# 美聯儲或啟新一輪降息期

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察



市場對美聯儲今年降息預期進一步升溫, 投資者避險情緒有所回落,港股市場小幅波 動。回顧上周行情,恒生指數上漲0.24%, 收於 26,965點,國企指數下跌 0.51%,收於 10,334點,港股日均成交金額為769.1億港 元,較上周有所下降,南向資金淨流入人民 幣16億元。

行業板塊方面,上周各板塊漲跌互現。其 中,電訊業上漲3.28%,表現最好,主要是 受益於工信部正式宣佈發放5G商用牌照的 政策利好;綜合業和地產建築業也表現較 好,分別上漲1.91%和0.90%;能源業下跌 3.11%,表現最差,主要是受近期國際原油 價格回落的不利因素影響;原材料業和消費 者服務業表現也差於大盤,分別下跌2.17% 和 1.69%。

隨着貿易摩擦進一步升級,美國經濟下行

風險加大,美聯儲釋放出降息信號。美聯儲主 席鮑威爾在近期的演講中表示,美聯儲正在密 切關注貿易談判對美國經濟前景的影響,美聯 儲將一如既往地採取適當的行動來保持經濟擴 張,這意味着他對降息持開放態度,市場對美 聯儲今年降息的預期進一步升溫。

#### 鮑威爾對降息持開放態度

根據美聯邦基金利率期貨推算,市場預計 美聯儲9月會議減息的概率超過90%。

筆者認為,中美作為全球兩個最大經濟 體,在世界經濟總量中佔比分別達到近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,中美貿 易戰必導致兩敗俱傷。IMF發佈的最新研究 報告顯示,因關稅上升所增加的成本幾乎全

部由美國承擔。關稅加徵後美國從中國進口 的商品價格大幅上漲,其中一部分由美國進

口商通過降低利潤率來承擔,其餘部分則轉

嫁給美國消費者。 中美貿易關係對全球貿易投資活動具有重 要溢出效應,中美貿易摩擦升級對全球經濟 增長前景構成嚴重威脅。5月IHS Markit全 球製造業PMI為49.8,較上月回落0.4個百 分點,是2012年11月以來首次跌至榮枯線 以下。從主要經濟體來看,5月美國ISM製 造業 PMI 為 52.1,較上月回落 0.7 個百分 點,創2016年10月份以來新低;5月中國 製造業PMI為49.4,較上月回落0.7個百分 點,再次降到榮枯線以下;5月歐元區製造 業PMI為47.7,較上月回落0.2個百分點。 其中,5月德國製造業PMI為44.3,創2012

年7月以來最低水平;5月日本製造業PMI

為 49.8,較上月回落 0.4 個百分點,再次跌 符合美聯儲釋放出更加鴿派的政策基調。 入收縮區間。

非農報告也表明美國經濟下行壓力加大。 美國勞工部上周五公佈5月非農就業報告。 數據顯示,美國5月非農就業人數新增7.5 萬人,遠低於預期的18萬人,同時,美國 勞工部將4月新增非農就業人數由26.3萬人 下調至22.4萬人,將3月新增非農就業人數 由18.9萬人下調至15.3萬人,兩個月合計下 調 7.5 萬人。5 月失業率為 3.6%,持平於 4 月,仍處於近50年低位。5月勞動力參與率 為62.8%,持平於4月;5月平均每小時工 資同比增長3.1%,低於4月的3.2%。

5月非農就業人數大幅低於預期,而且3-4 月非農就業人數也大幅下修,疊加5月平均每 小時工增速低於市場預期,也表明美國勞動力 市場正在快速放緩,美國經濟下行壓力加大,

#### 貿易摩擦累美步入衰退

筆者認為,隨着貿易摩擦的政策成本顯 現,第一輪税改的刺激作用逐步消退,以及 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,甚至可能陷入 衰退。上周,3個月期美債收益率比10年期 美債收益率一度高出28個基點,創2007年 以來利差倒掛最大值,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,美聯儲今年或將進入新一輪降息周期。

(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。本文任何内容 不構成任何契約或承諾,也不應將其作為任 何契約或承諾。)

