內憂外患導致A股大幅下挫

左智卿 中國華融（澳門）國際股份投資管理部董事總經理

10月11日，A股再現千股跌停的頹勢。當天上證指數暴跌142.38點，跌幅5.22%，深市三大指數的跌幅均超過6%，兩市跌停個股超過1,100隻。2016年初形成的「熔斷底」被輕易擊穿，市場人士普遍認為，當前股市面臨的內憂外患直接導致了A股市場大幅下挫。

從國際形勢來看，今年以來中美關係有從貿易領域摩擦逐步往更廣的領域擴散的勢頭。一是美國副總統彭斯於10月4日在美國哈德遜研究所（Hudson Institute）對中國發出警告，指控北京通過軍事、外交和貿易打擊美國總統特朗普領導的政府，並干預美國下個月的中期選舉及2020年大選，可能對中美關係產生進一步的不利影響；二是美國軍艦在中國南海被中國軍艦驅離；三是彭博商業周刊刊登封面文章，聲稱中國秘密將監控微芯片植入部門美國大型科技公司使用的服務器，但遭到相關大型科技公司的否認。

新「冷戰」風險上升

無論如何，貿易關係的惡化是中美關係發生歷史性轉變的體現。當前美國國內對華鷹派的聲音較多，雖然有受美國國內政治動態影響的因素，但也一定程度上反映了中美關係已發生了根本改變，新「冷戰」的風險上升。這一轉變可能不僅對中美雙方政經格局，甚至對全球政經格局均將產生深遠而未知的影響，並進而推動國際資產價格大幅波動，尤其是短期急劇波動。如在國慶假日期間，布倫特油價快速上漲，最高已逼近至87美元/桶。

另一方面，國際油價攀升、美國失業率繼續下降、美聯儲加息，美債利率上升和美元走強使得資金回流美國，加劇了新興市場資金流出壓力。美元指數也從短期低位開始回升。一系列重要資產價格的快速變化可能預示市場波動率短期內上升。受以上種種因素綜合影響，A股及港股市場最近遭受大幅下挫。

內地增長可能繼續弱化

從內地形勢來看，國慶節過去已經兩周。從節前披露的九月份官方PMI數據為50.8低於預期；再到出口新訂單、進口訂單等都進一步回落至榮枯線之下、購進價格指數卻進一步飆漲，種種跡象均表明需求正在下滑，價格卻因為供給側管理等原因仍維持在高位。結合九月份其他部分高頻數據，中國內地整體的增長趨勢可能仍在繼續弱化。從盈利情況來看，八月份規模以上工業企業實現利潤總額同比增長9.2%，增速比7月放緩7個百分點，表明在上半年仍較為穩健的業績增長，但在三季度及往後，受去年同期高基數及當前環比增長弱化的影響，可能將面臨一定的下滑壓力。

過去兩個月，由於雨水和豬瘟疫情等因素影響，國內蔬菜和豬肉價格持續上漲，帶動食品價格漲幅超預期。經濟的下滑疊加通貨的反彈，引發了對滯脹風險的擔憂。

A股短線壓力將繼續

而在經典的美林時鐘當中，在滯脹的環境下，資產價格的典型表現就是股債雙殺、現金為王。從上市公司的情況來看，截至目前A股已經預報三季度業績的超過1,000家，總體不容樂觀，預計三季度上市公司業績同比增長仍將延續前兩個季度的回落趨勢。綜合最近國家發改委召開穩基建新聞發佈會和三部委提高研發開支抵扣比例，以及國務院常務會議強調稅費負擔不增加等一系列政策信號，表明了穩增長依然是國家政策的主要基調。

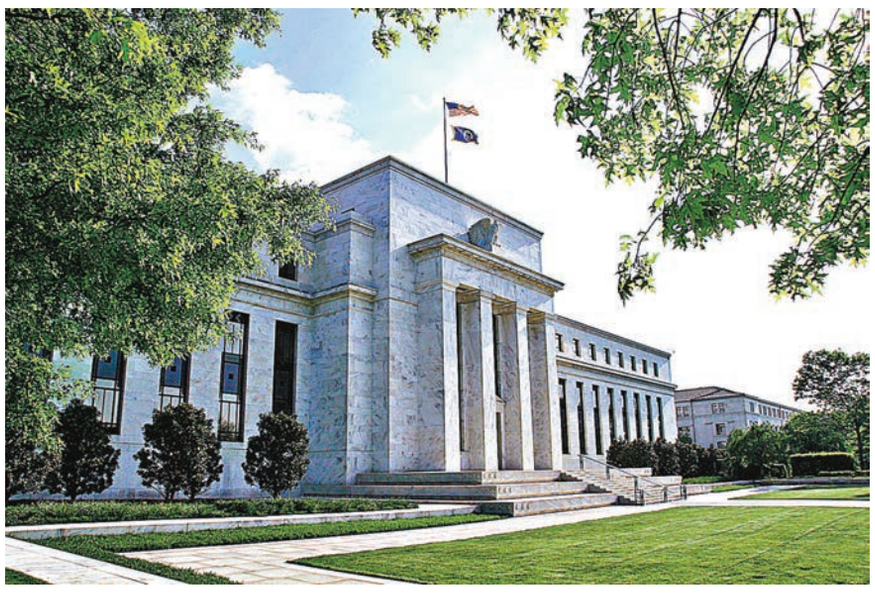
從估值和市場情緒等指標來看，A股和港股均處於歷史相對低位。國慶節前A股成交量雖然有所上升，但依然相對較低，港股賣空交易佔比也接近歷史高位，表明投資者情緒普遍低迷，兩地市場已經顯現出中長線價值。從短線來看，增長勢頭仍未企穩，政策在發力但效果尚未顯現，內外部的環境依然較多挑戰，市場尚缺乏明顯的上行催化劑。在此背景之下，估計短線壓力將繼續。

