

對所有人都沒好處的美元漲勢

CLARK 路透專欄

美元今年大漲，一度是美國表現優於全球其他地區的標誌，但現在成爲一個危險信號。

美元漲勢目前成爲一個不斷加強的負面反饋循環核心，在這個負面反饋循環中，美元漲勢伴隨着貿易情勢緊張、新興市場問題蔓延、股價下跌和信用息差擴大。確實，原先認爲美國經濟復甦將提振全球其他地區經濟的樂觀看法，正在被一種更嚴峻的解讀所取代。現在，美元每次走高，就會引發更多關於其他地區的疑慮，也會激發更大程度的厭惡風險情緒。

特朗普政府在關稅和貿易方面的強硬政策，讓美國一些最大貿易夥伴的脆弱

環節暴露無遺，幫助美元在今年稍早轉爲上升。隨着各方口水戰升級，外界愈發擔憂與美國關鍵貿易關係的未來，中國、歐洲及日本採購經理人指數(PMI)夏季均表現疲弱。無庸置疑地，這是美國總統特朗普尋求他國讓步的策略之一。然而，對敵人施壓是一回事，冒着破壞金融市場穩定的風險又是另一回事。

人民幣將加劇通縮

美國財政部週一在聯邦假期之際發表聲明指稱，正在關注中國人民幣的發展，這或許等於是說擔心並承認白宮在貿易上的螺絲也許擰得太緊了。人民幣崩跌將導致通縮效應蔓延開來，令全球

經濟境況轉差，對美國而言可謂弄巧成拙。

美國財政部下周將公佈半年一度的主要貿易夥伴宏觀經濟及外匯政策報告，匯率問題肯定將引起關注。目前被美國列入觀察名單的有印度、中國、德國、韓國、日本和瑞士六國，自上次在4月份的報告以來，印度盧比兌美元貶值13.5%，中國人民幣貶值10.5%，歐元貶值7%，韓國貶值6%，日圓和瑞郎也分別貶值5.5%和3%。即便美國財政部未對特定國家貼上操縱匯率的標籤，但報告仍可能讓政府官員有理由對匯率過度疲弱提出口頭警告。

無論財政部或美國政府對報告結果作

何反應，市場顯然都會看作是匯市的信號，不管是被解讀爲針對美元、或者是其他貨幣兌美元的信號。交易員們知道，匯市目前正處於有序轉變和無序轉變之間的臨界點上。土耳其、南非甚或中國等國家的匯率若持續波動，將對經濟產生長期的不利影響，這種可能性一直存在。

匯市處於有序無序臨界點

雖然迄今基本避開了這種可能性，但風險在上升。鑒於全球經濟增長形勢令人失望且差距愈來愈大，美元升值不斷給匯市帶來壓力似乎對所有人都沒好處。



從歷史上看，美元每次走高，就會引發更多關於其他地區的疑慮。 資料圖片

恐慌情緒現 資產價格無運行

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



美股恐慌指數VIX星期三單日漲逾四成，反映市場恐慌情緒正蔓延。 法新社

隨着消息抽升，不跌不跌還須跌，全球股市，甚至其他資產，都承受着美聯儲加息提速的影響。尤其美聯儲主席已揚言，大家不用再在字裡行間去找微言大義，反而應直接看數據如何。其言下之意，當然就是回復正常時期，要以正常手段，以目前美國經濟如此強勁，豈

有不大加特加，比想像中快的加息步伐？如此一來，各個資產價格，無不受到牽連。

美國科技股一度帶領納指創新高，躍上8,000水平，但近日科技股拋壓不斷，納指昨日跌逾4%，進入十月以來八個交易日，就已經累計回吐了近8%。標普連跌

五日，昨日甚至跌至兩個月新低。

「恐慌指數」暴升四成

月初強勁的進指，加速下跌，挫逾3%。VIX（俗稱恐慌指數）創六個月新高，單日漲逾四成。美債收益率不斷上漲。十年期美債收益率，從九月開始動能增強，升穿3%之後，本周更一度逼近3.26%，再創七年新高。

其一是加息。雖然特朗普已經連續兩日指責美聯儲，抱怨加息太快，不過，越是這樣，美聯儲將越堅持自己的加息步伐。美國如今經濟數據保持強勁，加息仍將繼續。其二，中美貿易戰影響發酵，國際貨幣基金組織表示，貿易戰傷害全球經濟增長，早前也下調全球經濟增長預測。