# 央行紛轉鴿 全球感「股舞」

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

面對經濟增長下行壓力,不斷升溫的地緣政治風險,全球 央行開始不得不做出改變,醞釀一股減息潮,尤其是近期美 聯儲減息的呼聲明顯增多。

**允** 去年最後一季開始,美聯儲便停 **允** 下加息的腳步,其他主要央行也 下調經濟預期。直到今年,中美貿易 戰再度升溫,經濟增長放慢的擔憂加 深,新西蘭和澳洲央行先後宣佈減 息,智利央行在上周亦意外宣佈減息 50點子,是10年來最大的一次降息。 印度央行則宣佈今年來第三次降息, 並暗示未來繼續保持寬鬆政策。日央 行行長表示,如有必要可以採取更多 貨幣刺激措施

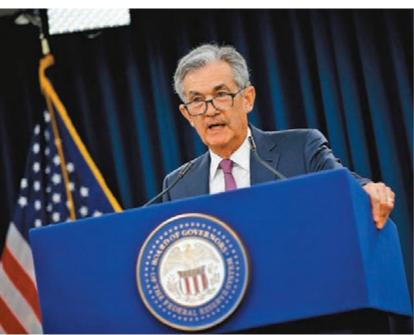
此外,歐央行雖然在上周貨幣政策 會議上保持利率不變,但據報有官員 對減息持開放態度。作為歐洲經濟火 車頭的德國,近期經濟數據疲弱,工 業出口雙雙大幅下滑,失業人數上 升,德國央行下調今年經濟增長預測 至0.6%。

#### 美聯儲減息預期升溫

美聯儲作為貨幣政策正常化的領頭 羊,原本對利率政策保守,近期倒是 美國非農新增職位數據僅為7.5萬 個,遠遜於預期的17.5萬個,工資增 速減慢,勞動力市場緊張。在此之 前,聯儲官員的發言為減息打開大 門。在美聯儲副主席和鴿派代表人物 布拉德表態後,主席鮑威爾表示在有 需要時採取合適措施以維持經濟擴 張,被市場解讀為暗撐減息。如今美 聯儲減息進一步升溫,7月減息預期 逼近八成,9月減息預期保持在九成 以上。

受到減息預期影響,最直接的反應 是美匯指數急挫。從5月底開始自98 的高位回落,隨後先後跌破50、100 和200日線,上周五沽壓明顯增加, 一度低見96.459,上周共挫1.23%, 測試上行通道的支持水平。

如果有進一步數據證明經濟所面對 的下行壓力,美匯指數雖然不至於急 跌,但將持續回落。10年期美債收益 率從去年11月高位開始下跌,資金紛 紛從股市轉向債市,5月更是迎來一波 急跌,失守2.2%一線,上周則主要維



■美聯儲主席鮑威爾暗撐減息的言論,令下月減息預期逼近八成。

持震盪調整,上周五一度創新低至 美元,隨後更是在減息預期下,進一

美國股市受到刺激,高開後延續升 勢, 道指連漲五日, 結束六周連跌, 標普和納指結束之前四周連跌。今早 亞洲股市也一片向好,A股反彈,創 業板大漲1.08%。恒指不但重上兩萬 七,更大漲逾600點。韓國和日本股 市亦上漲逾1%,

#### 金價回吐顯擔憂回落

金價從5月底開始突然增強動能 不但突破一直被限制住的每安士1,300 述股份權益)

步走高,上周五更是突破2月的高 位,最終收在1,340美元,已經連漲三 周。不過,在美墨達成協議後,擔憂 情緒回落,金價今早回吐漲幅,跌穿5

接下去還要繼續觀察更多數據,驗 證減息預期,包括本周即將公佈的通 脹數據等。不僅如此,貿易關係不穩 定性令投資者偏向謹慎,避險資產仍 有支持,各類資產波幅亦大。

(筆者為證監會持牌人士,無持有上

滬港融 囂

## 美數據差 利關稅談判

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上周美國勞工部公佈5月非農業就業職位增長大幅放 緩,就業職位僅增加7.5萬個,遜於市場預期的增加 18.5萬個。另外,平均時薪按年升幅3.1%,同樣較市 場預期為低。數據當中只有專業服務及醫療保健的就業 仍能繼續保持上升趨勢,其他行業如製造業、零售、運 輸等普遍沒有增長,反映受到中美貿易戰影響,企業無 意增加職位,美國經濟短期有所放緩,通脹壓力降溫 從利率期貨顯示,美國聯儲局於今年內有機會減息兩 次,市場再度憧憬聯儲局透過降息以避免美國陷入衰 退,帶動美股短期內上升。

#### 加徵關稅由美國人付

另一方面,美國與墨西哥和中國貿易關係取得進展, 改善原本市場悲觀的情緒。誠如筆者早前提及,美國正 承受着貿易戰帶來的負面影響,所加徵的關稅實際上已 轉嫁給國內消費者,另外有一部分則由美國進口商透過 降低其利潤而承擔。