■在貿易戰持續等利淡因素下，A股近期現頹勢。 資料圖片

期望管理 美今明年加息步伐趨同

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



■美國最新公佈的9月份議息會議記錄顯示，與會者意見一致，包括把「寬鬆」字眼刪去。 資料圖片

全球金融市場經歷了近期美債孳息率抽升、美股急跌後，已經領略到央行收緊貨幣政策的驚人威力。難怪金融海嘯至今十年以來，美聯儲遲遲不肯收緊，直到近一兩年，經濟增長數據明顯好於長期平均數，失業率近乎歷史性的低水平，通脹剛回復到正常預期水平附近，如此好景，再不加息又或者再不把貨幣政策由非常時期的非常手段過渡至正常時期的正常手段，實在是說不過去。

顯然，正如筆者去年至今多次在各種場合推斷過，以期望管理為念，央行有必要取信於市場，自然要把其行動的意圖和能力，都讓市場有足夠的心理準備，而正因如此，才有今年每季一次加息，如此平穩有序但又相對於2017年稍為提速的步伐。

以美國最新公佈的9月份議息會議記錄看來，與會者的想法很一致。第一，關於官方的定調，把寬鬆字眼刪去，當然並無懸念，畢竟如今這種形勢，說是正常化也好，說是收緊也好，總不成再是寬鬆云云，名正才可言順，既然有必要加快進度，自然先要正視聽，才可行其所當行。

加息循序漸進 並無懸念

同樣地，意見很一致的，就是對於未來的政策走向，傾向是循序漸進，這一點並無懸念。是的，加息是可以，提速是可以，但重點是循序漸進，只有這樣，才可方便進行期望管理，時而快時而慢，只會令人無所適從，相反，可以的話，盡量保持在大家的共識之內，不要太多意外，自然可以加息之餘，對於市場的震撼，盡可能減低。

當然，正如筆者此前多次分析道，這種對於資產價格的影響，只可以盡可能減輕，不可能真的完全避免，究其原因，其實只是很簡單的邏輯，當利率一直往上走，加息周期之內，持有任何風險資產，這個行動本身的機會成本都在增加！如此一來，資產價格怎可能完全不受壓呢？

債息升資產價格受壓

事實上，美股近日的走勢，正好說明了，儘管長期基本面是好，經濟增長快，而企業品牌有價，創造財富能力才是王道，這些都對，只是萬一宏觀佈局有變，由債息的變化，引來各種資產類別的重新配置，自然有一定的買賣交投以至波幅，這是絕對正常。

只是，可能大家慣了不正常的低波幅，由央行包底式的保護，才會一直堅持把遊戲玩到最後一刻。這樣一來，把央行與市場的互動，但前者不可能真的置市場於不顧，這樣一來，明顯存在道德風險。

無論如何，假如央行真的希望減低資產價格的波動，如今的貨幣政策正常化，更應以大家容易形成預期的步伐去做，例如，2018年，相信全年加息四次，每季一次的做法，應該最終成事，則2019年，既然對經濟不太冷又不太熱的中性利率尚未到，應可照做無誤，同樣是每季加息一次。是耶非耶？大家拭目以待！

貿戰影響顯現 美對華能源出口大減

Clyde Russell 路透專欄作家

美國總統特朗普與中國之間的貿易摩擦針鋒相對，已經很有效地扼殺了兩國之間原本快速成長的能源貿易，這大概不太符合特朗普所想像的那種成功。在中美貿易戰升級之際，中國所進口的美國原油、液化天然氣（LNG）及煤炭數量大幅萎縮。諷刺的是，中國從美國進口能源，正是最有可能實現特朗普降低美中貿易逆差希望的領域。

