外圍環境複雜多變 港股大幅波動

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，港股市場大幅波動，先漲後跌。中美兩國元首達成重要共識，雙方決定未來3個月暫時停止相互加徵新的關稅，雙方將加緊談判爭取達成協議，推動投資者風險偏好明顯回升。不過，美債收益率曲線倒掛引發美股暴跌，負面影響港股市場人氣。另外，華為孟女士事件一經披露後馬上在資本市場上掀起滔天巨浪，恒生指數大幅下挫。

回顧上周行情，恒生指數跌1.67%，收於26,064點；國企指數跌2.38%，收於10,369點，港股日均成交金額為994.9億港元，較前周有所上升，南向資金淨流出人民幣11億元。行業板塊方面，防禦類的公用事業上漲0.5%，表現最好； 消費者服務業上漲0.21%，地產建築業微跌0.02%，均跑贏大市；消費品製造業下跌3.88%，表現最差，主要由於帶量採購醫改政策引發藥品價格大幅下降預期，導致醫藥股暴跌；能源業和金融業表現也差於大盤，分別下跌3.05%和2.55%。

筆者認為，本次華為孟女士事件再次表明中美經貿關係的走向將充滿複雜性、反覆性和長期性。中國近幾年在高端製造和科技方面的快速發展已經引起美國的高度警覺，雙方或時打時停，以打促談，談不攏再打或成為一種常態。同時，美方宣佈對華鷹派人物萊特希澤擔任美方談判代表，表明特朗普政府在接下來的談判中將採取更強勢態度。

中美談判勢將跌宕起伏

萊特希澤一向以強硬著稱，早在里根政府時期，他就已經擔任美國貿易代表副代理，親自參與並主導與日本、歐洲等國家的貿易摩擦談判，促成了20多個雙邊貿易協定。其中，最為人所熟知的就是1985年簽訂的《廣場協議》。對華鷹派人物萊特希澤將主導中美貿易談判，預示着未來90天（或者更長時間）的談判過程將跌宕起伏，雙方交鋒驚心動魄，投資者的風險偏好可能持續受到影響，港股市場或將繼續大幅波動。

美經濟料步入擴張後期

上周，美債收益率曲線倒掛引發投資者擔憂，導致美股大幅下跌。筆者認為，收益率曲線倒掛預示美國經濟已步入擴張後期，2019年美國經濟增速或將明顯放緩，美股牛市高估值泡沫破滅的尾部風險將大幅增加。上周3年期美債收益率比5年期美債收益率高出2個基點，這是自2007年以來首次出現倒掛現象。美債收益率曲線的倒掛通常發生在經濟擴張期的末期和衰退期的開端。同時，更受關注的美國10年/2年期國債收益率利差已從2016年的100個基點的均值以及2017年的93個基點均值收窄至11個基點，為過去11年來的最低水平。

歷史數據表明，當美國10年/2年期國債收益率利差變為負值時，美國通常會在6至18個月後出現股市泡沫破裂及經濟衰退。隨着貿易摩擦的政策成本加速顯現，第一輪減改的刺激作用逐步消退，分裂國會加大特朗普政府施政阻力，疊加美聯儲本輪加息周期已至後盤，2019年美國經濟增速或將明顯放緩。但是，如果中美雙方2019年下半年達成一個暫時的貿易框架協議，疊加美聯儲本輪加息周期提前結束甚至釋放出降息信號，本輪美國經濟增長周期或可以延長至2020年，成為美國歷史上最長的經濟增長周期，有利於特朗普2020年競選連任成功。

本輪加息周期有望結束

筆者判斷，未來美聯儲的加息步伐或將有所放緩，預計美聯儲2018年12月將再加息1次，2019年加息2次，2019年下半年本輪加息周期有望結束。近期，在美股下跌，特朗普不斷施壓以及分裂國會或將導致未來積極財政政策難以繼續實施等多重因素影響下，美聯儲主席鮑威爾的貨幣政策立場向鴿派轉變。同時，美聯儲11月份議息會議紀要顯示，美聯儲內部關注的重點方向已由今年早些時候的對經濟可能過熱的擔憂，轉向可能導致經濟增長低於預期的負面因素。

另外，美國11月新增非農就業人數不及預期，同時過去兩個月合計新增就業人數有所下調，也表明美國經濟增長可能出現放緩跡象。美國勞工部上周五公佈的11月非農就業報告顯示，美國11月非農就業人數新增15.5萬人，低於預期的20萬人。同時，美國勞工部將10月新增非農就業人數由25萬人下調至23.7萬人，將9月新增非農就業人數由11.8萬人上調至11.9萬人，兩個月合計下調1.2萬人；11月份失業率為3.7%，持平於10月份，仍處於近50年低點%；11月勞動力參與率為62.9%，持平於10月；11月平均每小時工資同比增長3.1%，持平於10月，增速仍處於8年以來高位。

