

非農數據強勁 美聯儲12月再加息機會大

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9月非農就業報告。數據顯示，美國9月非農就業人數新增13.4萬人，低於預期的18.5萬人，同時，美國勞工部將8月新增非農就業人數由20.1萬上調至27萬人，將7月新增非農就業人數由14.7萬上調至16.5萬人，兩個月合計上調8.7萬人。9月份失業率為3.7%，創1969年12月來新低，低於8月份的3.9%。

另一項廣義失業率指標美國U6失業率為7.5%，略高於8月份的7.4%，仍位於過去17年低位；9月勞動力參與率為62.7%，持平於8月的62.7%；9月平均每月小時工資同比增長2.8%，低於8月份的2.9%。

9月非農或受颶風影響

筆者認為，9月非農就業報告顯示當前美國經濟增長強勁，勞動力市場保持持續增

長態勢。9月非農就業人數低於預期，可能與美國30年來最強颶風「佛羅倫薩」有一定關係。過去兩個月，就業人數大幅上調以及過去1年月均非農就業人數達到20.1萬人的較高水平，均表明美國勞動力市場總體保持持續增長態勢；失業率處於過去近50年來的低位，顯示美國已處於充分就業；市場最為關注的9月平均每月小時工資同比增長2.8%，比較接近3%-3.5%的強勁增長區間，疊加8月2.9%的增速，顯示近期通脹壓力有所加大。

美聯儲本輪加息周期已至中後盤。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。美聯儲在9月份議息會議上宣佈加息25個基點，提高聯邦基金利率區間至2%-2.25%。在本次會議上，美聯儲對短期經濟展望更加樂觀，

FOMC委員們將2018-2019年GDP增速由6月份會議的2.8%、2.4%分別上調至3.1%、2.5%，但保持2020年以及長期GDP增速預期不變。筆者預計，美聯儲2018年12月將再加息1次，2019年加息3次，2020年加息

新興市場面臨泡沫破裂風險

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。近期，土耳其和阿根廷的金融動盪折射出高外債的新興市場國家面對美元加息周期、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，歐美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，資本回流美元資產，新興市場面臨貨幣貶值和債務泡沫破裂風險。從歷史經驗看，在美國加息周期進入後盤或近尾聲時，部分基本面脆弱、外債依賴度較高的新興經濟體將面臨更嚴峻的挑戰，股市匯市可能會雙雙大幅下行，進而引發債務危機並迅速傳播到其他國家，最終或將導致區域性或全球性金融危機的爆發。

美股牛市已進入最後階段

筆者判斷，本輪美股牛市已經進入最後階段。2020年前後美股牛市高估值泡沫破滅的尾部風險將大幅增加。9月，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，至今已持續了114個月，已成為美國歷史上持續時間最長的牛市，而且仍在繼續。

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。在美國經濟走向過熱，勞動力市場持續增長的背景下，上周五美債10年期利率已升至3.23%，創過去7年來的高位，美國股市估值高位調整壓力加大。如果未來美債10年期利率上升到4%或更高水平，本輪美股牛市高估值泡沫破滅的尾部風險將大幅增加，屆時全球金融市場或將面臨更大風險。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。

人行雖降準 資產價未減壓

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

進入第四季度，全球市場在第一周都遇到考驗。主要來自兩方面，一是中美貿易戰。美國、加拿大和墨西哥達成新的貿易協定，美國與歐盟和日本也正在協商，這讓中美矛盾更加凸顯。二是美國十年期國債收益率創七年新高，引發擔憂，股市普遍下跌，新興市場危機重燃。這對於享受完長假後復市的A股勢必面對壓力。

然而，就在昨日，長假的最後一天，人行宣佈下調存款準備金率1個百分點，以置換當日到期的中期借貸便利(MLF)。除此部分，降準還可再釋放增量資金約7,500億元人民幣。

