

投資者信心脆弱 港股沽空20年新高

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，隨著投資者對美聯儲本輪加息步伐加快以及中美貿易摩擦升級的擔憂加劇，美國三大股指全線重挫。在美國經濟走向過熱，勞動力市場持續增長的背景之下，上周美債10年期利率一度升至3.25%，創過去7年來的高位，引發投資者對美聯儲本輪加息步伐加快的擔憂。同時，疊加中美貿易摩擦升級對經濟和企業盈利的負面影響將逐步體現，美國股市估值高位調整壓力加大。

另外，程序化交易及資金扎堆可能也是市場暴跌誘因之一。上周三美股出現閃崩，道指暴跌832點，創2月以來最大單日跌幅。與2月份大幅下跌有些類似，此次暴跌一定程度上可能由技術面超買、ETF（指數基金）集中拋售、CTA（量化基金）系統性減倉、程序化交易（算法交易和高頻交易）等非基本因素導致的。在市場恐慌的情況下，

程序化交易會進一步放大市場的波動性，引起市場的異常波動。

IMF兩年首降全球增速預期

上周，國際貨幣基金組織（IMF）兩年來首次下調全球經濟增速預期。IMF認為，受到全球貿易緊張局勢加劇，美聯儲持續加息導致全球金融狀況收緊以及新興市場風險集中暴露等負面因素影響，全球增長的下行風險已經顯現。因此，在10月《世界經濟展望》報告中，IMF將2018-2019年的全球經濟增速預期均由3.9%下調至3.7%，為2016年7月以來首次下調。

同時，IMF將2018-2019年商品和服務貿易量增速分別由7月的4.8%、4.5%分別下調至4.2%、4.0%。IMF認為，過去一段時間，基於規則的多邊貿易體系可能被削弱，貿易緊張局勢加劇，帶來的政策不確定

性上升可能挫傷商業和金融市場情緒，引起金融市場動盪，並導致投資和貿易減緩，這是全球前景面臨的主要威脅。

美股牛市料進入最後階段

美股暴跌引發的恐慌情緒迅速傳遞到了亞太市場，港股巨震重挫。回顧上周行情，恒生指數跌2.90%，收於25,801點，國企指數跌2.20%，收於10,299點，港股日均成交量為1,038.1億港元，較上周有所上升，南向資金淨流入人民幣51億元。行業板塊方面，資訊科技業下跌6.78%，表現最差，主要是受美股科技股暴跌影響（上周前四天納斯達克指數累計下跌5.90%）；原材料業和消費品製造業表現也較差，分別下跌6.59%、6.19%；內需為主的防禦板塊表現較好。其中，電訊業上漲0.42%，表現最好。公用事業和金融業表現也優於大盤，分

別下跌0.93%、2.59%。

筆者判斷，本輪美股牛市已經進入最後階段。當前美股牛市已經持續了114個月，已成為美國歷史上持續時間最長的牛市。從歷史經驗看，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。預計美聯儲2018年12月將再加息1次，2019年加息3次，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，屆時全球金融市場或將面臨更大風險。

雖然港股市場當前估值處於歷史底部區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，但是，當前港股市場信心比較脆弱，投資者預期尚不穩定，對市場負面傳聞非常敏感。而且，港股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。筆者注意到，近期香港股票市場整體沽空比率（Short Selling Ratio）創歷史新高，表明市場做空力量依然強大。根據彭博諮詢的每日沽空數據，2018年9月，港股市場日均沽空比率已攀升至14.5%，為近20年以來最高位（按照月度日均比率計算），高於8月的13.8%和7月的12.4%。截至10月12日，本月港股市場日均沽空比率進一步攀升至15.0%。

沽空高位伴隨股市底部

從歷史數據來看，沽空比率的高位往往伴隨着股市階段性底部的出現。不過，如果未來中美貿易摩擦持續升級，美元加息步伐進一步加快以及新興市場金融危機擔憂情緒繼續蔓延，疊加政策刺激力度再度低於預期，港股市場或將繼續大幅波動。

