

# 美股債務高企風險料將浮現

Robert Kaynor 施羅德投資管理美國小型及中型股聯席投資組合經理 Frank Thormann 施羅德投資管理美國大型股投資組合經理



■聯儲局今年有可能維持加息，不利負債嚴重企業盈利表現。

2018年，雖然部分環球經濟強國(如英國、德國及法國)增長放緩，美國經濟維持穩健增長。特別是，美國就業市場維持強勁。每月平均新增約20萬個職位，而失業率僅為3.7%，為近半個世紀以來最低水平。隨着工資壓力開始增加(特別是服務業

方面)，就業市場強勁是初期通脹上升的主要原因。雖然工資壓力直至近期才反映在官方數據中，但過去三年來筆者一直對此有所了解。若聯儲局維持「點陣圖」(聯儲局對利率正常化步伐的預測)的加息步伐，筆者認為通脹將會受控。

## 息口通脹上升 拖累盈利增長

因此，筆者認為今年美國經濟將維持穩定增長，但利率將恢復至「正常」水平及通脹上升或會拖累盈利增長。負債嚴重的企業已開始受到加息的不利影響。與此同時，那些無法提高價格的公司(即缺乏「定價能力」)難以抵消工資上升的影響。此外，2018年強勁的盈利增長部分是受惠於稅項改革及其他財政刺激，這兩方面的作用將於2019年逐漸消退。

有鑒於此，筆者的整體觀點是，2019年

盈利增長的初步估計或會過於樂觀。然而，若投資者意識到他們受這些因素的影響，筆者認為今年的環境或會對主動的投資者有利。

鑒於經濟復甦已持續如此長時間以及聯儲局加息以提前應對通脹壓力，投資者紛紛討論下一次衰退將於何時發生。筆者無法預測下一次衰退發生的時間，但筆者相信那些認為下一次衰退時間為2020年的分析師或會被證明錯誤。

## 盈利減弱 債務負擔應變重

值得一提的，是美國企業整體債務水平較高，特別是小型及中型股板塊。衡量公司債務水平的一項指標是債務/EBITDA(未計利息、稅項、折舊及攤銷前的盈利)比率，對標準普爾500指數成分股中的大型公司而言，該比率是盈利的2.3倍。對於羅素

2000指數的小型及中型股而言，該比率高於4倍。

盈利或會隨着經濟周期而上升或下跌，但債務不會。這意味着當盈利減弱時，公司借貸將維持同樣規模，而利率將會持續上升。債務負擔將會變重。

解決辦法是，公司償還債務。在美國小型股板塊，大部分債務(超過40%)為「浮息」，與大型股(17%)的情況相反。一般而言，隨着利率上升及盈利下降，浮息債務比例較高的公司更有可能出現問題。筆者已採取協調措施確保投資組合所持公司的浮息債務水平低於其他公司。從估值角度看，筆者認為非必需消費品及工業行業的公司較指數更具吸引力。整體而言，筆者們將繼續致力投資於那些確保股東利益與公司增長維持均衡的公司。

至於大型股票方面，毫無疑問，美國股市

牛市如此強勁及持久的主要原因之一是，企業盈利升至前所未有的歷史高位水平。特別是，美國在科技及創新方面具有全球領導者的獨特地位，這是真正的實力來源。矽谷通常被稱為全球「創新的搖籃」，擁有眾多全球最具創新及盈利能力最強的企業。

展望2019年，筆者預測市場中表現最佳的行業將會發生改變。2018年所有板塊的收入及盈利快速增長，大部分股票亦水漲船高。2019年的盈利增長或會顯著放緩。

繼2018年增長逾25%後，市場普遍預期2019年標準普爾500指數的每股盈利增長為9%。筆者認為這些預期亦可能過於樂觀。鑒於盈利增長放緩，筆者認為透過專注於選股以及重點關注擁有強勁定價能力、受成本壓力上升影響較小及憑着本身的利好因素持續高於平均增長的公司，能夠帶來具吸引力的回報。

# 增長面續添憂 資產價見波動

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場情緒在最近幾個月相當反覆，令各類資產的表現波幅擴大。尤從去年第四季度開始，包括中歐美在內的國家經濟數據的表現令投資者擔憂，加上中美貿易談判和脫歐等充滿不確定性，投資者陷入相當恐慌的情緒。恐慌指數VIX重回大波動狀態，單日上下兩三成已經是常態，VIX一度高見36.2。

## 聖誕假期後 VIX 曾大跌

聖誕假期後，市場情緒開始改善。一方面，中美貿易談判目前還是順利在進程中，着實給市場帶來提振。VIX從聖誕假期後已經回落五成，跌回20水平樓下。但很快，周內又出現變數，擔憂情緒又很快重燃，VIX在周二就大漲16.85%至20.8，風險資產很快回落，資金重新回到避險資產包括日圓、債市和黃金。

具體表現見諸資產市場，隨着風險胃納回升，聖誕後全球股市先後從低位反彈，美國三大股指連漲四周，中港股市連漲三周。美匯指數同樣上漲，在測試95後找到支持，隨後逐步上漲，上週連升四日，重回96關口。油價在連跌三個月後做出反彈，紐鈔靠穩45美元後，連續反彈，

