非農數據勝預期 美加息已成定局

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8月非農就業報告。數據顯示，美國8月非農就業人數新增20.1萬人，高於預期的19.1萬人，同時，美國勞工部將7月新增非農就業人數由15.7萬人下調至14.7萬人，將6月新增非農就業人數由24.8萬人下調至20.8萬人，兩個月合計下調5萬人；8月份失業率為3.9%，持平於7月份，處於過去18年來的低位。另一項廣義失業率指標美國U6失業率為7.4%，低於7月份的7.5%，位於近17年低位；8月勞動力參與率為62.7%，低於7月的62.9%，表明有更多的人退出勞動力市場；8月平均每小時工資同比增長2.9%，高於7月的2.7%。

美國經濟保持增長態勢

筆者認為，8月非農就業報告顯示當前美國經濟保持增長勢頭，勞動力市場保持持續增長態勢，通脹水平出現上升的跡象，美聯儲9月份加息基本已成定局。8月非農就業人數略超預期，雖然過去兩個月就業人數有所下調，但過去1年月均非農就業人數處於19.6萬人的較高水平，表明美國勞動力市場總體保持持續增長態勢；失業率處於過去18年來的低位，顯示美國已接近充分就業；市場最為關注的月平均每小時工資同比增長2.9%，接近3%至3.5%的強勁增長區間，通脹水平出現上升的跡象。目前美國經濟正走向過熱，二季度GDP年化增長4.2%，創2014年以來最快增速。在此基礎上，筆者預計美聯儲2018年下半年將再加息2次，分別在9月份和12月份進行。

新興市場抗風險能力低

近期，隨着土耳其和阿根廷金融危機的爆發，新興市場面臨的風險調整明顯上升。土耳其和阿根廷金融危機折射出高外債的新興市場國家面對美元升息周期、貿易摩擦和地緣政治衝突等衝擊時的脆弱性。2008年全球金融危機後，美歐極度寬鬆貨幣政策環境刺激大量資本流入新興市場，新興市場自身結構化改革進程滯後，普遍經歷債務快速增長過程。隨着美元進入升息周期後半程，貿易保護主義上升、資本回流美元資產、美元指數走強、新興市場面臨貨幣貶值和債務泡沫破裂風險等因素疊加，全球經濟增長前景的不確定性上升。土耳其和阿根廷等基本面脆弱的新興經濟體率先大幅調整，資本流出壓力和貨幣貶值壓力急劇上升。2017年，土耳其和阿根廷外債佔GDP的比重分別為57%和42%，經常賬戶大幅逆差，佔GDP的比重分別為5.6%和4.8%，通貨膨脹水平較高，CPI分別增長11%和26%，薄弱的經濟基本面決定了二者抵抗外部風險的能力較差。

短期爆發金融危機概率微

土耳其和阿根廷的貨幣貶值危機引發了投資者對新興市場的擔心，帶動港股市場和其他新興市場貨幣和風險資產價格下跌。當前，港股市場信心較為匱乏，悲觀的投資者擔心土耳其和阿根廷的貨幣貶值危機將蔓延至其他新興市場，最終會演變成一場1997至98年那樣的大規模金融危機。筆者認為，未來6個月出現這種情況的概率較小。就新興市場國家自身而言，經過2008年全球金融危機後，各國普遍加強了對國際收支平衡的關注。根據IMF的數據估算，從2008年末到2017年末，預計新興市場外匯儲備增加了2.3萬億美元，如果除去中國，則增長了1.1萬億美元。中期而言，本輪美元升息周期將結束於2020年前後，屆時全球金融市場或將面臨更大風險。歷史表明，美聯儲加息周期一般持續至貨幣政策達到偏緊狀態，並以刺破資產價格泡沫和結束經濟擴張周期收場。

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。

經濟數據強勁 美元資產受捧

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國一面是針對包括中國在內的國家發起貿易戰，一面是總統陷入內鬼門，政治風險升溫。但無法否認的是，美國的經濟數據還是相對其他國家擁有優勢，美元資產也繼續受到投資者的追捧。

9月加息毫無懸念

在疲弱的小非農之後，投資者還一度擔心周五的非農不佳，沒想到隨後公佈的非農數據意外強勁，預期是19萬人，實際為20.1萬。薪資增長讓人眼前一亮，平均時薪同比增加2.9%，超過預期的2.7%，創下2009年6月來最大增幅。時薪環比增加0.4%，預期0.2%。失業率繼續處在歷史低位。