上周五美國與墨西哥達成貿易協議,宣佈對墨西哥加 徵關稅的措施將無限期暫停。故筆者認為在美國經濟放 緩的這個背景下,若美國與其他國家能在談判中達到目 的的話,例如美墨最終在移民問題上達成協議,美國也 並非無沒有機會撤銷關稅以減低其對經濟的負面影響

因此,若將美墨的情況套用在中美談判上,雙方於本 月底G20峰會後達成部分貿談共識,或訂下重啟會談時 間表也並非完全沒有可能。雖然5月初美國宣佈向中國 貨品開徵25%關稅,然而措施遲遲未有實行,上周美國 更加表示將對中國2,000億美元中國商品加徵關稅至 25%的措施再延期兩周實行,加上早前美國對華為出口 零件的禁令延期90日,相關措施不利美國公司的盈 利,或限制美國總統特朗普在中美談判上較強硬的態 度。雖然市場一直認為中美最終或演變成「新冷戰」, 惟特朗普會否選擇在現時美國經濟漸見疲弱的時候出 手,筆者認為市場仍需要時間觀察

#### 人民幣大跌壓力紓緩

至於上周人民銀行行長易綱表示人民幣匯價並非不能 穿7,拖累人民幣兑美元持續下跌至執筆時約6.95左右 水平。惟筆者隨着市場憧憬美國聯儲局降息,美元指數 逐步轉弱,或能紓緩人民幣再度大跌的壓力,整體有利 新興市場股市,加上中美談判氣氛似乎有所改善,有利 港股反彈,恒指短期目標為250天移動平均線,即



市場觀察 特朗普會否 在國內經濟 漸見疲弱 時,再度於 中美談判中

出手。

美聯社

### 灣區「保險通」給滬港啟示

**左佳明** 利佳健康服務有限公司總經理 北美、中國精算師

作為三大國家級城市規劃之一的粵 港澳大灣區,是中國建設世界級城市 群和參與全球競爭的重要空間載體。 大灣區發展規劃中,醫療行業、保險 行業發展是其中重要範疇,其中保險 通對於港人「跨境養老」、「跨境醫 療」,乃至灣區人民養老、醫療水平 都有十分積極的作用,下面這幾點成 為討論的焦點。

1、商業醫保:兩地就診醫療記錄的 認同。愈來愈多內地人購買香港商業 醫保,亦有不少擁有商業醫保的港人 於大灣區工作,保險業已開放香港保 險業於大灣區設立保險服務中心,以 業內人士認為或可效仿股票通的封閉 處理索償、繳交保費及查詢等,如若 醫療業可以互通醫療記錄,甚至打通 醫院網絡,會令索償的便利性大大增 制,其分紅或支取金額可原路返回內 高,亦對灣區人民醫療看病乃至醫療 地,亦可以商定額度。。 水平的發展起到積極影響。

套商業養老保險及商業醫保同步。

3、儲蓄保險:資金往返問題,保費 監管及要求不同,實現產品的跨境銷

資金外匯問題需要進一步深入研究。 式資金往返形式,內地人在香港保險 公司保單給付或可探討原路往返機

4、產品差異:香港高保額重大疾病 2、跨境養老:香港商業年金險的境 及高端醫療保險的十分多元化,而內 內支取。香港特區政府提出灣區跨境 地在大眾化保險產品上及互聯網銷售 養老的提法非常具有前瞻性,可以配 上的突破非常具有學習價值。兩地產 品有差異化互補效果顯著、但因產品

售需要跨境監管支持。

除前面提及問題外,保險通還有諸 多細節問題,比如兩地某些產品定價 假設及方法不同,是否需要統一?跨 境銷售產品是否需要兩地的監管同時 報備和審批?其要求規定是否需要同 時滿足兩地要求?

從熱議的話題中我們可以看到,醫 療、養老這些民生核心始終是大家最為 關注,是新政策出台時大家最直接的聯 想。滬港的合作在醫療通、保險通中能 不能有所參與、借鑒甚至突破呢?

