20%的情況），當前牛市始於2009年3月，至今已經持續了113個多月，已成為美國歷史上持續時間最長的牛市，而且仍在繼續。

當前牛市已持續113個多月

今年以來，標普500指數又上漲了7.5%。上一次美國歷史上持續時間最長的牛市始於1990年10月，2000年3月結束，持續了113個月。筆者判斷，本輪美股牛市已經進入最後階段，隨着美國經濟步入擴張後期，美國國債收益率曲線正加速平坦化，2020年前後本輪美股牛市高估值泡沫破滅的尾部風險將大幅增加。截至2018年7月，本輪美國經濟增長已經長達108個月，是美國歷史上第二長的經濟增長周期，僅次於1991年至2001年的120個月。

美債收益率曲線加速平坦化

目前，美國10年/2年期國債收益率利差已從2016年的1%的均值以及2017年的0.93%均值收窄至0.19%左右。而歷史數據表明，當美國10年/2年期國債收益率利差變為負值時，美國通常會在6至18個月後出現股市泡沫破裂及經濟衰退。由於香港股票市場投資者以成熟的海外機構投資者為主，港股走勢受美股的影響較大，尤其是在美股大幅調整的時候，投資者應密切關注。

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。

美加息步伐未變 美元回吐無大礙

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期市場焦點有點變化，由地緣政治風險轉移回貨幣政策上。尤其特朗普抱怨加息令經濟受損，其言論打破白宮不干預美聯儲貨幣政策的傳統，引起投資者擔憂，恐怕貨幣政策真受影響，幸好美聯儲官員的表態，以及鮑威爾在全球央行會議上的講話，均令上述擔憂減輕一點。

說起來，從最近美聯儲大員的取態看，決策者對美國經濟樂觀，當前循序漸進的加息，並沒猶豫，只是還得考慮一些外圍風險而已。更何況，一年一度的Jackson Hole會議，鮑威爾也有發表講話，整體態度沒變，和以往取態一致，也肯定了美國經濟強勁，維持穩步加息，通脹接近2%目標，並援引8月FOMC會後聲明的描述，若勞動收入和就業增長繼續強勁，可能適合進一步循序漸進加息。

9月加息概率保持九成以上

誠然，有人理解其為鴿派，但其實這個鴿鷹之說，本身不甚客觀，不提也罷。總的來說，市場進一步提升了加息預期，根據利率期貨的表現看，9月加息的概率保持在九成以上。話說回來，既是人所共知，人人都有預期，也就是說，上述觀點並沒什麼新意，市場早就消化，沒有進一步加快加息的信號，如此一來，演講過後，不多不少影響了美元。

美元指數連跌兩周考驗95關

事實上，美元指數延續近期升勢，甚至逼近97關口，但隨後從高位回落。除了貨幣政策，還有獲利回吐壓力。上周五，美元指數回吐前一日漲幅，跌穿5日和20日線，收跌0.54%，連續下跌兩周，目前考驗95關口。非美貨幣獲得機會反彈。

至於其他美元資產方面，美股擴大漲幅，標普和納指上衝歷史新高。10年期美債收益率從月初3%的高點回落，隨後進一步考驗2.8%的區間支持，上周五衝高回落。對政策利率敏感的2年期美債，其收益率上漲，收益率曲線創甚為平坦。

相較地緣政治因素，黃金更受到美元走勢影響。隨着美元走高，金價也從四月下旬開始從1,350美元的高位回落，隨後維持下行通道，場內看淡的氣氛相當濃，尤其是在本月中，金價甚至測試1,160美元水平。在上周五鮑威爾講話後，金價則加速走高，終於突破了限制其已久的1,200水平，升穿5日、10日和20日線，並能最終靠穩該水平。