比起特朗普選擇對2,000億美元中國產品加徵關稅的途徑，倘若讓中國繼續購買愈來愈多的美國原油、LNG及煤炭，在降低貿易逆差方面的效果應該遠遠更為有效。根據Refinitiv匯整的船舶追蹤及港口資料，中國十月從美國進口的原油預料已降至零。這還是在原油沒有列入中國向600億美元原產美國商品加徵關稅名單的情況下。

本月沒有美LNG船貨到內地

據船隻追蹤數據，一艘裝有100萬桶原油的貨輪從美國墨西哥灣沿岸駛向中國，計劃在十一月到岸。今年六月中國從美國進口的原油達到峰值，接近1,400萬桶，相當於每日到岸46.6萬桶左右。今年前9個月，中國從美國進口原油約32.8萬桶/日，相當於原油總進口量的3.6%左右。與原油情況相似，十月沒有美國LNG船貨計劃到岸中國，不過從路易斯安那州沙濱渡口(Sabine Pass)的LNG終端發出的一艘貨船將於11月抵達中國。

據船隻追蹤數據，今年前9個月，總計有31艘船裝載着220萬噸LNG從美國抵達中國，相當於中國總進口量的約6%。前9個月，對中國的LNG出口佔美國出口總量的約13%。隨着中美貿易糾紛的加劇，美國LNG出口似乎已經下降，9月出口量為158萬噸，8月為157萬噸，是繼4月出口133萬噸後今年最疲弱的兩個月。

煤炭對華出口量亦大降

再看看煤炭，其情況與原油和LNG大致相同，即美國對中國的煤炭出口量也大幅下降，過去兩年曾強勁增長。根據船運追蹤數據，沒有美國煤炭定於10月運抵中國，不過11月預定有三艘船貨發往中國，其中一艘是石油焦炭。

一直以來，美國出口至中國的煤炭主要是較高品質、用於煉鋼的焦煤，儘管今年也追蹤到有用於發電的熱力煤出口到中國。中國在今年頭9個月共進口了320萬噸美國煤炭，僅為煤炭進口總量1.7%，而這部分在美國整體煤炭出口量則略高一些，為3.9%。

在這三大能源產品領域，中國進口量在美國出口中所佔比例，都要高於美國出口量在中國進口量中所佔比例。這意味着，中國找到替代供應來源要比美國生產商找到替代買家更為容易。美國能源對中國的出口從強勁到零水平的下降速度也令人咋舌，特別是在近期實施了煤炭和LNG關稅之後。原油目前仍免關稅。

外企持股比放寬 內地車企面臨挑戰

康證投資研究部

內地宣佈放寬外資車企持股比例之後，近日外資車企在內地的投資計劃陸續落實，首先是寶馬增持與華晨中國合資的華晨寶馬，持股比例由50%增至75%。然後是美國電動車生產商Tesla宣佈以接近10億元人民幣，投得上海臨港工業用地，建設首間美國以外工廠。

70年代末內地改革開放之後，外資來華合組車企取得良好成果，德國大眾及美國通用與內地車企的合資便是成功例子，但是「外資持股比例不得超過50%」的規定，一直讓外資車企不滿意。隨着2001年加入世界貿易組織，中國承諾取消此限制，惟多年來因內地車企反對，當局多年來並未實行。直至今年4月，發改委宣佈「2018年將取消專用車、新能源汽車外資股比限制；2020年，取消商用車外資股比限制；2022年，取消乘用車外資股比限制，同時取消合資企業不超過兩家的限制」，國內汽車行業全面放開才有明確時間表。

寶馬Tesla先行受惠

Tesla上海工廠除了是集團在美國以外首間工廠，亦是上述的開放政策實施之後，內地首間外國車企的獨資工廠。Tesla的投資額達50億美元，工廠預計2020年落成，目標年產量為50萬輛。德國寶馬方面，以290億元人民幣的代價，購入華晨中國所持有的華晨寶馬25%股份，寶馬將增持至75%股權，控股華晨寶馬，交易將於2022年完成，即內地取消乘用車外資股比限制的一年。交易令到寶馬繼Tesla之後，第二個放寬外資車企持股比例的受惠者。

雖然內地汽車銷售增長放緩，但無阻外資車企來華投資意慾，畢竟中國是新能源汽車的產銷第一大國。截至2017年，全球新能源汽車銷售量為340萬輛，內地市場佔當中180萬輛，是全球市場份額的53%。今年1月至9月，內地累計新能源汽車產銷分別為73.5萬輛和72.1萬輛，按年增長分別達73%和81.1%，市場潛力龐大，外資自然想分一杯羹。