# 量化緊縮時代即將告終?

Arif Husain 普信國際固定收益部主管

貿易關稅威脅重現,而早在貿易 談判進展急轉直下之前,量化緊縮 政策已有即將結束的跡象。不過, 關稅威脅倘若持續,或會促使各國 央行在年內更趨審慎。

量化緊縮政策告終標誌金融市場 形勢發生重大轉變。定息資產方 面,核心政府債券有望錄得正面回 報,並再次成為避險資產。例如, 美聯儲暫緩加息令國債孳息率創新 低,故利率在市場受壓的情況下將 有更大的回升空間。

在這種市況下,投資者或會考慮 續造好。 持有長存續期資產以分散配置和迴 避股市風險。

### 各國央行取態未統一

目前,市場正關注央行之前傾向 緊縮但現已轉向的國家,例如韓國 和瑞典等,以及先前按兵不動但現 已減息或料將減息的國家。於上星 際成本已有所降低。

期宣佈減息的澳洲便是例子之一, 是次減息預計將刺激國內放緩的經 濟步履。然而,由於中國經濟未見 反彈,澳洲單憑放寬貨幣政策提振 經濟的機會不大。

不過,並非所有央行都將放棄緊縮 計劃,因此如何選擇投資地區至關重 要。以挪威和英國為例,兩國未來因 通脹壓力而加息的機會實較大。

量化緊縮政策即將終止的看法亦 可能對貨幣市場造成衝擊,但值得 一提的是,年初至今美元表現仍持

#### 美國定息資產料受青睞

美國增長雖已放緩,但仍勝過大 部分已發展國家。美聯儲暫停加息 令美國定息資產更受外國投資者青 睞。此外,由於市場已消化加息因 素,故利用外幣對沖美國資產的邊

### 貿戰長期化 估值安全更重要

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

美國近期披露PMI和就業數據均要大幅低 於預期,加上中美貿易爭端陷入僵局,使得 美聯儲的立場明顯調整。美元短期利率因此 的價格仍在下行,顯示對於宏觀經濟預期的 大跌,收益率曲線的倒掛也大幅緩解。也使 得美元匯率也有明顯下行。但人民幣匯率仍 有所下行,主要是因為中國政府的匯率表態 與之前明顯不同,這很可能是為應對中美貿 易爭端的長期化和可能的升級,但人民幣匯 率出現大幅下跌的概率很低。

### 中美經濟降溫

上周中國經濟數據進一步確認經濟的降 溫,中長期人民幣利率也有所下行,但與美 元的利差仍在持續拉大。港幣利率在近期則 有溫和上升,與美元的利差持續收窄,已經 近幾年最低水平左右。而離岸人民幣利率有 明顯下行,這一般被認為是做空人民幣的成 本,此利率下降顯示中國人民銀行對於人民 幣匯率較放任的態度。

雖然美國經濟數據走弱,但受到美聯儲可 跌幅最大。 能降息的影響,標普500指數大漲4.4%,歐

洲與日本市場也有2%以上的漲幅,而新興市 場上周表現一般。以石油為代表的大宗商品 進一步弱化。

恒指上周上行0.24%,但中小型股有所下 跌。港股交易額下降到近幾年的較低水平, 交易額的降幅正明顯放緩。港股通與陸股通 方面,在持續近2個月的內地資金流出之 前,資金又開始回流。一級行業表現較為分 化,因為5G牌照發行,表現最好的是電信服

務股,最差的則是醫療保健與能源股。 A股有較大跌幅,萬得全A股下跌3.37%, 主要市場指數均創今年來新低。大盤股的表 現要好於中小盤股,高估值股票的跌幅也遠 大於低估值股票,虧損股也下跌較多。中小 盤股因為之前漲幅較大,業績有所下滑,目 前的估值水平仍較高。兩融餘額再次回落, 顯示市場人氣仍在下行。所有一級行業都有 所下跌,金融股跌幅最小,醫療保健行業則

持續的貿易爭端,不僅影響中美經濟,還

在對全球經濟帶來負面影響,中美及歐洲近 期經濟數據都在持續走弱,IMF和世行也都 下調主要經濟體增長的預測。美聯儲因此在 上周調整原有的態度,這帶來短期美元利率 大幅下降和美股反彈。雖然中美兩國首腦有 望在G20會議上達成部分共識,但近期兩國 都在為爭端的長期化和可能的升級做準備, 爭端在短期很難得到解決。

### 趨勢投資者降

在此背景下,兩地上市公司的業績預期都 將有所下調,市場也將更為關注估值的安全 性,而不是成長性。港股目前的估值已經處 在歷史低位,只要宏觀經濟不出現大降溫, 恒指下行的空間十分有限。A股的大盤股的 估值已經較安全,而中小盤股則有較大的下 行空間,市場上價值投資者作用將上升,趨 勢投資者作用則在下降。

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。