亞歐股市跟跌

跟着美股暴跌，A股難逃跌勢。滬指下跌逾5%，創三十一個月最大單日跌幅，刷新近四年收盤新低。深成指下跌逾6%，創業板下跌逾6%。整體而言，再現千股跌停，外資繼續流出。人民幣也下跌。離岸人民幣從今年六月中開始加速下跌，直到引入逆周期因子，一度跌勢暫

緩。不過，近日又進一步下跌，跌破6.9後，更一度突破6.94。下半年以來，已累挫逾8%。港股自然不會少跌，恒指挫逾3%，跌至25,266，多數人乾脆把支持位的參考，下移至兩萬五。科技股重挫，昔日股王騰訊（0700），連跌十日，累挫近兩成。

此外，韓國首爾綜合指數創2011年11月以來最大跌幅；台股加權平均指數跌幅為2008年1月22日以來最大；澳洲股市ASX200指數創去年11月來新低。隨後開市的歐洲市場，也繼續接力，歐洲STOXX 600指數觸及逾二十個月最低位，英、法、意、西的股指亦分別低開。眼下關注重點，就在接連的一兩天美股到底如何走。

大宗商品受壓

除了股市，大宗商品的需求端也受到影響，油價就從高位回落，進一步跌離75美元一線，收跌逾2%。銅價雖繼續於50日線至100日線之間上落，但跌破區間概率大。同時，隨着美元回落，避險需求升溫，金價獲得支持，但考慮加息環境不變，上行動能有限。

黃金周吹冷風 股市短線不明朗

康證投資研究部

十一黃金周期間，外圍利淡消息不絕於耳。隨着美國中期選舉漸漸臨近，美國總統特朗普及副總統彭斯接連於公開場合，以強硬姿態炮轟中國，包括指北京干預美國的中期選舉，竊取美國商業及科技知識產權，在南海軍事擴張等，白宮擬對華採取更嚴厲行動。市場憂慮兩國的政治、軍事、經濟及科技等全面戰略對抗升級，中美關係急轉直下，A股在國慶長假期過後連日下瀉，即使人民銀行降低人民幣存款準備金率1個百分點，亦無阻內地股市跌勢，上證綜合指數於假期後累跌8.43%。人民幣持續貶值亦是導致股市大跌的原因之一，美元兌人民幣曾跌穿6.93水平，外電報道大量炒家押注人民幣跌破7算的重要心理關口。中國社科院學部委員余永定表示，即使人民幣匯率跌至7算以下，也必須堅持不干預政策，似乎給予市場要有跌破7算的預期。

月的內地經濟數據已反映人行所釋放的流動性，未能有效地進入實體經濟。下周內地將會公佈進出口、CPI、PPI、GDP及工業生產等受矚目的第三季經濟數據，而國慶期間的旅遊及消費增長均放緩，或反映隨着國內經濟下行，內地民衆的消費信心減弱。據文化和旅游部的數據測算，今年國慶七天假期期間，全國共接待遊客7.26億人次，按年上升9.43%；國內旅遊收入5,990.8億元（人民幣，下同），按年增長9.04%，兩項數據均創近10年新低，亦是首次降至10%以下。

樓市「金九銀十」不再

樓市方面，「金九銀十」是以往內地樓市最暢旺的時期，然而經歷中央大力壓抑樓市升溫，加上在假期前夕，萬科的董事長亮明言集團要以「活下去」為最終目標，為內地樓市再吹冷風，今年「金九」未能穿金。內地傳媒報道，北京和深圳等一線城市的成交量按年下跌約一半，大部分三、四線城市的住宅成交亦顯得冷清，不少地方更減價及提供優惠促銷，個別樓

盤更出現因一手樓減價導致業主維權事件，預料經過近日股市大跌後，「銀十」更難以實現。電影行業亦吹冷風，今年國慶檔期票房錄得19億元，按年大跌22.85%，有評論將今年票房不良表現歸咎於國產好片太少，網絡電影的便捷與盛行等因素。

另外根據商務部數據，全國零售和餐飲企業實現銷售額約1.4萬億元，日均銷售額比去年同期上升9.5%，對比去年10.3%的

增長有所放緩。國慶期間人均消費825元，不但低於2017年的數字，更是連升幾年之後首次下降，反映經濟下行的預期下，居民消費收縮，情況與中國社科院日前所作的預測吻合，研究報告指國內外經濟環境面臨一系列不確定性，第三及四季度經濟增速預計將進一步放緩，消費實際增速低於GDP增速等。預期人民幣仍會持續疲弱，加上中美貿易關係日漸惡化，內地及香港股市中短線走勢並不明朗。



