

中美談判反覆或成常態 股市震不停

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，投資者對中美貿易政策不確定性和貿易摩擦升級的預期升溫，市場避險情緒上升，人民幣匯率承壓。港股市場面臨較大下行壓力。回顧上周行情，恒生指數跌2.22%，收於27,946點，國企指數跌2.11%，收於27,946點，南向資金淨流入人民幣89億元。行業板塊方面，上周所有板塊均收跌。其中，資訊科技業下跌5.58%，表現最差，主要是由於中美貿易摩擦再度升級令手機產業鏈板塊大幅承壓；消費者服務業和工業也表現較差，分別下跌4.16%和3.82%；能源業下跌1.13%，表現相對最好，主要是國際油價反彈利好石油股表現；防禦類的公用事業和電訊業表現也好於大盤，分別收跌1.40%和1.80%。

當今世界經濟的全球化程度已達到非常高

的水平，主要國家通過深度參與全球產業鏈分工已融為一體，可謂「一榮俱榮、一損俱損」，貿易戰對全球經濟的影響非常大。中美作為全球最大兩大經濟體，在世界經濟總量中佔比分別達到16%和24%，在全球商品貿易中佔比分別達到12%和11%，中美之間很難在不損傷本國利益的情況下通過貿易戰來遏制對方。由於在貿易關係中，美國偏向需求方面中國偏向供給方，互徵關稅對中國經濟增長的影響大於對美國經濟增長的影響，對美國通脹的影響大於對中國通脹的影響。貿易關稅大幅上升將推升通脹壓力，使美聯儲陷入加息與否的兩難境地，最終以刺破美股牛市高估值泡沫和結束美國經濟擴張周期收場。

隨着貿易摩擦的政策成本顯現，第一輪稅收的刺激作用逐步消退，全球經濟增長下行

風險增加，2019-2020年美國經濟增速或將明顯放緩。截至2019年3月，美國本輪經濟增長已經長達116個月，是美國歷史上第二長的經濟增長周期，僅次於1991年至2001年的120個月。上周，3個月期美債收益率比10年期美債收益率高出5個基點，過去幾個月以來已多次出現倒掛現象。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。

短期大跌 最佳買入時機

筆者認為，歷史經驗表明，世界第二大經濟體經濟在趕超第一大經濟體的道路上並不平坦。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，特朗普政府並不是簡單從平衡貿易收支角度出發，而是意味着對華戰略定位已經發生重大轉變。面對特朗

普政府的咄咄逼人，中國政府表態已備足了政策工具箱，做好了全面應對的準備。預計未來中國將不斷深化改革，擴大開放，實現經濟高質量發展，同時中國也將採取相應有效的反制措施，捍衛國家利益，進行有力反制也是為了今後更好的談判。預計未來中美貿易戰充滿複雜性、反覆性和長期性，中美雙方或時打時停，以打促談，談不攏再打或成一種常態，可能會持續影響投資者的風險偏好，股市市場或將繼續大幅波動。

如果中美貿易摩擦升級導致股市市場大幅下跌，這恰好是難得的中長線最佳買入時機。4月召開的政治局會議首提科創板，體現了中央決策層對資本市場深化改革的高度重視，資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，資本市場長期向好趨勢值得期待。

重點關注內需相關板塊

行業板塊方面，筆者建議重點關注內需相關板塊。在當前中國經濟轉型升級和中美貿易摩擦加劇的背景下，未來內需對經濟增長的作用將處於更加突出的位置。更加積極有效的財政政策有望提高居民實際可支配收入，為擴大內需提供良好的發展基礎，直接利好大消費板塊。筆者比較看好由低收入階層收入提高帶動的基礎消費提升，以及由中收入階層收入提高帶動的消費升級，包括電訊、食品飲料、基建、國產自主可控技術、銀行、房地產、家電、教育等板塊。(本文為筆者個人觀點，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。)

日圓回吐漲幅 人幣維持疲弱

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

在過去兩周，中美貿易談判是市場關注的焦點，從美國總統特朗普突然發推特威脅向中國加徵關稅開始，雙方的矛盾再次爆發，且互不相肯鬆口不肯退讓，也尚未確定下一次談判的時間。在沒有新的進展下，市場情緒暫時從極度擔憂中走出來，安全資產回吐漲幅。

”

恐慌指數VIX在本月開始重新恢復波動，單日上漲下跌一兩成變成常態。VIX在上周一大漲28.12%後回吐漲幅，最終結束四周連陽，下跌0.5%。

經濟數據樂觀 美匯反彈

雖然美聯儲已經暫停了加息的腳步，美匯指數動能明顯減弱，但美國經濟相對其他貨幣仍有優勢，整體經濟數據據算樂觀，故而保持在高位震盪。在避險情緒升溫下，美匯指數一度從98水平回落，回測97的支持。上周，擔憂情緒緩解，同時又有經濟數據的支持，包括4月美國房屋開工數增加超過預期，且5月費城Fed商業條件指數上升，密歇根大學消費者信心指數升至15年高點。美匯指數在50日線找到支持後，一路反彈，上周五更是一度重返98水平，結束兩周連跌，反彈

