

聯儲放鴿不斷 全球股市回暖

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

2019年1月，美聯儲持續釋放較為強烈的鴿派政策信號，推動全球無風險利率下行，投資者風險偏好有所回升，全球股市回暖。影響海外股市的兩大關鍵經濟因素是無風險資產收益率和未來盈利增長（對於中國股市而言，還要考慮宏觀調控與金融監管等政策因素），海外股市整體表現長期來說與經濟整體增長、企業盈利能力和市場估值相關。1月，美國10年期平均國債收益率從12月的2.83%降至2.72%，中國10年期平均國債收益率從12月的3.32%降至3.12%，德國10年期平均國債收益率從12月的0.27%降至0.21%，日本10年期平均國債收益率從12月的0.054%降至0.0069%。

在2019年1月議息會議上，美聯儲維持聯邦基金利率的目標區間在2.25%至2.5%不變。聯邦公開市場委員會（FOMC）認為，

勞動市場持續表現強勁，經濟活動增長穩固；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，但固定資產投資較去年年初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。

措辭轉軟顯前景憂慮

筆者認為，與2018年12月議息會議相比，2019年1月議息聲明的基調更加鴿派。美聯儲刪除「進一步漸進加息」的措辭，並表示在必要時會調整資產負債表正常化計劃。同時，美聯儲對經濟和通脹前景的信心有所下降，刪除「經濟前景面臨的風險大體平衡」的措辭，將經濟活動增長「強勁」的表述變為經濟活動增長「穩固」。

美聯儲2018年12月議息會議紀要傳遞出鴿派基調。FOMC認為，在2018年12月加息25個基點後，當前利率已經處於或接近中性利率區間的下端。本次會議紀要顯示美聯儲內部重點討論經濟下行風險，包括全球經濟放緩幅度超出預期、前期財政刺激效果快速減弱、貿易緊張局勢加劇、持續加息導致金融狀況收緊、公司盈利增長前景不明朗以及股市大幅波動等。

另外，美聯儲主席鮑爾也釋放較為強烈的鴿派政策信號，表示美聯儲在加息將保持耐心，將密切關注未來經濟發展狀況和金融市場變化（包括市場擔憂）。如果有必要，將改變其縮表政策。

筆者判斷，美聯儲近期持續釋放較為強烈的鴿派政策信號，應該是意識到資本市場對美聯儲加息前景的悲觀預期可能是導致2018

年第四季美股大幅下跌的原因之一，如果投資者恐慌情緒進一步蔓延將會引發更大的拋售潮，進而導致股市崩盤及經濟衰退。

美加息周期已近尾聲

隨著貿易摩擦的政策成本加速顯現，第一輪稅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以及全球經濟增長下行風險增加，2019年美國經濟增速或將明顯放緩。筆者預計，美聯儲2019年僅加息1次，本輪美聯儲加息周期已接近尾聲，這將為資本市場穩定運行創造良好環境。

貿談或回吐港股升幅

港股方面，在決策部門的穩增長政策近期集中發力，美聯儲持續釋放鴿派信號，中國人民銀行貨幣政策的空間調節進一步增大，人民

幣對美元匯率企穩升值以及估值處於歷史底部區域等多重利好因素支持下，港股市場人氣有所改善，恒生指數1月實現8%左右漲幅。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。

隨著未來政策發力重樹市場信心，港股長期投資價值將凸顯。不過，當前港股市場信心仍然比較脆弱，投資者預期尚不穩定。2019年1月，南向資金累計淨流出人民幣29億元，表明投資者的情緒仍然比較謹慎。如果未來經濟增長下行壓力進一步加大以及中美貿易談判過程反覆拉鋸，投資者的風險偏好可能持續受到影響，港股市場或將大幅波動。

（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。）

港股提防資金先走為敬

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

港股在豬年首個交易日略嫌失色，但亦相當合理，畢竟最關鍵的中美貿易爭議未除，在限期前愈是不能盡快解決，投資者則愈有可能先走為敬，減持部分於1月累積的短炒倉位，先行獲利。

對於風險胃納增加，可說是全球性。對於各資產類別都存在，整個1月都如是。根本原因是去年已經超前反映，把悲觀和不利因素提早反映在資產價格上，到1月重新部署，配置不同組合之時，短線操作為市場帶來一點動力。而消息面最好解釋的，自然是憧憬各種不明朗因素有望解決云云。

減少高槓桿防壞消息殺到

可是正因如此，大家反而是小心準備，這種短期市場動力和情緒，可能已經過了合理範圍，未必可以在季內餘下日子持續。中線部署而言，最佳戰術是減少高槓桿，換來的是，就算壞消息突然殺到，都不會措手不及。大家作壁上觀，自然是窄幅上落居多。