「躺賺」時代即將終結

隨着汽車行業開放政策公佈，以及外企陸續增加來華投資，一連串消息對於內地車企來說是更大挑戰。在港上市的車企股價每況愈下，反映市場看淡內地車企後續發展，原因是部分內地車企極度依賴合資企業，例如北京汽車及華晨中國分別靠北京奔馳及華晨寶馬的盈利貢獻，它們的自主品牌盈利能力甚低。可預見的是隨着市場放開，進口汽車關稅降低，進口車與國產車的價格差距大幅拉近，削弱國產自主品牌的競爭力，內地汽車市場將會加速整合，市場集中度將會不斷提高，併購及重組將陸續出現，而內地車企靠合資「躺着賺錢」的時代即將終結。

■內地早前放寬外資車企持股比例。 資料圖片

貿易摩擦會否拖累美國經濟增長？

Keith Wade 施羅德首席經濟師及策略師

■中美之間的貿易狀況似乎有長期衝突的跡象。 資料圖片

金融市場繼續以貿易摩擦為關注焦點，由於美國決定自9月24日起對另外2,000億美元中國進口商品徵收關稅。這使徵稅商品總額達到近2,500億美元，約為美國從中國進口總額的一半。作為應對，中國已對另外600億美元美國進口商品徵收關稅，從而使關稅措施適用的商品總額達到1,100億美元。這涵蓋中國從美國進口總額的近90%。除非貿易談判取得進展，否則最新的關稅將會由2019年1月1日起從10%上調至25%。美國已威脅將會對餘下的2,670億美元中國進口商品徵收第三輪關稅。

顯然，後續的貿易增長減弱對中國的影響將會大於美國。2,500億美元相當於中國出口總額的約11%或國內生產總值的2%。若美國徵收第三輪關稅，這將對中國國內生產總值的3.5%造成影響。按同樣的方式計算，若中國對所有美國進口商品徵收關稅，美國僅有1%的國內生產總值會受影響。從標準普爾500指數大幅領先於中國A股指數來看，市場亦以相同的方法作出預測。市場似乎同意美國總統特朗普所說：「貿易摩擦是好事情，而且容易獲勝」。

中國有關稅外其他選擇

然而，正如我們之前所指出，中國還有關稅以外的其他手段可以選擇。例如，許多美國公司選擇透過在中國當地設立的附屬公司與中國進行貿易。更普遍而言，美國公司在合約競標時或會處於劣勢，而中國目前亦考慮對出口銷售（例如稀土）實施限制，這對美國供應鏈將會造成影響。

我們認為，中美之間的貿易狀況具有長期衝突的跡象。雙方的底線過於強調意識形態問題及根深蒂固，因此難以妥協。根據「中國製造2025」計劃，中國將貿易政策作為經濟增長策略的關鍵部分，以幫助中國經濟解決中等收入困局的問題。與此同時，特朗普在就任總統時承諾將實施「美國優先」政策，而他組建的內閣團隊認為中國是美國經濟部分衰落的根本原因，由此獲得民眾的支持。從這個角度來看，雙方將無法透過談判達成協議及解決方案，而關稅會成為新常態。

受影響是整個供應鏈

顯然，受影響的不僅是中國經濟，其中還有整個供應鏈，包括許多新興亞洲經濟體系，例如韓國、台灣及馬來西亞。受此影響，年初至今的新興市場股市表現受挫。

不過，隨着美國及中國進口商尋找其他供應商作為替代，贏家將會出現。例如，在中國對美國進口大豆徵收關稅之後，中國對巴西大豆的需求將會增加。我們亦認為中國將會轉向日本及歐洲的供應商購買化學品及半成品。

美國公司面臨一個艱難決定

與此同時，美國公司將會面臨一個艱難決定：支付關稅後是否應該嘗試將關稅轉移至最終的價格，或者以利潤抵消。前者將會推高通脹，而後者會對企業利潤造成打擊。兩種結果均對經濟增長不利，因為通脹上升將會損害消費者，而利潤下降將會打壓資本投資。對於特朗普政府而言，當局希望企業將生產基地帶回本土。然而，這或會涉及巨大的成本，特別是鑒於美國的勞動力短缺。

與此同時，由貿易摩擦造成的不明朗因素很可能打壓資本開支，以及兩國之間的外商直接投資資金流。因此，貿易摩擦將會影響環球經濟增長及新興市場（特別是亞洲），而影響將會大於美國。但單就貿易摩擦而言，其影響尚不足以拖累美國經濟增長。我們認為，貿易摩擦需要擴大至全球範圍，方會對環球經濟增長造成較大影響。例如，英倫銀行報告顯示，若美國對其所有貿易夥伴徵收10%的關稅，僅就貿易渠道而言，三年內將會導致美國及環球經濟產量分別下降2.5%及1%。金融環境收緊或不明朗因素增加將會導致這種狀況惡化。

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。