

美聯儲不夠「鴿」 失望情緒瀰漫

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，美聯儲在12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2.25%到2.5%，同時表示2019年加息步伐將有所放緩，但鴿派信號並不強烈，低於部分投資者的預期，導致美股大幅下拖拖累港股。回顧上周行情，恒生指數跌1.31%，收於25,753點，國企指數跌2.50%，收於10,101點，港股日均成交金額為680.6億元，較前周有所下降，南向資金淨流入7億元人民幣。行業板塊方面，除電訊業外，上周其他板塊均收跌。其中，電訊業上漲0.28%，表現最好，主要是由於市場預期5G網絡基礎設施建設明年將啟動；資訊科技業和公用事業表現好於大盤，分別下跌0.31%和1.03%；能源業下跌7.61%，表現最差，

主要是由於油價跌至15個月新低拖累石油股表現；消費者服務業和工業表現也差於大盤，分別下跌5.23%和4.57%。

美聯儲展望趨謹慎

在12月份議息會議上，美聯儲依舊認為勞動力市場持續表現強勁，經濟活動增長強勁；就業增長最近幾個月保持強勁，失業率保持低位；家庭支出持續強勁增長，但固定資產投資較今年早些時候的快速增長有所放緩；衡量未來12個月整體通脹和剔除食品和能源價格的通脹保持在接近2%水平，長期通脹預期基本沒有變化。在本次會議上，美聯儲亦公佈了FOMC委員們對美國未來經濟形勢及貨幣政策軌跡的預測。與9月份

會議相比，美聯儲對今後幾年的經濟展望趨於謹慎。

在12月議息會議後舉行的新聞發佈會上，美聯儲主席鮑威爾表示，受近期金融市場波動和金融狀況收緊的影響，2019年經濟將溫和增長，FOMC委員們已經下調了2019年的經濟增長和通脹預期。鮑威爾強調，美聯儲的貨幣政策決定不受政治因素影響，當前利率已經達到中性利率區間的下端，美聯儲將根據未來經濟數據變化來制定貨幣政策。

美股牛市或將終結

筆者認為，本次會議聲明以及鮑威爾講話釋放中性偏鴿派政策信號。預計2019年美

聯儲加息步伐將有所放緩，但鴿派信號並不強烈。隨著美國經濟步入擴張後期，預計美聯儲2019年加息2次，2019年下半年本輪加息週期有望結束。截至2018年11月，本輪美國經濟增長已經長達112個月，是美國歷史上第二長的經濟增長週期，僅次於1991年至2001年的120個月。

經濟週期有其自身的運行規律，隨着貿易摩擦的政策成本加速顯現，第一輪減收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週期已至後盤，2019年美國經濟增速或將明顯放緩。

筆者認為，美股最長牛市或將終結。截至2018年11月，當前美股牛市已經持續了115

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，美聯儲加息週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週期收場。美股牛市結束大多源於經濟衰退，近期美債收益率曲線倒掛也預示美國經濟已步入擴張後期，導致近期美股大幅下跌，美股最長牛市或將終結。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。

(本文有刪節)
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。

恐慌情緒升溫 避險資產受捧

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

接近年關，節日氣氛進一步濃厚，投資者更加謹慎，對各大類資產重新做了配置，市場波幅擴大。

美聯儲在上週宣佈了加息的決定，不及市場想要的鴿派，令各類資產大震盪了一番。其實光是加息倒不是特別意外，雖然特朗普三番四次地想要勸鮑威爾不要加息，但面對眼下的經濟數據，沒有不加的理由。但更重要的是，鮑威爾保持了縮表政策，這才讓市場擔憂，畢竟美股在近期跌了不少，回調壓力有所增加。

美國經濟數據顯現乏力

此外，最近幾個月的經濟數據開始顯現乏力，包括非農在內的報告不及預期。而美國又面對不少國際爭端，其中中美貿易戰就是焦點中的焦點。這麼一來，美聯儲也是看到了風險所在，所以正在和市場進行溝通，希望給未來的政策留有空間，萬一之後的經濟數據繼續轉弱，那麼適時地調整貨幣政策也不會令市場突然出現特別大的變化，至少可以平緩政策轉變帶來的市場波動。