美聯儲多位高官發聲，表示強勁的就業報告後，應該持續加息。原本本月底加息的概率相當高，超過九成，有了上周五的非農數據加持，更是幾乎沒有懸念，已經升至96%以上。不過，投資者更主要的是再等9月底的會議上，決策者們能否對12月以及未來貨幣政策有所展望，為市場帶來方向。

美元維持上行趨勢

如此一來，上周五美元和美債息獲得支持。美匯指數企穩50日線，動能明顯增強，高見95.458，逼近20日線，最終收漲至95.365，結束三周連跌。從4月下旬開始的升勢，美元在近期動能有所減弱，只是在8月中嘗試突破96，但眼下還是在94至96區間上落。好在上行趨勢不變，仍相對其他貨幣擁有優勢。

10年期美債收益率從下半年開始基本在2.8%至3%的區間上落，乏力上攻，底部又有支持。上周五當日受到數據刺激而擴大漲幅，穿50日線和100日線，升2.29%，進一步靠近3%一線，但短期內倒不至於有真的突破。

金價爭持千二水平

一向對美元走勢相當敏感的黃金則明顯受壓。近段時間，黃金主要圍繞千二水平上落。上周五隨着美元走強而不得不走軟，失守5日線和10日線，目前考驗20日線的支持。黃金雖然從8月近1,160美元的低位反彈，但也只能勉強在1,200美元附近運行，缺乏足夠的動能進一步上攻。畢竟在貨幣政策正常化的大環境下，無息收的黃金不得不面對沽壓。其他貴金屬亦未能走出弱勢。

本周主要等待美國的通脹報告，在此之前，中國公佈的8月CPI上漲2.3%，高於預期和前值的2.1%，為半年新高，其中自然災害和豬瘟疫等是帶動視頻價格上漲的主要因素，相信回升只是短期現象。PPI雖然高於預期，但還是延續回落的態勢。面對貿易戰的風險和自身下行壓力，內地股市繼續疲弱，昨天也延續跌勢，創業板更跌破1,400點，人民幣雖然有不時憧憬官方出手，但下跌的趨勢並未改變。

■美國上周五發佈的非農數據表現強勁，令本月加息幾乎沒有懸念。圖為美聯儲主席鮑威爾。 資料圖片

日貨幣政策續寬鬆

最新的日本經濟數據顯示，二季度經濟增長有所回升，GDP年化季環比3%，創9個季度以來的新高，資本支出和民間需求拉動經濟增長，和一季度的經濟狀況相比有明顯的改善。話雖如此，日央行行長在本月初表示，將會在很長一段時間不加息，認為2023年前通脹可達標2%；再加上特朗普或對日本開刀，威脅日本如果無法與其達成貿易協議，將面臨大問題。以上這些，都將成為日央行轉換貨幣政策道路上的牽絆。

市場籠罩特朗普陰霾

姚浩然 時富資產管理董事總經理

內地A股和港股走勢逐漸走弱，主要因為多個陰霾籠罩，包括中美貿易戰、憂慮中國經濟增長放緩和新興市場危機等事件，其實很多問題皆為美國總統特朗普推波助瀾後引發的，他的新政策和作風在原本風平浪靜的國際舞台掀起了巨浪，因此筆者認為有必要探討特朗普的在位持續性。

中期選在即 華府添變數

相信讀者們都知道11月便會舉行美國中期選，而共和黨受總統特朗普醜聞影響令其支持度大幅落後民主黨。截至8月底的民調顯示，約有52%的受訪者表示支持民主黨候選人，而表示支持共和黨候選人的只有38%，民主黨候選人支持度大幅領先共和黨候選人14個百分點，可見民主黨有機會控制眾議院。

然而，參議院的氣氛卻是另一回事。現時共和黨在100個參議院席位中佔42席，民主黨則只有23席，因此，若民主黨要在參議院中佔過半數，就必須在中期選的35席中贏得28席，雖然不是沒有可能，因為35席中原本有24席是屬於民主黨（共和黨9席；獨立派2席），但是要在共和黨手中搶走2席以上並非易事，因為過去的民調顯示特朗普的鐵票甚多。