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。

非農數據遜預期 明年加息料放緩

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

上周五非農數據的表現受到投資者的密切關注，各類資產波幅擴大。原本非農數據就是重點，現在更受到關注，原因主要是近期貨幣政策有調整的預期升溫。

尤其是在11月美聯儲主席鮑威爾講話，他表示從歷史標準看，利率仍略低於中性利率水平，這句話中的略低於引起高度討論，尤其是和10月初鮑威爾的表態相對比，當時他認為距離中性利率還有一段長路，投資者第一個聯想到的就是加息步伐要放慢，甚至明年要開始考慮暫停加息。

美聯儲官員之所以釋放這種信號，就是因為看到經濟所面臨的風險，需要給投資者做好預期，給未來政策留有空間。而在此之前，更為重要的是經濟數據的表現，這些才是真正用來指引貨幣政策應該如何調整。

上周，在非農報告出爐前，有小非農之稱的ADP就業新增崗位放緩至17.9萬個，低於預期，就給非農帶來陰影。直到上周五正式數據公佈，11月非農就業人口增加15.5萬，大幅低於預期。平均時薪同樣不及預期。失業率倒是保持在3.7%低位。同一周，耐用品訂單終值略上修但仍是去年7月來最差，密歇根消費者信心指數倒是維持在97.5的高位，好於預期。

美元有繼續調整風險

受到不太令人滿意的就業數據影響，市場進一步加深了對升息步伐放慢的預期。消息很快利好股市，但最終還是在科技股的拖累下重回跌勢。美匯指數在近期本就處在高位震盪，缺乏明確的方向，上周五繼續受壓，跌至5日和20日線下方，再跌0.31%至96.514，結束兩周連陽。短線或進一步延續跌勢，50日線的支持岌岌可危。雖然目前不至於馬上破壞上行趨勢，但至少要多些調整，等待更多數據驗證。10年期美債收益率在11月初失守3.2%之後，重心繼續下移，支持位已經下跌至2.8%一線。

黃金短線有上行空間

黃金的表現尤為突出。金價在今年八月一度測試1,160美元的支持，隨後就以震盪為主，在千二水平調整，直到10月11日的一個突破，打破了平靜，但1,240美元的阻力較大。直到上周開始，金價重返1,220美元，並隨後擴大漲幅。尤其是在上周五，除了受貨幣政策以外，還有地緣政治風險的影響，包括中美貿易談判，以及法國暴亂和英國脫歐等影響，這些利好都匯聚在一起，刺激金價一度突破1,250美元，表現相當強勁，結束兩周連跌，創8月以來最大周漲幅。考慮以上兩方面因素有可能在未來繼續得到考驗，金價至少短線有上行空間，確認突破1,250美元應該不難，留意200日線的阻力，繼續看好。

■美國最近公佈的非農數據遜預期，市場預期明年加息速度放緩。 資料圖片

白銀相對黃金要疲弱些，因為始終缺乏動能突破壓制其許久的14美元至15美元區間，但在上周五白銀也受到帶動，站穩50日線，升穿百日線，漲逾1%。留意新的一周能否在黃金的帶動下做出突破。目前，12月加息可能還將如期，要變動也要等到明年，是放慢加息步伐還是停止，還要看經濟數據。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

美債孳息曲線趨平坦

姚浩然 時富資產管理董事總經理

隨着中美元首達成共識和會面氣氛良好，而令12月港股開局短暫向好，惟上周四(6日)突然傳出華為副董事長孟晚舟在加拿大被捕，其被控利用華為一家在香港註冊的全資擁有公司星通技術有限公司，繞過美國與歐盟針對伊朗的制裁與伊朗交易，事件令市場憂慮中美關係再度變得緊張，未來中美雙方在貿易協議上添上不明朗因素，恒指在100天線附近遇上阻力。

美國方面，勞工部上周五(7日)公佈11月非農職位增加15.5萬個，顯著低於市場預期的19.8萬個；失業率維持1969年12月以來最低水平，連續3個月保持3.7%；至於平均時薪方面，每月工資較前月僅上升0.2%，增長低於市場預期的0.3%。就業數據雖然保持強勁，但同時亦反映美國勞工市場的新增職位及工資水平皆弱過預期，暗示美國勞動市場及經濟增長開始放緩，加上最近油價顯著回落，美國通脹或有機會在短期內回落至聯儲局目標的2%，令市場近期預計加息速度將減慢，甚至2019年停止加息的聲音。