如此一來，從今年4月下旬轉強的美元，雖然在眼下仍在高位震盪，並沒有太大的打擊，但恐怕後市要有更大的向上突破，會越來越難。因為美元上漲的背後是經濟增長和加息政策的推升。而現在加息明顯就處於整個週期的後端，而經濟增長這一塊，畢竟美國經濟不可能一直維持超

高速增长。經濟總有週期，不會輕易逆轉和跳過每一個階段。

美債息倒掛 衰退預警

在這麼一個轉折點，投資者更加謹慎，至少在新年前不願意多去承擔風險。就拿香港股市來看，成交如此低迷，就是一個驗證。

其實除了美國，其他不少國家央行都先後下調了對這兩年對經濟增長的預期，包括歐央行。歐洲一是面對各類地緣政治風險，尤其是民粹主義抬頭，一面是經濟增長疲弱，就連火車頭德國法國也出現乏力，這讓擔憂情緒加深。加上美債息倒掛，更是引起廣泛關注，擔心是經濟衰退的預警信號。

除此之外，再次強調包括中美問題在內的地緣政治衝突。當然眼下雙方談判樂觀，也讓投資者稍微喘口氣，但不確定因素仍大，所以投資者可能更願意等到真正談判結果。

如此一來，恐慌指數VIX從10月開始恢復大波動，單日一兩成的漲跌幅重新變成了常態。上周，VIX錄得近四成的漲幅，突破30一線。風險資產普遍受壓，全球股市首當其衝受到拖累，牛了十年的美股近期壓力相當大，道指和納指上周雙雙創逾10年最大周跌。

經濟增長放緩的擔憂也影響商品的需求端，油價從10月高位開始一路下滑，現



環球經濟增長放緩憂慮升溫，加上接近年關，投資者對各大類資產重新做了配置，引發市場波幅擴大。

在已經累積了約四成的跌幅，銅價反覆測試6,000美元的區間支持，已經連續下跌四周，並有更大概率下探。

中長線看好金價走勢

避險資產則更受捧。日圓已經連續上漲六個交易日。美元兌日圓從上周開始沽壓明顯增加，從區間阻力的位置開始回落，已經跌破50和100日線，尤其是上周四大

跌1.07%，上周共跌1.91%至111.22，反覆測試200日線的支持。

黃金走勢轉強，不但升穿制約許久的1,250美元，更是在上周四一度逼近1,270美元。雖然上周五最終未能守住1,260美元，但還是保持升勢。對於黃金，中長線看好，有機會先回到1,300至13,50美元區間。(筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益。)

展望2019年 警惕過度借貸企業

Alex Tedder 施羅德環球及美國股票主管及投資總監、Simon Webber 施羅德首席投資組合經理

2019年，我們將致力發掘那些為尋求改變而作出投資的公司，並對那些過度借貸的公司更加警惕。

2018年，環球經濟增長大致維持穩定，但與2017年相比，各國不再同步增長。美國經濟繼續穩健擴張，而歐元區及中國的數據已經降溫。日本亦無法跟上美國的步伐，而英國經濟仍然低迷，企業信心的改善仍需要取決於英國脫歐的結果。

與此同時，由於各央行紛紛撤銷已實施多時的市場支持措施，環球貨幣政策持續收緊。這已是眾所周知的趨勢，但經過近10年的超低利率後，股市投資者對於利率上升及企業債務高企的風險仍過於樂觀。

借貸成本上升並非盈利能力及估值面臨的唯一風險。就業、能源及其他商業成本

亦普遍上升。與此同時，貿易保護主義趨勢導致商品生產所需的順序流程(亦稱為供應鏈)效率降低。低成本時期是美國股市創歷史最長牛市的主要特點之一，但我們開始見到有明顯跡象顯示工資及成本壓力正在上升。Amazon的最低時薪上調至每小時15美元以及Caterpillar近期預測原材料成本上升似乎與關稅及貿易影響密切相關，這些是重要的啓示。這似乎表明美國企業盈利將於2019/2020年期間開始回落至長期平均水平。

環境不明朗 企業難規劃

企業在這種異常的環境下進行規劃極為困難，而我們預期明年的企業盈利將會出現更多意外的表現。美國自今年初以來不

斷發表強硬貿易言論，這仍對環球經濟的順利運轉及商品自由流動構成嚴重威脅。2019年，供應鏈需要嚴重依賴中國的公司，或會面臨25%的美國出口關稅。但亦有可能出現較以往寬鬆的貿易協議。由於這是兩種明顯截然不同的成本及商業環境，這使企業極難作出規劃。