市場波動蔓延 美元優勢顯現

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



美國總統特朗普在上周抱怨美聯儲加息太快，甚至將股市大跌的責任扔給美聯儲。

市場在上周相當波動，恐慌指數VIX在上周三大漲43.95%，第二日一度高見28.84，是近期高點。全球風險資產遭到拋售，由美股暴跌，蔓延到亞歐股市受壓，再到其他風險資產，均面對沽壓。

歐洲政治風險升溫

政治風險在歐洲進一步上升。作為歐元區第三大經濟體，意大利債務問題繼

續受到關注，今日是政府提交預算草案的最後期限。意大利的新政府在態度上一直很強硬。已經有聲音威脅退出歐元區，德拉吉出面呼籲意大利停止質疑歐元。現在局面相當混亂。

另一邊廂，德國默克爾領導的基民盟在該州的基社盟在二戰結束後，首次在巴伐利亞州議會選舉中首次喪失絕對多數數地位，這絕對是沉重的打擊。此外

民粹主義不斷上升，可能利用此次事件進一步擴大影響。德國作為歐盟的領頭羊，其政治的不穩定勢必也會影響到整個歐洲的經濟和政治。

如此一來，歐元從四月下旬在美元走高後就加速下跌，雖然從下半年開始主要在1.14至1.18區間內震盪，走勢相當疲弱，缺乏明確的方向。一旦政治方面有什麼新的動盪，歐元有可能進一步下探區間支持，更不用說貿易戰對歐元區經濟增長的影響。

脫歐僵局 英鎊反覆

貨幣政策上，歐央行將如期在今年年底結束買債計劃，並在明年較後時間加息，周內通脹數據需要密切留意，將成為歐央行評估未來利率政策的考慮因素之一。料在本月下旬的歐央行議息會議上，或繼續表示收緊，並表達外圍環境風險的擔憂。

此外，上周英國首相梅一度暗示歷史性脫歐協定接近達成。受到消息提振，英鎊動能明顯增強，上周五曾經高見1.3258。然而最新消息是，脫歐又陷入僵局，本周一會議取消，現在就看周三的歐盟會議。

不過，大部分投資者還是相對理性的。從英鎊走勢來看，也是和歐元一樣，從4月下旬開始加速下跌之後就一直保持弱

勢，即使有脫歐的好消息，英鎊的升幅也往往有限。上周五英鎊回吐漲幅，跌穿5日線，最終結束三連陽，下跌0.58%至1.3153。目前已到關鍵的時間點，但英鎊還是反反覆覆，還要等真的靴子落地之後，才会有真的突破。

日圓作為避險資產，從本月初就不斷上漲。美元兌日圓從3月低位開始反彈，重新回到之前108至115的區間內，十月初甚至高見114.55。但隨着擔憂情緒增強，美元兌日圓從高位回落，上周已經累積了1.33%的跌幅，目前跌破50日線的支持。不光是上周股市的震盪，歐洲市場也令投資者擔憂，所以日圓不斷走高。

美聯儲加息步伐料不變

美元指數在近期升勢有所放緩，只有在8月中逼近97關口，其他主要時間都是在94至96關口震盪。最新的經濟數據包括非農和薪資增長不及預期，令投資者對於加速加息的擔憂回落，但即便如此，加上美國總統特朗普在上周連續三次抱怨美聯儲加息太快，甚至將股市大跌的責任扔給美聯儲，但預計鮑威爾還是會堅持其加息步伐。加上美國經濟數據整體樂觀，要美元指數馬上突破100可能比較難，但還是能維持在高位，相對其他貨幣也有優勢。

美息持續升 憂刺破資產價格泡沫

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周因為美股大跌，全球市場也大幅下挫。我們判斷：之前美聯儲持續加息，而美股指標持續上漲時，市場把美元加息視為對於美國經濟向好證據；而最近市場開始擔心這會刺破資產價格的泡沫。主要原因是：美股的估值高企，美元利率升幅已經較大，而全球貿易爭端正在影響全球經濟增長。近期全球市場的波動將會明顯上升，在中美貿易爭端陷入僵局後，如果出現美國在內的全球經濟下行數據，將會加劇這一擔心。但中國保增長的政策也會不斷出台，市場傳言中的降低增值稅稅率將會給兩市帶來較大的推動。