惟根據彭博數據顯示，本月息率上調的機會仍高達69.1%，筆者認為現時市場或過早斷定聯儲局應否維持循序漸進的加息步伐，通脹若然持續升溫，恐怕聯儲局亦無可避免地面對加息壓力。本周三(12日)將公佈11月消費物價指數(CPI)，市場預期核心CPI按月及按年分別升0.2%及2.2%。

隨着聯儲局持續上調利率，市場憂慮美國未來經濟陷入衰退，不少資金由短期債券轉至長期債券，導致長債的需求及價格上升，其孳息率下降使孳息曲線趨平坦。美國2年期與5年期、3年期與5年期國庫債券孳息率上周出現倒掛，而美國2年期與10年期國庫債券孳息率亦收窄至12點子，創2007年以來最窄。

明年或未必即時叫停加息

根據過往幾次2年期與10年期國庫債券孳出現倒掛的經驗，孳息率分別在15年12月、98年5月及88年12月出現倒掛(為該次加息周期中首次倒掛)，然而聯儲局在倒掛後仍分別加息4-6次，故筆者認為就算孳息率在本月加息前後出現倒掛，在2019年聯儲局也未必會即時暫停加息。

筆者認為較為肯定的是，孳息曲線倒掛一直被視為預示經濟的指標，美國經濟很大機會於6個月至24個月內步入衰退，甚至大蕭條。而股票市場方面，以標普指數為例，指數在最近3次倒掛後約1年9個月便見頂，意味着若本年底孳息曲線出現倒掛後，也不能排除指數會在2020年才見頂。總括而言，短期股市繼續受到中美貿易戰等不明朗因素影響，長遠環球經濟方面筆者維持審慎態度。

油市「平衡」 OPEC及盟友任重道遠

Clyde Russell 路透專欄作家

石油輸出國組織(OPEC)及其盟友決定削減原油產量後，隨之而來的一個關鍵概念就是「平衡」。市場上人人都在說想要平衡，但他們對平衡一詞的理解、以及如何實現平衡，看法卻各不相同。

歸根結底，OPEC及俄羅斯等其他產油國之所以作出減產120萬桶/日的決定，都是為了達成他們眼中的市場平衡。雖然市場平衡的意思並未以明確條款闡釋，但可以認為他們希望油價水平在他們看來要「公平」，要讓他們能履行財政義務，同時還要確保對資本支出產生足夠刺激，以維持未來產量。

這對原油價格來講意味着什麼，還不甚明確，不過OPEC及其盟友很可能會認為，在12月7日達成減產協議的前一天布蘭特原油收報每桶60.06美元的價格太低了。但同樣很明顯的是，當前環境下油價要是升破每桶80美元，將引發需求快速潰退，而OPEC勢力範圍之外的產油國將提高產出。

布蘭特原油在10月3日觸及四年高位每桶86.74美元，但僅僅過了八周，就跌掉了近34%，在11月28日觸及一年來最低水準57.50美元。油價急跌，導致OPEC及其盟友斷定市場不再平衡，且需要減產好回到想要的、但難以捉摸的狀態。如今市場將有機會作出裁定，OPEC是否能再次發揮魔法，讓油價上漲但又不會高到讓需求受到威脅。

對OPEC來說，在減產協議宣佈後，油價的最初反應算是溫和正面。布蘭特原油在12月7日一度跳漲3.67美元至每桶63.73美元，但終場收升2.7%至61.67美元。達成供需平衡的理想境界也意味着，OPEC、尤其是其最大產油國和實際上的領袖國沙特，必須處理好一系列棘手的政治問題。

特朗普一直希望油價低企

最明顯的亦是最受公眾關注的是美國總統特朗普，他雖然因經常改變主意而備受批評，但在一個方面卻格外一致，那就是一直希望油價保持低位。

讓情況更複雜的一個因素是伊朗，在最新的減產協議中伊朗獲得豁免。鑒於美國對伊朗石油出口制裁的豁免將於明年4月到期，所以理論上講伊朗石油出口現在只是掐着日子過活。考慮到存在過多的競爭因素和影響，看起來在原油市場實現平衡將是非常艱巨的任務，甚至是不可能的任務。 **(本文有刪節)**