股市估值低 投資者仍不安心

在許多情況下，鑒於企業對供應商進行妥善評估或在新地點建立工廠需要較長時間，供應鏈無法迅速轉變。那些已作出投資以避免或減低供應鏈受影響的公司將獲得估值溢價。這些因素給盈利前景添加不確定性。

也許，第四季度初的市場調整意味着投

資者對貿易憂慮不再像以往那般過於樂觀。按整體市盈率計，股市估值已跌至或跌穿長期平均值。然而，市盈率並非唯一的估值指標。若貿易衝突持續或者經濟衰退導致企業盈利進入下跌週期，即使目前估值具吸引力，這亦無法令投資者感到安心。在此環境下，上文所述的高負債公司或會嚴重受挫。

我們通常會對那些負債水平較高或者無法透過提價抵消成本上漲的公司保持謹慎。目前，我們認為電訊行業是這方面的最好例子。

在商業或經濟週期新階段，識別那些能夠經受考驗或保持強勁增長的公司，需要採取主動策略及全面理解公司的基本因素。(本文有刪節)

從加息縮表看股市波動

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上周三(19日)美國聯儲局一如市場預期加息四分一厘，同時聯儲局亦稍為下調明年經濟預測，2019年GDP增長預測由9月的2.5%下調至2.3%，核心通脹PCE由9月的2.1%下調至2%，反映未來美國經濟將逐漸放緩，通脹壓力降溫，故筆者認為明年加息預測由三次修訂為兩次也是較為合理。然而長遠來看，現時加息只是貨幣政策正常化的其中一環，聯儲局主席重申繼續縮減其資產負債表，筆者認為明年繼續量化緊縮(quantitative tightening, QT)將會使市場流動性收緊，資產價格風險增加。

在2008年金融海嘯後，美國聯儲局先後在2008年、2011年以及2013年推行量化寬鬆措施以助推高經濟增長，透過公開市場購入公債及其他資產如房貸抵押證券(MBS)與機構債券，在高峰時其資產負債表高達約4.5萬億美元。量寬政策令大量貨幣流入銀行體系，金融資產(如股市、公債、機構債券及貸款)的價格因而被推高，甚至形成資產泡沫。在面對(1)金融資產泡沫風險，(2)過量的債務及利息支出增長使政府難以繼續發行債券，以及(3)避免下一個經濟衰退週期時無政策工具應對危機，筆者認為明年聯儲局仍有繼續縮表的迫切性。

「水退船低」 資產價格受壓

另一方面，在過去兩年利率由0.25厘加至2.5厘，但在歷史上亦處於較低水平，因此資金回流美國的速度有限。因此現時聯儲局每月縮表規模約為500億美元，代表着聯儲局希望直接把市場上流通的美元收回。本來，若經濟持續增長，就算縮表保持現時緩慢速度的話，則仍有機會使金融市場保持較為充裕的流動性。

然而，正如聯儲局預測未來美國經濟增長放緩，加上中美貿易戰為美國經濟帶來的衝擊，而同一時間聯儲局繼續縮表的話，則意味着美國公債到期後，聯儲局重新購債金額減少，令國庫債券利率上升，或使避險資金流入債市，尤其是較長期債券，配合近期美國股市大幅下跌，國庫債券利率又由高位回落至3厘以下，不排除資金已由股轉債，屆時股市流動性降低，或掀起一連串市場反應，令環球資產價格面對下行的風險。

總括而言，雖然短期內難以預測資產負債表要縮減至多少才算較為合理的水平，惟面對「水退船低」的情況下，筆者認為資產下行的風險仍然存在。



美聯儲早前一如市場預期加息四分一厘。圖為美聯儲主席鮑威爾。



隨着廣深港高鐵和港珠澳大橋開通，內地旅客往返內地及香港兩地可更為便利，催旺民生商場及舖位。

2018年還有一周就過去，今年上半年走勢俏麗的工商舖明年仍會看升嗎？如果再升的話，哪種類會較為看好呢？

截至12月13日，根據美聯工商舖資料研究部調查，今年工商舖大手買賣共約225宗，當中工、商、舖以成交宗數和成交金額分別是51宗共272.8億元(工廈)、103宗共934.4億元(商廈)，及71宗共300.7億元(商舖)。總額共約1,500億元中，商廈佔上過半的62%、商舖排名第二是佔上約20%和