中國保增長政策將出台

由於之前美元債利率持續上升，市場開始擔心過高的利率有可能刺破泡沫，上

周包括美股在內的全球股市均出現了大幅的下行，這給高企的美元債利率和美元匯率帶來一定的壓力。美元長期利率和美元匯率均有所下行。雖然美元匯率有所下行，但人民幣匯率仍有所下行，而且出現了較大的波動。

上周港幣HIBOR未隨着美元利率上行，與美元利差有所擴大。但因為美元持續加息，香港主要銀行的存款利率已經有明顯上升。香港的中原城市指數持續回落，港幣的匯率上周也有所下行，但距離聯繫匯率下限仍有一定距離。

在上上周，美股回落1%的基礎上，上周三美股進一步下跌，雖然上周五有所反彈，但全周標準500下跌4.1%。這直接影響了全球的股市，MSCI發達市場下跌了4.09%。新興市場整體表現相對較好。上

周和最近1個季度，跌幅大的是周期類行業，包括工業、材料、能源與金融，顯示了市場對於經濟增長預期的下調。上周港股也隨美股和其他新興市場有明顯的回落，而且中小盤股的跌幅更大，恒生中小型股指數分別下降了5.67%和5.59%，中小型股已經創最近兩年的新低。

資金整體南下規模較大

但港股日均交易額出現周環比大增近60%，下跌較多的中小型股和市場大跌的周四的交易額上升很多。這顯示市場對目前的大跌存在較大的分歧，但空方力量更強。推高上周港股交易額重要力量還包括港股通的交易，國慶假期後交易額恢復性上升，陸股通的淨賣出也有大幅增加，顯示資金整體南下的規模較

大。從行業上看，港股除了電信服務跌幅較小以外，其他一級行業都明顯下行，從最近1個季度表現看，IT、醫療與房地產是表現最弱的行業。目前港股的P/E估值進一步下降9.7倍，為近2年的最低水平，小型股的P/E估值更是從10.8倍下降到10.5倍。

由於之前A股休市，市場就需要補跌，再受到美股大跌的影響，A股全周下跌了9%左右。依然是中小盤股、高估值，和微利股下跌更多。中證1000的估值已經下跌到22倍。A股交易額也有所上升，主要是休市的補償性上升。A股的一級行業上周也是普跌，跌幅最大的主要是IT、電信服務和房地產板塊，跌幅在10%以上，跌幅最小的是能源；近3個月，能源表現最好，金融板塊次之。

人幣走貶貿戰持續 股市無運行

姚浩然 時富資產管理董事總經理

美國股市上周急挫，拖累環球股市跟隨下瀉，A股及港股市亦不能倖免，上證綜合指數及恆指近三個交易日分別累跌158點（5.79%）和748點（2.86%）。此外，人民幣持續弱勢、中美貿易戰白熱化對A股、港股有負面影響，預計近期股市將會持續波動。

羅素2000預示美股調頭

上周因為市場憂慮美聯儲局加息步伐或加快，帶動美國10年期國庫債券息率一度高見3.26厘，創7年以來高位，加上中、美關係持續不明朗，拖累美股急瀉。其實早在美國三大主要指數大跌前，美國羅素2000指數早已揭示一二。傳統上，羅素2000指數走勢與美國大型指數（如道指和標普500指數）走勢都有高相關係數，而今次在三大主要指數大跌前羅素2000指數已先行轉勢向下，暗示大市有調頭的可能。

而理性上，羅素2000指數是代表中、小型股份，若市場預期未來經濟轉弱，首當其衝會是小企業，因此羅素2000指數作為大型指數指標亦有道理。現時羅素2000指數走勢未有反彈跡象，暗示美國三大主要指數短期走勢仍舊有機會偏弱，美國股市走弱對中、港股市亦不利，投資者應注意風險。

人幣走勢左右A股及港股

另一方面，人民幣走勢對A股及港股市都有很大影響。中國內地經濟狀況對人民幣影響很深，現時中國經濟因為貿易戰而衍生的影響逐漸浮現，雖然9月中國官方製造業採購經理人指數（PMI）達50.8，惟值得留意的是新出口訂單指數只有48，低於50榮枯線，反映製造業已面對着貿易戰的後果。