這也不只是港股本身，全球皆然。大家不妨看看，不受農曆新年假期影響的國際市場，以全球最流通的黃金為例，即可得見。

去年第四季開始，美聯儲看來已改變

加息步伐，儘管尚未排除再加息的可能，但重點已是強調耐性，要等更多經濟數據，讓形勢清楚一點，究竟是否需要較多或較少經濟刺激。數據並非一面倒，故此央行絕對有理由可以停一停、等一等，尤其它是以數據為本，沒有必然的既定時間表。

如此一來，一些偶爾的隨機震盪，例如勝預期的非農數據，便壓抑了對於更多經濟刺激的預期和情緒，令金價亦只能在窄幅運行。這個預測，正好就是上週所發生的，亦很可能是本週末幾天繼續的情況。

特朗普不確定性影響擴散

對於經濟數據，很多人一方面擔心，但另一方面，眼見非農數據勝預期，卻又不明所以。其實事情很簡單，愈來愈多經濟體系要承受美國總統特朗普不確定性的現實。國際貿易這一回事，從原理上說，必然是雙方皆有利之事，如今被壓下去，最終令所有人都有麻煩，包括發動貿易戰的一方。

當然，萬一較強的經濟體面對經濟放緩，則較弱的經濟體系所面對的受害肯定更深，所受打擊亦較大。全球各地經濟已連在一起，這是事實，至於人們，



中美貿易爭議未除，投資者有可能先走為敬，減持部分於1月累積的短炒倉位，先行獲利。 彭博社

包括選民、政客、投資者及監管當局等如何面對，則是另一回事。

無可置疑，未來數季，愈來愈多地方的央行將下調經濟預測，甚至其指標利率。整件事讓匯市走勢較混亂，畢竟兩個貨幣的交換比率是個相對價格的概念，除非某個貨幣假設不變。故此，不

必對美元看得太悲觀，尤其大家明白上文解說的現實情況。看好和看淡美元的因素互相抵消，造就窄幅波動。如此說來，豈不又是上文提到的，靜待大變動的上落格局？

（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

科創板裨益兩地投資者

丁昱超 海富通資產管理(香港)行政總裁; 黃赫男 業務發展經理

上海證券交易所將設立科創板並試點註冊制，內地主管部門最近推出科創板實施細則。與港交所之前的重要改革（允許特殊股權結構和未盈利生物科技企業上收據）相比，上交所科創板在上市條件上作更寬鬆的規定。

豐富選擇 資產配置有利

未盈利的創新企業都可以上市……細則剛一公佈，就引發香港金融業尤其是資本市場相關人士的憂慮，擔心上交所的科創板會對方興未艾的香港資本市

場新經濟板塊構成衝擊，擔心上海會搶走可能來香港上市融資的內地新經濟企業。

筆者認為這種擔憂大可不必。市場經濟的本質就是競爭，良性競爭有利市場健康發展，增加消費者的選擇。金融行業更不是例外，更豐富的市場和產品選擇有利於投資者對金融產品的估值和定價，從而有利於投資者的資產配置和收益。

良性競爭 定價客觀健康

去年港股新經濟股大面積破發，使大

量新股投資者遭受損失。這固然有投行在定價方面的問題，但也與市場供需失衡有關。如果上海也有新經濟企業上市，定價方面勢必形成對比，增加了選擇和供給，會給資管行業增加選擇，對於保障投資者的長遠利益大有裨益，也能給香港資本市場新經濟板塊形成更加客觀和健康的定價，對於香港的世界金融中心形象也是非常有利。

從大格局來看，以中國經濟腹地之深邃，是容得下香港和上海兩個金融中心。

我們難以想像同時存在一個死氣沉沉的上海資本市場和一個生龍活虎的香港資本市場，這不僅會造成資金外流，也必然是不可持續。因為沒有內地良性的資本市場，香港作為內地企業出海的橋頭堡，必然是一種「孤島繁榮」。而如果没有香港的資本市場繁榮，內地的科創板沒有國際先進的模仿對象，也不會實現快速發展。

上海科創板與香港新經濟板塊，並非鹿死誰手，而是良性競爭，資本市場雙星閃耀，是滬港之福，更是中國之福！

科創板開啟中國資本改革

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

1月30日晚，中國證監會公佈科創板公開發行及持續監管的重大舉措，科創板及其試點註冊制將正式落地。筆者認為，A股嚴格的利潤要求管理並不完善，部分企業或可以通過關聯交易等手段粉飾盈利，虛增收入，滿足上市要求，之後盈利能力每況愈下。相反，試點註冊制、嚴格執行退市制度，寬進嚴出，維持良好新陳代謝、將優勝劣汰的選擇權還給市場，方能有助於真正優質的科技企業脫穎而出。這也恰恰說明設立科創板符合市場化需求，恰逢其時。