由此看來，最後的局面很有機會是民主黨和共和黨各控制一個議院，那麼彈劾特朗普並解除其職務的可能性極低，這亦解釋了為何特朗普到現時仍可毫無顧忌地保持一貫作風。惟仔細一想，若民主黨控制眾議院，屆時特朗普推行的政策有機會不獲眾議院通過，特朗普一意孤行的難度有望增加，對中方未嘗不是一件好事。

貿易戰將推升美國物價

另一方面，特朗普秉持以打外交牌爭取選票的態度，除了近日與日本和印度示好外，同時亦宣佈白宮已預備好對額外2,670億美元的中國進口商品加徵關稅，繼續打響貿易保護主義旗號。筆者認為短期內難以扭轉針對中國的形勢，但時間能證明一切，減少進口中國貨會推升美國物價，而美國勞工部公佈的8月平均時薪分別按月及按年增長0.4%及2.9%，皆高於市場預期，顯示勞工成本也在增長。

雖然美國就業環境正不斷改善，但企業未來能否應付生產價格和勞工成本同時上漲的壓力仍是未知之數，因此筆者認為現時內地和香港股市投資者能做的是忍耐和等待，近期唯一的安慰是人民幣走勢相對其他新興市場貨幣走勢較好，惟對股市的幫助不大，預計短期內恒指走勢繼續偏弱，短期支持位為26,000點。

■美國11月將舉行中期選，共和黨受總統特朗普醜聞影響，支持度大幅落後。

靈活配置亞洲資產 增強組合抵禦力

于學宇 施羅德北亞地區多元化資產產品主管

儘管亞洲區經濟仍然穩健而行，而且估值已調整至吸引水平，惟在貿易緊張局勢下，金融市場日益波動。投資者如何做到持盈保泰？我們認為以主動而靈活的手法來管理利率及貨幣風險，是波動市況下的有效抵禦策略。

去年環球市場大幅上升，但到了今年，波動已正式回歸市場。在這種情況下，妥善管理波幅及風險變得相當重要。

集中於存續期較短債券

例如在債券投資方面，如何對沖固定收益風險？目前全球正處於加息的周期，美國聯儲局今年已加息數次，管理利率風險於是成為固定收益投資的關鍵。在加息周期中，持有存續期較短的債券，相對地可以減低對利率的敏感度，以有效管理利率風險。

另一方面，我們也會主動管理貨幣風險。近月土耳其爆發金融危機，外界開始質疑土耳其央行的信譽及對危機的掌控能力，令該國貨幣里拉錄得大幅貶值。同時，由於美國一直加息，美元走勢強勁，一眾新興市場貨幣都或多或少受到打擊，而亞洲貨幣的跌幅則相對輕微。

因應時勢進行貨幣對沖

我們的觀點是，短期內美元會持續走強，影響土耳其里拉及其他新興貨幣的走勢，因此投資者宜審時度勢行事。在有必要時，我們的亞洲高息股債策略會主動地對沖貨幣風險。例如在2015年，其時一眾亞洲貨幣表現相對走弱，便進行了貨幣對沖，以減輕美元走強的衝擊。

相反來說，當在2017年亞洲貨幣普遍兌美元走強時，我們就沒有進行對沖貨幣的操作，務求讓亞洲貨幣升值成為我們的收益來源之一。到了今天，由於貿易摩擦仍是困擾市場的主要因素，美國經濟相對地強，因此組合相對增持美元的倉位，同時對星幣及澳元等貨幣進行對沖操作，從而加強整個組合的抵禦力。我們可以運用靈活的貨幣操作來進行風險管理，或是增加收益的來源。

亞洲債券正浮現吸引力

而要做到這一點，首先是能夠跳出傳統框框，不受基準指數的限制，靈活調動股票及債券的比例，以及因應不同市況作出選股或選債。事實上，我們認為目前市場上不乏投資機會，例如一些亞洲的債券已開始展現吸引的投資價值，如今亞洲債券的息差正在擴大，正好提供更多難得的機遇，去揀選一些基本面良好的亞洲債券。