跌市尋寶 位置佳新盤吸睛

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

■觀塘新盤凱滙今次銷情料不俗，一洗一手低迷氣氛。圖為不少準買家排隊參觀凱滙示範單位。 資料圖片

還記得筆者是首位地產界人士預測樓市已見頂回落，今天大部分地產代理及專業測量師行紛紛發表最新物業報告，一齊吹淡樓價。縱然各個公司有着不同未來跌幅預測，但是總體是「一致口徑」地確定樓市已進入下跌軌跡中。

今年跌市同樣地是價量齊跌。十一月整體物業註冊量只錄得3,953宗，較十月大跌26.4%，創了32個月新低。至於住宅方面，十一月總體註冊量為2,787宗，較十月更勁跌了37.9%；一手有729宗，較十月下跌69.1%，而二手有2,058宗，較十月微升了52%。

兩者持貨人的態度有異是說明一、二手住宅成交量錄得不同走向的原因；一手業主仍然不太願意「讓利」，但是二手業主已經傾向「止賺離場」。結果是某些大型屋邨業主大幅減價超過一成，換來二手成交量有着平穩衝開局面；一手發展商仍是大多以同區未減呎價水平開盤，換來一手成交額大跌。

低呎價招徠 銷情獲保證

從過去兩月大型發展商新盤定價策略，不難發現悄悄地調整定價思維。最新推出的觀塘住宅樓盤，首推205伙價單，並以折實呎價15,500元至19,500元開售，換來不少投資者「入票」支持，預計今次銷情應該不俗，一洗一手低迷氣氛。這個銷情現象說明只要開發商願意搬出位置好的低呎價樓盤(大約低二成)，銷情仍然有所保證。如果於淡市中尋寶，這種位置理想的低呎價樓盤是不錯的選項。

跌市中最重要的是購買防守能力強的物業，享有較高回報率的大型屋苑的標準單位正是歸納其中，如港島區和九龍區的傳統大型屋苑是值得注意的。今輪跌市中，港九區的大型屋苑單位已錄得超過一成跌勢，回落到年初水平，再下跌約一成似乎是入市的時機了。

工商貿物業跌市「免疫」

工商貿物業是今番跌市裡「免疫」一族。甲級寫字樓有着理想租金支持，且核心地區供應量長期缺少，今次跌市仍然是「獨善其身」。但是未來走勢要看中美貿易戰對中資機構實質影響，是外圍經濟因素決定未來售價和租金情況。在未來四個月還待中美政府落實關稅執行的具體細則和時間，業主已不急於脫手，短期成交量趨向低迷，是典型待變的局面。

港珠澳大橋通車和高鐵香港段正式進入運行模式都是將大量內地旅客帶進香港，這肯定帶旺本地零售物業市道。無可否認，內地出境消費已由高檔轉向中低檔消費形式，筆者預計民生舖位是較受益一群，尤其是尖沙咀/ 油麻地/ 旺角和屯門一帶的舖位值得留意。

應避免涉足「劏場劏廈」

不過投資者應避免涉足「劏場劏廈」，即是將舊工廈或樓上商場舖位劏細變成細舖或工作室。從歷史中說明，這些劏細物業都是最初高價開售，但是最終同樣地大幅蝕讓離場。

每次樓市上升周期中，同樣地都是有屋苑樓層下的車位分拆出讓的事件。今年內不少屋苑的停車場是於市場分開分拆出售，並迎來有搶購熱潮，但是最近傾向平淡，不少近期車位再轉手成交都是平手或甚至微蝕離場。在下跌樓市中，車位是易跌難升的一種，也是應該避免投資的。

偏遠「納米樓」難有運行

最後談下兩年來熱賣的「納米樓」，近期新盤開售納米樓也是銷情不振的。其實這有着各種因素，如居屋定價下跌，發展商開價「太離地」，同區納米樓供應量不少等等。面對未來跌市局面，較為偏遠的「納米」新樓的銷情不易，發展商最終只有面對現實，減低叫價等於同區標準樓呎價才能吸引買家入市。

但是市區的「納米樓」仍然會被投資客受落，只要定價有着合理調整低於同區標準單位呎價，投資納米樓比劏場劏廈肯定划算，較理想回報率換來持久防守力。

從來投資市場是有危才有機，二手價格回落會否促使政府部分或完全減辣呢？如果真的政府回歸市場手段去管理房地產市場，則二手樓運行會回復正常，長期地香港樓價才真正健康地運作，不再出現一手樓主導局面。跌市可以尋得寶物，還看投資者的膽識、實力和持久力，不斷全面市場分析是致勝之道，大家共勉。

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。