■特朗普抱怨加息令經濟受損，其言論打破白宮不干預美聯儲貨幣政策的傳統。 資料圖片

金價受制貨幣政策回復正常

當然，假如大家一直跟進上述資產走勢，不難發現，美國自金融海嘯以後，最果斷亦最有效運用量寬等非常規手段，在貨幣政策方面做出工夫，再加上期望管理，為市場作心理準備，帶來連續多年的復甦。甚至當前的榮景，而過程中，危機時，固然是買美債以避險，危機過後，亦是買美股以逐利，可謂進可攻，退可守。

而這一種形勢之下，原本看來有避險功能的傳統工具如黃金，在近年連串事件中，未見突出，可見投資者要留意不同時段，有哪些因素在主導，這十年來，顯然是貨幣政策由非常手段回復正常，是最為關鍵。

通俄門事件或成後市轉機

姚浩然 時富資產管理董事總經理

正當市場認為上周聯儲局主席鮑威爾在Jackson Hole年會上的發言為主要焦點時，冷不防通俄門事件有了最新發展，令市場立即將重點放於美國總統特朗普入罪的機會率上。美國內憂對其樹敵的國家而言無疑是好消息，因為特朗普有可能會透過外交手法去贏取選民的支持，以確保自己不被彈劾，因此對中美貿易戰發展亦有正面作用，加上中國人民銀行重啟「逆周期因子」措施，支持人民幣回穩，對短期內地和香港股市靠穩有幫助。

在還有兩個多月便舉行美國中期選舉時，關乎特朗普聲譽的醜聞被連環揭發。先是曾任職其競選經理的馬納福特被控逃稅、洗黑錢等18項罪名中有八項罪名成立，其餘十項因未能達成裁決而需要等待控方會否要求重審而定。雖然馬納福特與特朗普關係親密，但其罪成亦不至於影響特朗普的總統地位，惟當其得力助手兼前私人律師科恩承認為「一名競選聯邦職務的候選人」向兩名成人電影演員及雜誌模特兒支付掩口費，以免影響選舉事實時，相信特朗普亦「一額汗」，因為暗示的候選人很大機會指他，而外界普遍認為科恩手上還有特朗普其他通俄門的黑材料，所以科恩為了能達成更好的減刑協議，不排除會提供更多有用資料。

特朗普為求甩身大打外交牌

現在外界關注的是，即使特朗普罪成，他亦可引用總統特權特赦自己。因此，若要令他得到應有制裁，必先要國會通過彈劾解除其職務，當局才可正式起訴，而現時參眾兩院控制權皆為共和黨擁有，所以11月中期選舉成為關鍵。綜觀以往美國總統遇到醜聞時，大多會將焦點轉移至外交政策，以換取更高民望。就現在美國四面樹敵的形勢而言，特朗普手中有很多外交牌可打，例如中國、歐盟、俄羅斯和土耳其等，筆者亦不知道特朗普最後會選擇哪一張牌，相信需視乎民望依歸，但可以肯定特朗普再不能我行我素，屆時投資者應可在市場上看出端倪。

人行「保7」人幣短期料靠穩

中國方面，人行宣佈重啟「逆周期因子」。所謂逆周期因子，即計算人民幣兌美元中間價時加入的調整(調整後模型：收盤價 + 一籃子貨幣匯率變化 + 逆周期因子)。 人行解釋目的在於更有效緩解貶值方向順周期行為，筆者認為此舉在於穩定人民幣走勢並顯示中央「保7」的決心，相信短期內人民幣走勢會靠穩。

總括而言，雖然內地及香港兩地沒什麼利好消息，但是隨着美國形勢的改變和人民幣靠穩支持，短期內A股及港股市有望回穩，詳情需密切留意美國事態發展再可作進一步推論。

小型股前景有望維持良好

Nicholas Williams 霸菱小型股票投資總監

宏觀經濟及政治消息令不明朗因素增加，導致國際小型股票於2018年第二季遭到獲利拋售。一方面，朝鮮核擴散引發的政治緊張局勢消退；另一方面，意大利大選結果及貿易戰升級的憂慮導致市場氣氛緊張。雖然歐洲及英國的商業信心指數較近期的高位有所回落，但令人鼓舞的是商業信心調查繼續顯示經濟有所擴張；日本的情況亦一樣，短觀調查繼續預期經濟會持續增長。在此好壞參半的環境下，儘管市場對小型企業今年維持強勁利潤增長的信心減弱，但按個別股票分析，盈利被向下修訂的企業數量有限。