0.68%。受到中美關係影響最直接的是人民幣。離岸人民幣原本圍繞6.7關口窄幅震盪，但從5月的第二周開始突然加速下跌，上周一更是在特朗普威脅向中國加徵關稅後，便進一步下跌，跌破6.9關口。隨後延續跌勢，不斷創新低，逼近6.95一線。如此一來，在過去兩周就累積了逾3%的跌幅，而破7的擔憂也隨之升溫。不過人行據傳會採取外匯干預及貨幣政策工具確保短期人民幣不要跌破7這個關口，人行官員也不斷發聲，表示出對人民幣的信心，希望能為人民幣護盤，人民幣短線的確有所回升，但整體仍是保持疲弱。

降息可期 澳元紐元沽壓增

澳元也受到影響，畢竟貿易聯繫緊



在眾多不確定性影響下，美聯儲暫停加息步伐，削弱美元上升動力。不過相對其他商品貨幣，美元仍然偏強。資料圖片

密。不僅如此，澳大利亞經濟下行壓力大，失業率上升至8個月新高，經濟增長低於趨勢水平，通脹保持疲弱，雖然上次沒有行動，但減息的預期進一步增強。澳元從上周開始進一步加速下跌，上周五低見0.6865，連續下跌五周累挫4.25%。紐西蘭貨幣也同樣受壓。在開啟發達國家降息第一槍後，紐元繼續下探，在過去8周裡面，有7周收跌，共累計逾5%的跌幅，短線將測試0.65的支持，料仍有下行空間。日圓從五月開始加速走高。美元兌日圓

自112水平回落，跌破50和100日線後，更很快跌破110一線，上周一曾低見109.02。不過隨着市場情緒改善，日圓回吐漲幅。美元兌日圓從低位反彈，重返110一線，上周結束四周連跌，升0.12%，繼續在原有的108至115的區間上落。此外，脫歐的問題繼續受到高度關注。英鎊在月初初稍微嘗試了一下1.32水平，隨後回吐漲幅，尤其是從上周加速下跌，連續下挫5日，累積了2.11%的跌幅，創4個月低點。(筆者為證監會持牌人士，並無持有或所涉股份之財務權益。)

貿戰陰霾未散 美股回調降低過熱風險

Liz Ann Sonders、Jeffrey Kleintop、Brad Sorensen 嘉信理財

假如你在最近一輪美股升勢獲利後，投資組合內的股票持仓偏離了原來的長期投資計劃，趁高獲利不失為明智之舉。

美國股市於12月底從「近乎熊市」的低位反彈，在連創新高後始見橫行，其後再因中美貿易糾紛升溫而逐步回落，我們認為，股市回調風險增加，但將有助紓緩過熱的投資者情緒，並帶動估值從近期的偏高水平重返正軌。中美貿易談判形勢令人無從稽考，糾紛或有機會再升溫，令全球股市和經濟進一步受壓。有見及此，投資者應繼續採取分散投資策略，涉獵不同資產類別，分散風險。

常作為極端市況下的逆向投資指標的NedDavisResearch(NDR)每日交易情緒綜合指數亦顯示，市場氣氛進一步升至極度

樂觀水平。

投資者情緒持續過熱

此外，我們正處於歷史上美股一年中表現較疲弱的月份，加上一些投資者亦奉行「五月離場」的說法，市場或會承受額外沽壓。無可否認此說法有其參考價值，但我們並不主張因個別月份而採取「非黑即白」的交易策略。

正如上述提到，投資者情緒持續高漲，正由於他們並無急於入市，暫時未有出現「離漲」的風險。

而箇中又有何啟示？我們相信，較大幅度的美股回調可以紓緩市場氣氛過熱及估值過高的情況。然而，我們認為隨着經濟週期進入尾聲，衰退風險將會增加。假如

去年市場跌至近乎熊市的情況並非短期經濟陷入衰退的示警，美股有可能將重拾升勢。

不過，若然美國學息曲線再度趨向倒掛，中美貿易談判破裂或經濟數據持續低迷，屆時美國經濟可能一反市場預期，加快陷入衰退，並危及股市表現。目前而言，我們對美股維持「中性」評價，建議投資者守守長期股票投資部署，切忌因一時升市而「過於進取」。