內地經濟正經歷轉折點

實際上，內地經濟發展本在經歷一個重要轉折點，這時候又有外部的打擊，令經濟腹背受敵。目前中美關係並沒有改善的跡象，雙方咬緊牙關，下個月更有軍事演習，讓雙方關係更是雪上加霜。對內，經濟需要去槓桿，增長正在受到考驗，近期的經濟數據也得到驗證。如此央行有動手的客觀理由，管理層是看到了經濟所面對的問題。

除此之外，財長也表示正在研究更大規模減稅，並要實施更積極的財政政策，但也強調不是大水漫灌式的強刺激。再看美國等其他市場，大多都在收緊貨幣，美國在強勁的經濟數據支持下



人民銀行早前意外宣佈下調存款準備金率1個百分點。

領跑加息，而中國則不斷寬鬆以此刺激經濟，雙方政策差距正在擴大。

雖然意外降準，市場倒不是很買賬，短線影響相當有限。中國的股匯債在復市後第一日就下跌。A股在節前好不容易爬上2,800點。本來還期望着十一後有吃飯行情，不過，今早還是低開，隨後持續低位運行，滬指跌3.72%，創三個月最大單日跌幅，深成指和創業板均跌逾4%。北上資金大幅流出，滬深股通流出的量創下年內第二高。

利好有限 A股假後低開

雖然現在誰都知道估值相當的低，但誰也不敢貿然入市。如今有不少投資者已經紛紛出手手中的房子，希望盡早套現，但這些錢也不會馬上流向股市，大家必須要看到大盤上漲起來了，有人賺錢了，才會真正把錢投進去，而目前沒有看到這樣的樂觀信號出現。

港股沽壓大 下試26200

香港股市也未能倖免。從10月的第一周開始，恒指的沽壓就相當顯著，創出八個月來最大周線跌幅。本周第一個交易日恒指高開低走，午後跌幅更是進一

步擴大，一度測試26,200的關口，新中國企指數也進一步下探。其中一個最受關注的個股，騰訊(0700)曾帶領恒指不斷創新高，而今已經跌破300元，提防該支持恐成後市阻力位。

中國債市還是大幅下挫，十年期國債期貨直線下行，近期美債的影響還是波及到中國。人民幣沽壓並沒有消除。早前引入逆周期因子，令人民幣的跌勢稍有緩和，減弱了之前破七的預期，但始終受壓。今早離岸人民幣低見6.9158，隨後又很快反彈，但沒過多久就現沽壓。

人行降準 釋出撐市訊號

姚浩然 時富資產管理董事總經理

內地黃金假期後，人民銀行宣佈下調人民幣存款準備金率1個百分點，於下周一(15日)實施，預計當中4,500億元用作置換中期借貸便利，另外7,500億元(人民幣，下同)將流入市場。筆者認為人行決定在此時宣佈降準，顯然是釋出撐市市場的訊號，並回應中美貿易戰持續打擊內地經濟，以及內地資金流動性不足等問題。

上月底美國與加拿大就新的貿易協議達成共識，連同墨西哥在內，三方將簽署新協議，易名為《美國、墨西哥、加拿大協議》，以替代1994年生效的NAFTA。新協議內容提及須阻止協約國和「非市場經濟國家」簽定自由貿易協定，且美國亦積極與歐盟、日本、印度等國家洽談新的貿易協定，令市場憂慮美國在上貿易上圍堵中國，限制中國出口及製造業。

內地製造業市場需求放緩

而事實上，國家統計局於上周二(2日)公佈，9月份中國官方製造業採購經理人指數(PMI)為50.8%，創7個月以來新低，低於市場預期的51.2%，較8月份的51.3%回落了0.5個百分點。雖然數據顯示製造業仍處於擴張區間(即50以上)，但製造業市場需求明顯有放緩跡象，預測若中美貿易戰情況在長期沒有好轉的話，內地經濟增長可能面對下行的風險。