股價次季仍然輕微跑輸大盤

儘管歐洲各國及日本經濟持續復甦，及小型企業受匯率波動的影響相對有限，但小型股於第二季仍然輕微跑輸大型股。在此情況下，企業的投資風格各異，市場在期內都在高峰與低谷之間波動。「由下而上」的選股方法仍然是我們的公司研究及投資組合構建不可或缺的一部分，我們致力物色估值吸引、長遠盈利增長潛力強勁、有清晰界定的業務特許經營權、資產負債表穩健及管理層實力雄厚的企業。藉此，我們得以專注於物色表現穩健，及主要受公司具體因素（如創新及競爭優勢）而非宏觀事件影響的優質企業。

企業預計今年利潤增長強勁

我們繼續看好國際小型股的選股機會。股市波動反映了近期商業信心指數疲軟，但數據減弱的幅度仍然有限，預計經濟仍將持續增長。同時，小型企業的盈利預測顯示，各家企業預計今年利潤增長強勁，盈利向下修訂的企業數量仍然相對有限。相較其他資產類別以及過往與大型股估值對比而言，我們認為小型股仍然具有吸引力及前景有望維持良好。

然而，增長前景取決於企業利潤增長及利潤率的提升，但兩者均面臨着原材料價格上漲、勞工成本上升及貨幣匯率波動等挑戰。此外，多家央行開始退出財政刺激計劃，可能令市場表現受壓。在此具有潛在挑戰性的環境下，並考慮到小型股相對其他資產類別的表現更取決於企業盈利增長，小型股表現可能遜於預期。我們將會繼續密切留意企業利潤走勢。

在此情況下，我們的投資流程維持不變：我們致力物色往績記錄強勁、管理完善且未來增長潛力尚未有充分反映在現有估值中的企業。

趁港股調整 尋找投資機會

曹如軍 香港上海金融企業聯合會副理事長、民眾證券副總經理

港股進入調整市，各板塊龍頭股紛紛跳水，汽車股從高峰回落超過一半，科技股、內房股普遍回調30%以上。港股的弱勢格局已經相當明顯。

港股的調整壓力，一方面來自於內地經濟去槓桿造成的陣痛，另一方面也是受國際貿易環境變化的影響。

內地與港經濟密切相關

香港作為中國經濟對外開放的橋頭堡，港股已成為中國企業上市集資的主要地方。在香港股市中，中資股的比例不斷上升，現在已超過65%，內地經濟的表現直接影響港股的升跌。尤其是中國經濟在去槓桿的大環境下，企業和地方債務壓力沉重，P2P違約潮，以及中央政府對教育、影視和房地產等行業監管政策的收緊，都會直接影響港股的表現。

外部環境對港股不利

香港作為國際主要金融中心，港幣又與美元掛鈎，美國加息、縮表等因素，直接影響香港的經濟。中美貿易糾紛，令人民幣匯率受壓，也加劇了港幣資金外流，影響對港股的估值。這些不利因素短時間內看不到有重大改善的機會，因此港股將在一段時間內持續弱勢，直到市場消化這些不利因素為止。

港股這一波調整，很大程度上是由中國政府去槓桿政策引起，也就是說是政府主動引爆了經濟發展中積累已久的負能量，用短痛換取經濟的長遠健康發展，中央政府在把握住經濟調控主動權的同時，相信在調控力度上能做到有張有弛，在政策上會積極引導資源轉向更有效的社會需求上。

尤其是港股市場，仍然擔當着中國企業海外融資的重要角色，中國政府的金融維穩措施必定會惠及香港股市。

宜趁市場悲觀時入場

綜上分析，內地經濟及外部環境均對港股不利，而國家的政策支持將惠及港股。在此背景下港股的投資策略，既不能過分悲觀，也不宜太過進取。耐心等待短線投資機會的出現，在市場極度悲觀時入場，在市場回暖後果斷退出。投資則盡量集中在科技、醫療、消費等行業龍頭企業，而避開產能過剩、國家政策限制的行業。