聯儲局扭轉加息立場

經濟方面，現時情況並不一定一片風平浪靜。據我們所見，美國經濟的一些隱憂現正逐漸浮現。作為重要經濟領先指標的首次申請失業救濟金人數於過去數周逐漸

上升，而4月份供應管理協會(ISM)製造業及非製造業指數雙雙遜於預期，其中製造業新增訂單數目明顯下降。

去年底美國聯儲局徹底扭轉加息立場，帶動市場掀起升勢，在2018年12月加息一次後，自2019年1月至今按兵不動。事實上，從目前聯邦基金期貨市場的價格走勢來看，投資者預期聯儲局下一步將會減息。鑑於美國聯儲局最近發表聲明，並在議息會議上強調「聯邦公開市場委員會將保持審慎觀望態度」，並不會急於落實下一步政策舉動；在利率走勢升跌難料情況下，市場此番轉態未免過於倉促急進。我們將繼續留意美國聯儲局委員對下一輪數據的反應及言論，藉此窺探未來的政策取向。



中美貿易升溫，拖累港股大幅下挫。資料圖片

中美貿易緊張關係進入新階段

陳致洲 宏利資產管理亞洲區(日本除外)股票投資部首席投資總監

經過數月來雙邊貿易談判取得明顯進展後，美國出乎意料地宣佈，自2019年5月10日起，將中國2,000億美元進口商品的關稅上調至25%，並威脅將對所有中國進口商品徵收關稅。中國政府就此作出回應，宣佈自2019年6月1日起，對美國600億美元進口商品徵收最多25%關稅。全球兩個最大經濟體之間的緊張關係升級，令投資者對往後發展感到疑惑。在本文，筆者作出全面分析，助投資者了解各種可能出現的情境，解決現有爭議。

雙方料最終將能達成協議

經過11輪雙邊貿易談判，中美兩國(再度)進入緊張局勢升溫的階段，打破2018年12月雙方同意暫停增加關稅和繼續談判的平靜局面。然而，事態發展仍符合我們的基本預測；我們認為在中美貿易談判期間，短期

波幅將會加劇，但雙方最終將能達成協議，避免觸發一場環球貿易戰。

無可否認，貿易緊張局勢正升溫，但相信由於受到各自的限制，中美兩國不易在貿易衝突中進一步提高賭注。重要的是，美國對中國商品加徵關稅或會損害美國經濟，而中國經濟情況可以說較一年前為佳。

徵收關稅損美國經濟實力

儘管美國的通脹環境仍然良好，但我們認為自2018年6月美國首次對中國商品徵收關稅以來，其經濟實力已經減弱(2018年第二季國內生產總值增長率為4.2%，對比2019年第一季的3.2%)。下一輪關稅針對逾3,000億美元進口商品，對消費者及零售商造成的影響可能比前兩輪關稅更大，可能導致消費品價格上漲，零售商利潤下降，以及可動用收入減少。

相比之下，中國的形勢可說是較去年有利。內地經濟狀況良好(2019年首季國內生產總值增長為6.4%，而2018年第二季增幅略高一點，為6.7%)，政府選擇採取定向貨幣及財政刺激措施來推動經濟增長，並推出主要針對消費者的政策，以緩和整體經濟受到的任何負面影響。雖然中國經濟無可避免受到額外加徵關稅拖累，但我們認為中國政府對未來的挑戰保持警覺。

中美貿易協議有4種可能

隨着貿易緊張關係進入一個新局面，我們認為投資者必須了解可能達成協議的不同情境，及其帶來的啟示。

第一種情境是中美之間達成貿易協議，取消自2018年以來加徵的額外關稅。這對市場來說是最佳結果，因為這標誌着貿易緊張關係象徵性結束，以及雙方承諾尋求長期解決

方案。目前，我們認為這是短期內發生機會率最低的情境。

第二種情境是達成貿易協定，但現有關稅(包括2019年實施的新一輪關稅)保持不變。我們認為，這是最有可能出現的結果。即使這為雙方達成最終協議提供框架，但我們的基本預測認為，兩國之間的摩擦將持續。

第三種情境是無法達成貿易協議，雙方繼續收現有關稅。

最後，第四種情境是加徵更多關稅或貿易談判破裂。在這種情境下，兩國之間的緊張關係進一步升級，包括對進口商品加徵額外關稅。

投資者對近期中美貿易爭議升級和環球貿

易戰前景焦慮不安是可以理解的，但我們認為最初提出的基本預測仍然是最有可能出現的結果：短期波動，雙方最終達成協議。關稅必然會損害中國，但中國政府有空間推出進一步刺激措施，抵消持久貿易爭議對經濟造成的負面衝擊，例如以經濟增長引擎內需的政策為目標。消費佔2018年整體國內生產總值比重超過70%。

同樣地，美國經濟動力已經減弱，下一輪關稅對國內消費者及零售商造成的損害可能比過往嚴重。按目前情況來說，達成取消關稅協議的可能性最低，但我們認為雙方達成協議，保留現有關稅並為未來達至最終協議提供框架，比全面爆發貿易戰的可能性較高。

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。