透過不同的工具來減低下行風險，同時不受指數限制地動態調動股債比重，將更能利用波幅及市場轉折點來為組合締造機會。

滬港合作助港融入國家發展大局

傅帆 上海國際集團有限公司總裁

滬港合作交流源遠流長。香港的市場化、專業化、法制化的發展模式為上海的金融改革創新樹立了榜樣、提供了經驗。

上海正在加快推進國際金融中心建設，目前已經成為全球金融機構最集中、金融要素市場最齊備的城市之一。全市持牌金融機構已經超過1,500家，外資金融機構佔比超過30%，金融市場年成交額超過1,400萬億元人民幣，全市金融從業人員超過36萬人，股票、債券、期貨、黃金等交易量都躍居世界前列。下一步，上海將按照中央政府進一步推進金融業開放的要求，深化金融領域改革創新，增強金融服務實體經濟能力，構建金融良性發展市場環境，着力提升上海國際金融中心建設水平。

從2003年滬港建立經貿合作會議機制到2014年「滬港通」的開通，實踐證明，加強滬港合作，對上海創新驅動發展、經濟轉型升級，對香港提升競爭力、保持長期繁榮穩定，具有重要意義和積極作用。

攜手推進「帶路」建設

面向未來，滬港兩地合作應該繼續與時俱進，香港金融機構應主動融入國家發展大局，服務國家重大戰略，通過緊密開展跨境金融合作，服務國內企業跨境基礎設施建設、跨境投融資和內地居民的全球化資產配置需求；滬港攜手，依託各自區位優勢，共同助推「一帶一路」建設，服務粵港澳大灣區、長三角區域經濟協調發展。

同時，把握國家進一步擴大開放的有利契機，積極促進滬港兩地金融市場、基礎設施互聯互通，支持兩地在銀行、證券、保險等領域擴大開放合作，鼓勵兩地金融機構探索開展技術創新、產品創新、管理創新，共同推進滬港金融合作向縱深發展。

對美順差創歷史單月新高

劉學智 交通銀行金融研究中心高級研究員

■中美貿易摩擦或升級，導致當前企業加快出口。圖為上海洋山深水港區。 資料圖片

2018年8月以美元計價的出口同比增長9.8%，增速比上個月略有下降；貿易順差279.1億美元，比去年同期大幅下降了220.5億美元。全球需求保持平穩，當前波羅的海乾散貨指數、原油運輸指數、中國出口集裝箱運價指數和航運景氣指數等穩中有升，對我國出口有積極作用。對美國出口增速加快至13.2%，對美順差升至310.55億美元，創單月最高紀錄，超出全部順差額。中美貿易摩擦有進一步升級的風險，導致當前企業加快出口，存在明顯的應激式增長特徵。人民幣兌美元明顯貶值，對出口的促進作用可能正在逐步顯現。由於新興經濟體發生局部動盪，部分國家出現貨幣危機，對新興經濟體出口增長放緩，特別是對巴西、俄羅斯出口負增長，是8月出口增速放緩的主因。從出口產品來看，勞動密集型產品出口放緩，高技術和機電產品出口增長較快，出口結構得到改善。

政策促企業加大進口

8月以美元計價的進口同比增長20%，主要工業初級產品無論是進口金額還是進口數量增長都較快，表明內需狀況較好。財政金融政策適度偏鬆調整，對刺激需求和提振市場信心起到積極作用，推動企業加大進口。降低進口產品關稅特別是進口消費品關稅，大幅降低汽車整車和零部件進口關稅，都對進口增長起到積極作用。8月對美國進口僅增長2.3%，比上個月下降了8.8個百分點，是對美貿易順差顯著上升的重要原因。

中國出口增速或下降

中美貿易摩擦負面影響有增大風險，對中國出口的影響可能逐漸顯現，未來出口增速可能下降。美國加徵關稅聽證會上反對聲音較大，150家行業協會聯合致信呼籲不要對更多中國輸美商品加徵關稅，表明關稅制裁措施承受的壓力和阻力加大。中美作為全球最大兩個經濟體，加徵關稅將嚴重破壞全球供應鏈，並傷害美國企業和消費者利益，可能導致美國物價上漲。宏觀政策更加積極，將促進內需改善，帶動進口增長。今年出台大量鼓勵進口的政策，11月將舉辦首屆中國國際進口博覽會，將持續對進口起到促進作用。預計未來進口保持兩位數增長，大幅高於出口增速，全年貿易順差將顯著收窄。

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。