美元指數回升 人幣弱勢

但另一方面，9月份就業數據卻反映美國的經濟前景較為樂觀。美國9月非農就業職位增加13.4萬個，雖然較市場預期的18.5萬個為低，但失業率按月下降0.2%，跌至3.7%，是1969年以來最低；工資方面，平均時薪增長也由8月的2.9%按年放緩至2.8%，暫舒緩通脹的壓力。就業數據理想，加上早前聯儲局主席鮑威爾對經濟前景正面，預告下年有條件再加息，是推動美國十年期國庫債券利率及美元繼續上升的主因，上周五(5日)最高升至3.248%，是2011年以來最高；美元指數也由近期低位93.8升至執筆時的95.8，促使資金流出新興市場，令人幣處於弱勢。

難掩對經濟放緩憂慮

人行在這個時間宣佈降準，雖然能有助市場增加資金的流動性，以解決內地中小企業融資困難的問題，以及支援企業度過10月的繳稅期，但也難以掩蓋人行對內地經濟放緩及人民幣貶值的憂慮，一方面希望透過放水及減稅等措施刺激經濟，相反卻面對資金大量流入市場而令利率下降，最終不利人民幣走勢，甚至導致資金撤出。總體來說，在面對如此兩難的局面下，難免令人憂慮中國經濟仍存在下行的風險。恒指自2016年2月低位18,279點，升至今年1月高位33,484點，累積上升了15,205點。若調整整個上升浪的一半，恒指量度支持位在25,881點。

新三板企業赴港上市帶來的利與弊

季輝 香港上海金融企業聯合會常務副秘書長

新三板企業較規範、透明

相比較一般的民營企業，新三板企業赴港上市存在一定優勢。首先，新三板企業的信息更加公開透明，企業內部管治制度更加規範。新三板企業作為中國股權交易中心的掛牌企業，雖然可以在中國內地證券市場上市交易，但是它一樣需要履行掛牌後的披露義務，包括在全國股權交易中心的官方網站上公開每年的年報、半年報，在發生公司重大事項變更時出具有關公告。因此，新三板企業作為香港上市申請人比一般民企更加規範和透明，更容易適應香港上市規則的要求。

建議推針對性上市披露制度

其次，新三板企業同時受兩地多重政府機構的監管，加強對投資者的保障。新三板企業在中國內地受到中國證監會

和全國股轉系統的監管。如果該等公司在不摘牌的情況下赴港以H股方式上市，將同時受到兩地監管機構的監管。該類企業不僅要履行香港上市規則項下的合規要求，也要同時遵守中國內地股權交易中心的信息披露和合規要求。該等雙重監管體系加強了對投資者的保障。

同時，新三板企業在不摘牌的前提下在港以H股方式上市也存在一些弊端。首先，內地與香港兩地不同的監管和披露要求會對新三板企業造成信息披露的差異。相比較其他A+H兩地上市的公司，全國股轉公司和香港交易所監管力度和披露要求方面有很大差距。新三板公司面臨一個重大的轉型。筆者建議兩地的監管機構針對新三板企業出台一套有針對性的上市後信息披露制度，加強兩地的監管合作和數據交換，保證該類企業在兩個平台都可

以穩健發展。

再次，新三板企業大多規模較小，以H股方式上市無法獲得股份的全流通，因此在利用香港的資本市場融資方面存在一定障礙。香港H股上市公司在上市時和上市後的市場融資方面依然需要接受中國證監會的監管。雖然以H股方式上市在前期上市工作中為新三板企業帶來了便利，也降低了成本。但是H股上市公司只有25%的流通股份，因此限制了該類企業在香港二級資本市場的增資擴股。

H股上市 股份無法全流通

綜上所述，允許新三板企業以H股方式上市為內地中小型民營企業開拓了一個新的發展空間。但是，有鑒於新三板平台的特殊性，內地與香港的監管機構和專業人士需要加強溝通合作，揚長避短，使得這個平台在良性發展的基礎上行穩致遠。

從《延禧攻略》尋找新管理思維

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

燃。

截至八月底，港澳地區還未播到一半的劇集，跨平台總收視率已衝破三十一點，全港超過一百七十萬觀眾收看，佔整體人口比例的四分之一。再者台灣會十一月首播，相信會引起當地另股追看陸劇熱潮。