現在已經重回50至55美元區間。倫銅則在5,800美元一線止跌，嘗試重返之前6,000至6,400美元區間。黃金從去年第四季度開始觸底反彈，動能相當強勁，進入新年延續升勢，並嘗試挑戰1,300美元，但是由於市場情緒改善，金價始終無法做出突破，只能在千三樓下窄幅震盪。

## 恐慌情緒重燃 美匯受壓

然而，本周恐慌情緒再度升溫，上述資產價格又見受壓，此消彼長的是避險資產。對於美股，目前的反彈受到考驗，短線更受到業績表現的影響。只是隨着科網股估值的大幅調整，加上不少龍頭開始下調未來盈利前景，牛了十年的美股的確面對相當大的壓力，雖然不至於馬上大跌，但進一步走高的動能減弱，建議還是保持謹慎。美匯指數方面，目前雖然回到96樓上，百日線附近有承接，但後市恐怕漲幅有限。

## 加息料放慢 金價望上升

上述判斷的主要考慮在於，美國經濟不可能一直保持高速，美聯儲也不得不觀望不敢輕易行動，加息步伐放慢，料至少



■本周恐慌情緒再度升溫，風險資產價格受壓，美股早前反彈亦受到考驗。彭博社

到下半年才會進一步加息。從這個角度看，金價目前雖然在千三下方震盪，但仍仍有進一步走高的空間，加上地緣政治風險和全球經濟環境轉弱，金銀後市不至於悲觀。

當然，這一切還要等待美國政府恢復復行後更多經濟數據公佈，眼下無法對美國

經濟狀況進行全面的分析和評估。而商品尤其是油鋼，除了自身供求端因素外，中美貿易和全球經濟環境也是相當重要的因素，對於需求端的影響較大。至少短線內，油價的反彈不會平坦，銅價保持弱勢。(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

# 內地經濟增速放緩 內因大於外因

連平 交通銀行金融研究中心首席經濟學家 唐建偉 交通銀行金融研究中心首席研究員

2018年6.6%的年度經濟增速，創下自1990年以來的新低。其中四季度GDP增長6.4%，是自2009年一季度來再次跌破6.5%的區間，結合近期一些經濟先行指標及經濟數據的表現來看，2019年上半年經濟下行壓力仍然較大，但考慮到宏觀政策已經開始逆周期調節，政策對於經濟增長的作用將從上一年的抑制轉為支撐和托底，對於2019年的中國經濟運行不應過度悲觀，增長仍有可能運行在合理區間。

2018年經濟增速放緩內因大於外因，內需放緩是導致經濟減速的主要原因。

## 出口年升9.9% 非減速主因

出口不是經濟增長的主要拖累因素。從外部需求來看，雖然面臨外部環境發生了巨變，但中國的出口數據卻並未受此影響，2018年按美元計算的出口累計同比增長了9.9%，高於2017年同期2個百分點。2018年中國對美國出口4,784億美

元，同比增長11.3%；對美順差3,233.27億美元，創下歷史新高同時比上年還增加了475.15億美元，對美順差佔全部順差總額的92%，這背後主要是因為市場主體預期到貿易衝突可能升級後對美「搶出口」的行為導致的。當然從以上出口數據我們至少看到兩個事實：一是貿易摩擦並未對中國2018年的出口造成實質性衝擊，出口是三駕馬車中唯一一增速加快的；二是從對經濟增長的貢獻率來看，2018年出口貢獻率是-8.5%，相對於2017年的-9%的貢獻率來講，出口對經濟增長的拖累作用有所減輕的，也就是說2018年出口並不是中國經濟增長的主要負面因素。

## 汽車負增長拖累整體消費

消費增速放緩主要受到汽車類消費負增長影響。2018年內地社會消費品零售總額同比增長9%，增速比上年回落1.2個百分點。2018年社會消費品零售總額之所以持

續下降，主要的影響因素是汽車類相關消費出現了負增長。2018年汽車類消費的增長是-2.4%。而汽車銷售的負增長一方面是基數已經較高，目前內地汽車年銷量已經接近3,000萬輛，多年保持世界第一大汽車消費市場的位置，繼續保持高增長比較困難。二是因為前期刺激政策退出的影響，隨着汽車購置稅減半徵收政策退出及新能源汽車政府補貼的退坡等前期刺激汽車消費的政策逐步退出，汽車消費開始減速。

## 展望全年 六大積極因素

雖然2019年經濟下行壓力較大，或將出現短期波動。但從長期來看內地基本面是好的，高質量發展的條件在不斷改善。2019年依然存在和可能出現六方面積極因素。一是外部壓力可能減小，中美貿易摩擦可能得到緩解，發達經濟體政策溢出效應也將在美聯儲加息進入尾聲後減弱。二