餘下18%屬於工廈買賣部分。

因為呎價較高，今年最大手的工商舖交投屬於太古中心第三和四座以150億元售於內房股公司。另外，今年商舖板塊的冠軍「大刁」要數領展早前以120.1億元把12商場悉數轉讓予基匯資本。這宗商場交易涉及12個商場，全屬於民生商舖，分別位於屯門、粉嶺、沙田、將軍澳、上水、鴨脷洲、長沙灣及橫頭磡。

需注意的是所有租戶都是民生店舖，主力服務該部居民「衣食住行」，屬不太受經濟因素左右的種類。

在工商舖類別中，筆者較看重有三種，包括甲級辦公室、民生舖和整幢工廈。

2018年甲級商廈是「先高後低」形勢。上半年氣氛甚佳，但是自從爆發中美貿易戰後，下半年轉為淡靜。中美貿易戰「開打」後，投資者感覺後市難料而轉為審慎；業主多是實力雄厚人士，不會貿然減價急放盤，致使下半年買賣靜。不過，甲級商廈租務好旺，大部分核心的甲級商廈空置高低，促使租金穩步上揚，令其回報率逐步上升，成為

2019年香港工商舖被看高一線

張宏業 特許測計師

中國房地產估價師

淡市中抗跌力較強的種類。例如去年中環中心易手後，所有新業主都好惜售，部分業主只轉讓部分較遜樓層去支付成交價，保留較高層樓長期收租或甚至把香港總部搬入，作為中長線持有部署！除了九龍東地區外，甲級寫字樓空置率都是於2%以下，證明租用剛需好大。租客包括中資公司、上市公司和新貴的共享工作空間營運商(無論中外資共享工作空間集團)。有着理想租金的支持，甲級寫字樓的抗跌力好強大，是屬於「易升難跌」的種類。

後市受貿戰及美息發展左右

甲級寫字樓的明年走勢要看多個因素，如中美貿易戰90天的談判結果、美國經濟走勢是否由強轉弱、美元加息步伐是否影響到香港和中國內地利息走向、中國明年經濟是否可以「保六」、中資公司及上市機構會落戶核心區、香港經濟2019年走勢等等。整體分析後，除非中美貿易戰再次開打和美息持續上升，否則甲級寫字樓仍是值得下注投資。縱然短期可能「摸頂」入市，但是長期是無

買錯的。

最近財政司長在網誌撰文指出，預料今年訪港旅客突破六千萬，並打破四年紀錄。隨着高鐵和港珠澳大橋開通，大量內地遊客輕易地往返兩地，尤其是粵港澳大灣區居民更是可以單月多次往返，催旺民生產品的需求。十月有逾588萬人次旅客訪港，刺激十月零售貨值按年急升5.9%，比9月份增加3.5%。不過如果仔細分析零售表現，則可以發覺受惠種類都是民生類別，不同於以往內地遊客集中購買奢侈品了。無怪乎基匯資本多次大手購入領展公司的「民生」商場。

投資者預早投資全幢工廈

在整體工廈大宗成交中，今年市場暫錄得24宗全幢工廈或工業地盤成交，成交總額佔上八成半以上。其實投資者已預料今年特首

施政報告會重啟活化工廈、讓15年以上的舊工廈可以免補地價形式，改裝活化為寫字樓或酒店。在新公佈內容中，更首次容許整幢工業改裝為過渡性房屋，並放寬低層工廈及貨倉用途，更有效地調配資源。

現在交易的整幢工廈，動輒呎價都在6,000元以上，但是投資者尤其新晉的發展商和新興富豪二代和私募基金仍是表現甚為進取。既然整盤生意是有為可為，且涉及租客都是新興企業和新型產業，他們的接洽參與是可以預期的。

明年工商舖市場仍然被看高一線，視乎中美貿易談判結果、全球息口走向、中國以至香港經濟可否穩中向好等等。如果經濟因素不太差的話，甲級寫字樓、民生商舖和整幢工廈仍會是「淡市中奇葩」，值博率較高。

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。