美股調整風險漸浮現

Liz Ann Sonders、Jeffrey Kleintop、Brad Sorensen 嘉信理財

我們不希望投資者過分着緊股市近期所出現的波幅，但同時不認為投資者在美股看似安全的環境下而鬆懈。現時市場變化正逐步浮現，加上股市屬未來表現指標，因此我們更關注美國市場的潛在風險。

正如我們經常提及，當考慮經濟或盈利基本面與股市的關係時，「情況轉好或轉壞往往較情況良好或欠佳更重要」，即使多項經濟指標以現有水平看來仍然健康，但我們憂慮部分指標正呈現轉折點。

從股市角度來看，在標普500指數行業分類中，醫療保健、公用事業、電訊及消費必需品等防守性板塊在過去三個月表現較佳，顯示投資者態度轉趨審慎。我們認為，投資者宜趁機檢視現時投資組合風險，以確保投資風險未有超出可接受的安全範圍。

事實上，對於較具策略型投資者來說，我們已經下調科技及金融行業評級至中性，並同時調高公用事業及房地產行業評級至中性，從而減低建議投資板塊組合的風險水平。

經濟數據難達原先偏高預期

除此之外，我們亦留意到美國花旗集團經濟驚奇指數跌至負數。這並非意味美國經濟正在收縮，而是反映經濟數據越來越難達到原先已經偏高的預期。

很少有投資者會反對金融危機後大規模量化寬鬆政策(QE)有助推升股市的觀點。但現時由於縮減資產負債表及上調利率，我們正處於量化緊縮(QT)時期。

貨幣正常化難免影響市場波動

因此，假設貨幣政策正常化不會給市場帶來顯著波動，似乎有點不切實際。

目前為止，美國企業業績期表現都非常強勁。根據湯森路透數據，79%美國企業盈利較預期佳，亦有72%營業收入較預期理想，兩者都分別高於歷史錄得的64% 及 60%平均數。

此外，市場分析員上調了未來幾季的預測，某程度上我們憂慮企業將越來越難以超越偏高預期。雖然企業盈利有望繼續向好，但可能會「稍為遜色」。

風險有所增加 熊市迄今未現

雖然美國經濟風險有所增加，但我們相信熊市不會在短期內出現。除非市場爆發黑天鵝事件，否則我們認為當下一輪經濟衰退跡象浮現時，熊市才會重臨，惟目前短期內未見衰退浮現。美國經濟增長已經或接近見頂，通脹亦有所加快，不過經濟增長仍屬健康。減稅有利消費及企業；而美國財政部發出將海外資金撤回本土的最終指引，有助越來越多美國企業資金回籠，兩者均有助美國抵禦貿易持續不確定性以及緊縮貨幣政策，不過通脹上升在某程度上不利於名義數據，例如工資增長（「實質」工資增長已跌入負數）。直至目前為止，作為領先指標申領失業救濟人數仍然處於數十年來的低位，顯示通脹對就業數據的影響微不足道。

勞工市場轉趨緊張有助推升大部分通脹指數，從而可能加快美國聯儲局加息步伐。三大備受注視的「核心」通脹指數包括：消費物價指數、個人消費開支以及潛在通脹都接近或高於聯儲局的2%目標。

投資者或未為通脹升溫作好準備

再者，潛在通脹往往會超前其餘兩組指標，意味通脹上行壓力將會持續。雖然美股已消化今年再加息兩次的預期，但相信2019年加息步伐會較預期快，可能加劇市場波動性，特別是在經濟增長轉弱以及通脹加快時期。投資者或許尚未為通脹升溫作好準備，從而增加實質經濟及工資增長下行壓力。

目前為止，我們認為長期牛市仍然完好無損，但強調投資者應該在策略上保持股票配置於長期戰略範圍且不高於中性。

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。