是政策偏鬆調節有助於經濟增長，2019年經濟工作將從優化提升供給端、擴大增強需求端、扎實推進區域協調、深入推進改革開放等方面展開，確保經濟運行在合理區間。三是產業出清帶來高質量發展動力，過去幾年去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板五大任務逐漸取得成效，部分行業已經出現恢復性增長。四是技術創新帶來新興產業崛起，內地科技研發能力逐漸增強，越來越多領域逐漸接近或達到全球前列。科创板有望成為科技進步的重要推動力。五是區域協調發展帶來產業聯動效應，經濟帶發展、城市群發展和鄉村振興戰略落地，將提供新的經濟增長空間，促進投資和消費等內需發展。六是推動改革走深走實帶來新的發展機遇，對外開放由商品和要素流動型開放向規則等制度型開放轉變，將形成新的經濟增長動能。2019年內地經濟仍將運行在合理區間。

# 點評內地本輪刺激政策與2008年差異

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

儘管政府在不同場合多次強調這次刺激政策不會搞「大水漫灌」，有些似曾相識的情形很容易讓人聯想起2008年的四萬億。同樣是刺激政策，本輪決策層作出的反應與10年前相比到底有哪些不同？其效果將會如何？又是否會引發「四萬億」教訓重演的擔憂？筆者認為，弄清上述事實對於理解當前經濟現實和新一輪政策思路至關重要。

10年間宏觀環境、經濟結構的巨大變化，決定了中國當前在政策層面既要面臨同樣的經濟下行問題，還需要吸取歷史教訓，避免後遺症重演；且本輪動作重在托底經濟而非大規模刺激，不同目標下需做出更多權衡。從實際情況來看，無論是工具選擇、側重，還是實施的力度、節奏，當前的政策操作較2008年都有所不同。

## 4方面體現10年前後不同

具體表現在如下幾個方面：一是貨幣政策

放鬆空間有限，結構性困境使得政策工具傾向於定向調控。近期貨幣政策寬鬆態勢明顯，但與2008年大規模放水刺激經濟的「過度放鬆」不一樣的是，當前更加強調「適度寬鬆」與定向工具的使用，以避免大水漫灌背景下的房地產風險與債務風險重現。

2018年至今，央行全面降準僅使用一次；另外三次均為定向降準，針對中小企業融資難、民營經濟困境等具體領域發力，其中有兩次同時為置換降準，整體上並未大規模釋放流動性。此外，伴隨着貨幣政策框架轉型與利率市場化進程的深入推進，如今央行並未調整基準利率，而是通過短期結構性工具MLF、TMLF等定向降息。

二是財政政策發力減稅，基建投資角色相對弱化。與10年前重點聚焦基建和產業投資不同，當前基建空間越來越小，只能起到托底作用，財政政策轉向重點發力減稅降費。2018年以來減稅力度不小氣，包括深化增值

稅改革、實施個人所得稅改革、出合一系列支持小微企業發展的優惠政策、支持科技研發創新、清理行政事業性收費等一系列措施落地，全年減稅規模約1.3萬億元人民幣；從官方表態來看，2019年將實施更大規模的減稅降費，其中，社保降費將扮演十分重要的角色，近期人社部、財政部等多次表態正在加快研究降低社保費率的實施方案，加大失業保險費返還的力度和幅度等措。

三是房地產刺激的老路難以為繼。回顧最近20年中國經濟歷程，房地產週期與經濟週期具有高度的協同性，房地產作為傳統增長方式之一對經濟增長的帶動作用巨大。然而，在經歷了2008年以來的幾輪房地產放鬆之後，房價高企、居民積壓、金融風險等問題已十分突出，考慮到「防風險」與「穩增長」的平衡，通過房地產刺激經濟的老路已經不再有效。預計未來將繼續堅持「房住不炒」，短期局部可能微調，長期將避免房地

產調控過緊或過松，並逐步引導房地產市場回歸中性。

四是擴大對外開放明顯提速。2008年的經濟失速主要由外需急劇下滑的衝擊導致，在此背景下，當年連續七次上調出口退稅率，其中4次涉及服裝紡織行業等勞動密集型產業，對外開放政策更多為外貿領域的短期考慮，着眼於刺激出口、穩定就業。而2018年以來，一方面中美貿易摩擦暴露出中美在經貿領域的諸多結構性分歧，如貿易逆差、技術轉讓、外資准入等；另一方面，近年來中國經濟已由依靠外需帶動轉向依靠內需帶動，國內市場潛力巨大，進一步擴大對外開放與擴大內需

可以相互促進，諸多因素疊加使進一步擴大對外開放的必要性顯著提升。截至目前，相關政策已延伸至包括擴大進口、提振出口、放款外資准入、知識產權保護、擴大金融業和服務業對外開放等在內的諸多領域，中美經貿磋商也在積極進行中。

## 本輪重在減稅降費與開放

從上述分析中可以看出，總體思路上，本輪刺激政策着重強調減稅降費和開放的作用，同時實施逆周期調節，在貨幣和財政傳統政策工具的運用上注重區間、定向調控。基本符合高層強調的「不搞大水漫灌」，但效果目前尚未體現。(本文有節刪)

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。



■北京2022年將主辦冬季奧運會，有利冰雪運動發展。資料圖片