從文化和旅游部的數據測算，今年國慶七天假期期間，全國共接待遊客7.26億人次。 資料圖片

「危機回潮」警報拉響

程實博士、王宇哲博士、錢智俊博士 工銀國際

「一聲長歎一聲雷」。2018年10月10日，美股遭遇「黑色星期三」，道瓊斯指數、標普500指數和納斯達克指數單日下跌3.15%、3.29%和4.08%，國際金融市場風聲鶴唳，全球外匯市場波動加劇，大宗商品價格同步下跌，恐慌情緒迅速蔓延。作為年內表現最強勢的兩大市場「硬核」，美股和油價的此番急跌標誌着全球金融動盪真正完成風險傳染的閉環，覆巢之下無完卵，「危機回潮」警報正式拉響。

機會總與風險並行

我們認爲，短期來看，三重「預期修正」主導了本輪金融動盪；長期來看，「危機回潮」具備邏輯支撐，並遵循「由新興市場至歐洲再至美國」的路徑正在漸次演進；展望未來，市場悲觀情緒甚至已達到「心魔漸生」的超調程度，全面的「RISK-OFF」既成事實，全區域、全行業、全市場的風險調整正在進行，難以迅速結束，下一個值得關注的關鍵時間點將是美國中期選舉和G20峰會接踵而至的

三重預期修正引發巨震

今年9月底以來，全球金融市場進入新一輪的風險釋放階段，美債收益率飆升，新興市場貨幣急貶，全球股市普遍下跌，風險偏好全面下降。我們認爲，近期市場急變背後的核心邏輯在於三重「預期修正」：一是對長期利率通道的預期修正。9月27日預期之內的加息卻伴隨着預期之外的鷹派言論，美聯儲對實際利率區位的判斷明顯要高於市場認知，市場一次性調整認知帶來了美債收益率點位的急速上升和收益率曲線的加快陡峭，這種短期暴暴的「Priced-in」過程引發了市場對未來金融環境的深切擔憂。二是對

中美貿易博弈的預期修正。中美貿易摩擦正處於以時間換空間的關鍵階段，市場情緒的時間敏感性極強，在2019年初「2000億」稅率上升之前，中美斡旋的時間窗口正在逐漸收緊，市場恐慌情緒的持續發酵難以自抑。三是對實體經濟復甦的預期修正。貿易保護主義對實體經濟的真實衝擊雖然滯後，但不會缺席，IMF在10月新發佈的《全球經濟展望》中首次發出了悲觀警告，將2018年和2019年全球經濟增長預期下調0.2個百分點，將貿易增長預期下調超過0.5個百分點，引發市場對經濟增長未來的普遍擔憂。

本輪調整具客觀必然性

危機回潮邏輯主導長期趨勢變盤。一切偶然某種程度上都是一種必然。2018年以來，特別是9月底以來的全球金融市場巨震，本質上「危機回潮」的表現。2007-2016年，

全球金融危機以信用支點漸次崩塌爲核心動因，沿着「流動性危機到主權債務危機、再到貨幣危機」的路徑持續演化，震心從美國向歐洲和新興市場漸次轉移。行至2017年，金融危機完成了金融風險「順序傳導」的過程，並迎來短暫的強勢復甦，然而，與此同時，長期的政策透支導致民粹主義、孤島主義和保守主義迅速蔓延，全球風險結構在短暫強勢復甦的同時悄然完成了金融風險向政治風險的重心轉變。

2018年，地緣政治風險的風險釋放開始「逆序傳導」，其金融衝擊從新興市場向歐洲和美國循序擴散，漸次引致新興市場貨幣危機、歐洲經濟減速和美債美債變盤。從長期趨勢看，危機回潮具有清晰的內生邏輯，美股「黑色星期三」的到來驗證了這一長期趨勢，並意味着這一輪市場調整具有客觀必然性，短期內也難以迅速結束。

題爲編者所擬。本版文章，爲作者之個人意見，不代表本報立場。



2018年，地緣政治風險的風險釋放開始「逆序傳導」，其金融衝擊從新興市場向歐洲和美國循序擴散。 資料圖片