加強資本監管勢在必行

近期A股集中出現因商譽減值導致的業績變臉，截止到1月31日下午6時，101家A股上市公司公佈其2018年年度業績中預虧下限超過10億元人民幣，遠高於2017年的19家。多家公司前三季度淨利潤仍是正數，第四季度巨虧後業績反而轉盈為虧，業績變臉，其中不乏前期部分野蠻生長、靠併購迅速擴張、無形資產較多的小型科技公司。

這次大批公司業績預虧的原因要追溯到1月4日財政部會計準則委員會的商討，委員會討論對商譽減值進行攤銷，而非減值測試，曾經高溢價收購的企業當期利潤會受到較大影響。此後2019年一季報業績預披露中馬上出現了大面積虧損和商譽減值，企業擔心未來連續三年利潤無法覆蓋商譽攤銷虧損，會被迫退市，便選擇在還可以一次性大幅減值的時候提前操作。

冰凍三尺非一日之寒，上市公司集體業績「洗澡」反映出公司治理之路任重道遠。首先，存在部分公司借減值轉移公司資產，通過大舉併購、買入劣質資產、做出虛高業績抬升股價、減持質押套現、再趁大幅減值勾銷過去虧損等一系列操作實現變現，現有的管理制度沒有對此類現象作出強有力約束。

A股市場在上市公司治理上任重道遠，一刀切式的管理並不能保護投資者，未來資本市場仍需要進一步的改革創新。科創板的推出標誌着中國資本市場已經在通往市場化、國際化的改革方向上邁出了重要一步，未來在法制化方面仍需盡量完善。

實際上，目前科創板已設立嚴格的退市標準，除「寬進」，亦要求「嚴出」，觸及終止上市標準的，股票直接永久終止上市。然而，主板創業板的退市制度還不健全，沒有真正到。2000年以來820家公司實施了ST，同時722家公司撤銷ST，撤銷率達到88%，退市規則執行效果差，未來完善退市機制仍是改進方向。此外，提升資本市場法制化水平，嚴格規範上市公司市值管理行為、防止業績操縱、內幕交易，保證信息透明，避免科創板淪為部分企業圈錢的新場所。

總而言之，科創板是國家大力推進資本市場改革、樹立國際競爭力的橋頭堡、試驗田，未來隨着更多改革項目的落地，在實現市場化、國際化的基礎上，沿着法制化道路改革，資本市場將更好地服務於產業結構升級，為經濟發展提供資本助力。（節錄）

價值投資者入場鑄底

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周美國就業數據好於預期，但在非農數據披露之前，美聯儲表態十分鴿派，這使美元LIBOR和中長期美元國債利率都有所下行。雖然美元利率有明顯下行，但歐洲經濟增長預期下調，以及中美貿易爭端解決難度上升因素推動美元匯率上行，這也使得美元/離岸人民幣匯率上週回吐前一周的漲幅。內地上周休市，而前一周人民幣利率仍有小幅回落，因為美元利率下行更多，人民幣與美元利差有所恢復。港幣HIBOR上兩周也有所下行，港幣與美元利差維持在歷史較大水平。較低的HIBOR，使得香港房價開始企穩，港幣匯率已經鄰近聯繫匯率的下限水平，這會制約HIBOR進一步的下行空間。

房地產跑出 大宗商品回落

過去兩周全球市場略有上行，上周美股外的主要市場出現不小跌幅。近一季，房地產已經是發達市場表現最好的一級行業了。新興市場的一級行業表現較好，但房地產也是近3個月表現最好的一級行業。與全球股市的走勢基本一

致，原油為代表的大宗商品也出現回落。

上兩周港股上行1.37%，小型股則升4.66%。交易額方面，受假期休市影響，與之前數據不太可比，但從日均交易來看，港股資金面似乎有所好轉。從行業看，上周除公用事業與能源股以外，其他一級行業均有所上漲。其中，材料、可選消費和房地產股表現較好。從最近3個月看，房地產也是表現最好板塊。

市場預期投放流動性持續

上周A股休市，前一周則基本持平，不同市值的板塊表現有較大的分化，表現最好的是大型股和低P/E股票。A股日均交易額也有所下降，資金繼續向大型股集中。A股一級行業的表現仍有較大的分化，熱炒5G概念的退潮後電信服務股有較大跌幅；而金融與房地產股表現較好，則主要得益於對經濟刺激政策的期望。近期最好是日常消費股，這一板塊有較多符合長期價值投資標準的股票，這類價值投資者正在逐步

題為編者所撰。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。