事實上，不少內地生產商就美國次輪2,000億美元貨品加徵10%關稅已承受着沉重的成本壓力，若美國明年將次輪貨品關稅稅率提升25%及再對餘下2,670億美元貨品加徵關稅，恐怕不少廠商出現倒閉潮，並可能拖累明年中國首季PMI回落至50以下。經濟轉弱會影響企業盈利還會拖累人民幣下跌，因此中、港股市面臨結構性風險，而現時人民幣中間價跌至21個月低位，若人民幣持續偏軟，對以人民幣計價的中資股有更大下行壓力。筆者建議投資者現階段可考慮減持部分股票，增加現金比例以應對未來的投資機會。



人民幣弱勢持續，內地及香港股市受壓。資料圖片

何以美元兌發達市場貨幣漲不起來？

Jamie McGeever 路透專欄作家



國際金融協會（IIF）的Robin Brooks稱，美元兌G10貨幣表現相對遜色主要是因為油價。資料圖片

姑勿論10月12日止當周的美股跌勢，美國經濟及股市表現優於世界上其他地區，再加上美國公債收益率（殖利率）上揚，毫不意外地拉抬美元走高。這卻掩蓋了美元本身分歧表現：美元兌新興市場貨幣的漲勢遠優於其兌發達市場貨幣的表現。

兌新興市場貨幣較為強勢

自從美國10年期公債收益率6月升至3.25%上方的七年高點之後，美國聯邦儲備委員會（FED/美聯儲）已經兩度升息，同時還暗示將會繼續升息，然而美股卻仍屢創新高，而美國經濟表現與之相呼應。在這段期間，美元指數上漲1%，但兌新興市場貨幣上漲了約4%。因此，美元兌主要貨幣表現相對遲滯令人感到困惑，特別是美元還享有美國與德國、英國、日本公債利差創下多年、甚是數十年新高的優勢。

美國兩年期與10年期公債和德國同天期

公債間的利差為30年來最大；美國/英國10年期公債利差則處於1980年代中期以來的高點，兩年期公債利差為1990年代初期以來最闊；美國與日本的短天期和長天期債券利差都創10年來最大。

美元匯價分裂讓人不解

今年新興市場債券對美債的收益率差明顯擴大。這當然是有原因的，那便是新興經濟體面臨令人難以接受的風險和動盪。海外投資者因此拋售新興市場債券。市場佈局分化不一，從直觀上表明美元兌G10貨幣表現優異，而非兌新興貨幣，從而使得美元的這種分裂情況更讓人迷惑不解。

根據商品期貨交易委員會（CFTC）數據，對沖基金和投機客持有巨量美元兌G10貨幣淨多倉，但做空美元兌新興市場貨幣。美元兌G10貨幣淨多倉的規模目前接近290億美元，為近三年以來最大規模。美

元兌新興市場貨幣的空倉規模則小很多，為12.7億美元，考慮到市場流動性低得多，這是可以理解的。

自6月以來的倉位變化凸顯了這方面的迷局，當時美元兌新興市場貨幣開始上漲。基金和投機客將美元兌G10貨幣的倉位從79億美元淨空倉，轉為287億美元淨多倉，美元兌新興市場貨幣的倉位則從8.11億美元淨多倉轉為12.7億美元淨空倉。

油價抑制美元上漲

這是一個很大的轉變，也是相當大的押注，而且沒有真正得到回報。究竟怎麼回事呢？根據國際金融協會（IIF）的Robin Brooks，美元兌G10貨幣表現相對遜色主要是因為油價。原油價格上漲——自6月以來

漲15%，今年上漲25%，過去一年上漲50%——已加大了美國經常帳赤字壓力，這種壓力一直抑制美元上漲。

這還是在石油在經常帳中所佔比例比以往大幅下降的情況下，儘管過去幾年逐漸上升之勢。但這種關係是否會保持仍要觀察。最近幾周美元和油價開始同向波動，現在油價與美元之間呈正相關性，這很不尋常。實際上，兩者之間的正相關性為三年以來最高。Brooks稱，越來越多的分析師現在認為，有些新興市場貨幣的跌勢已經結束，使得一些貨幣看起來很便宜。土耳其里拉今年下跌35%，就是其中之一。

如果美元繼續走強，那現在可能是要兌發達市場貨幣而不是新興市場貨幣了。

（本文有刪節）

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。