打從其取名為什麼攻略，筆者已發現是有其濃烈時代感，有着一股破網解上遊戲的味道。是的，于正團隊正要以劇集名稱帶出女主角魏璎珞的鮮明性格和劇集情節。

主角遇強愈強 反映當代職場

于導演成功地創造女主角的反封建女性化身。從以往的弱者角色走到台前，以智謀反擊、有仇必報、闖過難關、最後贏得乾隆皇帝的寵愛，成為襄助乾隆盛世的令貴妃。

女主角魏璎珞足智多謀、戰鬥力驚人。縱然面對不同性別、職級、種類的對手，都用

不同招數一一消滅，可以說遇強愈強，無堅不摧！打從最低級的宮女，到原皇后最信賴的女人，再到獲得皇上的寵幸，最終成為皇貴妃。魏璎珞式的反轉節奏實際上反映了當代職場的新旋律，後宮的人事複雜性並不亞於現代職場，皇上其實是老闆，各後宮妃嬪都爭相上游，懂得閱讀天天變化的裡外形勢，以一個無所畏懼但又無所不能，以多方位、多渠道、極迅速的手段去化解面前一切危機。每集又浮現全新的困難局面，女主角又要思考出別樣方法，方可排難解困，取得最後勝仗。

《延禧攻略》強烈譜出女性的獨立主義，見證着新時代中國女性的思維。魏璎珞角色是刻畫出當今現代商業社會女性色彩，具有獨立的工作能力和經濟角色、有堅定的自我意識和目標、有着獨立喜好和思維，愛情可能不再是必需品。還記得順嬪問令妃的問題嗎？究竟令妃生命中最重要的兩個男人中：乾

隆皇帝和傅恆大內侍衛中，令妃誰是最愛？令妃沒有提出答案，是什麼原因？

一些評論是說明女性已感覺到愛情不是必需品，為了完成自己要做的事，感情可以利用也可以放棄。還是連女主角也變得模糊，或是無暇去細想呢？不論如何，這股現代獨立中國女性的潮流是不可否認的，管理者必須了解並通過更新管理思維去有效駕馭應用。企業必須有公司制度和規條，但是現代商業世界是千變萬化，且年青一代崇尚打破框框，管理層如何去取得管治平衡其實不是容易的任務。

企業自我創新 才可挽留人才

「一言不合就辭職」是現今職場普遍現象，如何有效留住人才是所有企業面對的難題。企業的自我創新、管理者的自我蛻變可能是持續挽留人才的不二法門，既可應對不斷變化的商業環境，也可創造趣味留住員工，實是現代企業的路出。

《延禧攻略》有着其正面思路。試想在職場中一個人單打獨鬥容易成功解決問題，還是通過利用不同人脈、不同組合思考出不同方式去化解個別危機？魏璎珞忍辱負重，忍氣吞聲，累積關係，等待最好時機，使用迅速途徑，一擊必中，成為最後勝出者。敵我其實不易區分，也不能不變，正如商場一樣，今天敵人可能是明天朋友，有着千變萬化的循環。

本劇可以說是奇招勝出。幾年來，宮鬥劇集從香港TVB的《宮心計》、《大太監》等，到內地《美人心計》、《傾世皇妃》開始大熱，到2011年的高潮式的《甄嬛傳》。《延禧攻略》一改女性弱者的角色，從台後移師台前，不等待別人打救，而成為鮮明的解困者。使人想起商場中突圍者必是可以奇招制勝，一成不變的最終落得淘汰收場。縱然宮鬥劇都是衝着女性觀眾製作的，但是男性也必須欣賞，從劇集中學懂如何同異性朋友、下屬、伴侶相處，共同構建和諧的兩性職場、社會和家庭。

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。



《延禧攻略》紅遍整個中國及東南亞。

資料圖片

《延禧攻略》四個字在今日的華人社會堪稱無人不曉。不僅紅遍整個中國內地，累積逾百億的網絡觀賞流量，更在馬來西亞、新加坡、越南、港澳及中國台灣等地還在播放之中，話題仍持續在整個東南亞華人社會內