環球經濟承壓 降息周期或重臨

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，科創板開市首周運行平穩，但國際貨幣基金組織（IMF）再次下調全球經濟增速預期，歐央行按兵不動，疊加地緣政治風險升溫，投資者情緒總體偏謹慎，市場交易量仍處於低位。恒生指數下跌1.28%，收於28,398點，國企指數下跌0.52%，收於10,853點，港股日均成交金額為662.3億港元，較前周小幅上升，南向資金淨流入人民幣57億元。

行業板塊方面，上周多數板塊下跌。其中，電訊業下跌4.04%，表現最差，主要由於市場擔心5G資本開支超計劃將影響運營商盈利能力；地產建築業和金融業也表現較差，分別下跌2.75%和1.68%；資訊科技業上漲1.58%，表現最好，主要由於中美經貿高級別磋商即將在上海恢復以及多家美企向美國商務部提出華為禁令豁免申請的利好消息令手機供應鏈股價走高；消費品製造業上漲0.85%，工業下跌0.19%，表現均好於大盤。

貿易摩擦拖累全球製造業

上周，國際貨幣基金組織（IMF）再次下調全球經濟增速預期。IMF認為，受到國際貿易摩擦加劇、英國脱歐不確定性的持續存在以及地緣政治緊張局勢加大能源價格波動等負面因素影響，全球技術供應鏈面臨威脅，全球經濟增長的下行壓力有所加大。因此，在7月《世界經濟展望》報告中，IMF將2019年的全球經濟增速預期由4月的3.3%下調至3.2%，為2008-2009年金融危機以來的最低增速，將2020年的全球經濟增速預期由4月的3.6%下調至3.5%。IMF每個季度發佈一次《世界經濟展望》報告，自2018年10月以來，隨着全球貿易摩擦逐步升級，IMF已經連續四次下調全球經濟增速預期。

中美貿易摩擦升級對全球經濟增長前景構成嚴重威脅。6月IHS Markit全球製造業PMI為49.4，較5月回落0.4個百分點，繼續處於榮枯線以下，並創2012年10月以來新低。從主要經濟體來看，7月美國Markit製造業PMI為50.0，較6月回落0.6個百分點，創2009年9月份以來新低；6月中國製造業PMI為49.4，較5月持平；7月歐元區製造業PMI為46.4，較6月回落1.2個百分點，創2012年12月以來新低。其中，7月德國製造業PMI為43.1，較6月回落1.9個百分點，創2012年7月以來新低；7月日本製造業PMI為49.6，連續3個月低於榮枯線。

近20家央行已宣佈降息

寬鬆預期升溫，全球央行開啟新一輪降息周期。2019年，在國際貿易摩擦加劇、地緣政治不穩定因素增多以及全球經濟下行壓力加大的背景下，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。數據顯示，2019年以來，全球範圍內已經有近20家央行宣佈降息。進入7月份，又有韓國、印尼、南非、烏克蘭和土耳其5家央行宣佈加入降息行列。在7月份貨幣政策會議上，歐央行宣佈維持三大關鍵利率不變，略低於市場預期。

不過，歐央行釋放出未來貨幣政策會更加寬鬆的信號。歐央行調整前瞻性指引，預計在2020年上半年前將關鍵利率保持在現有或者更低水平。歐央行表示，如果通脹前景不及預期將會立即採取行動，隨時準備好運用所有政策工具，這意味着歐央行未來有望出台更多量化寬鬆政策。歐央行行長德拉吉在新聞發佈會上表示，全球經濟增長放緩和國際貿易低迷繼續對歐元區經濟和通脹前景形成負面影響。

美國經濟可能陷入衰退

本周，美聯儲將召開7月份議息會議，市場預期美聯儲將會宣佈降息。如果屆時美聯儲按兵不動，將會令投資者失望從而導致股市下跌。筆者認為，在經歷長達近10年的經濟擴張後，隨着貿易摩擦的政策成本顯現，第一輪稅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，美聯儲今年或將進入新一輪降息周期，從而有利於提升投資者風險偏好，利好股票等風險資產。

本文為筆者個人觀點，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。

美國經濟數據佳 本月實不必減息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“外圍風險大，擔憂聲音增。IMF再下調全球經濟展望，不過近期美國數據顯示，保持穩定增長，整體樂觀。”

原本，投資者認為，7月減息幾乎是百分百，但，先來一個非農數據異常強勁，預期動搖，曾跌至100%以下。可是，鮑威爾聽證會後，又重新回到100%，並一直保持在該水平。隨後公佈的一系列數據，最要留意的是CPI和PPI，都屬強勁。6月剔除食品和能源價格的核心消費者物價指數，漲幅為2018年1月以來最高，和去年同期相比則上漲2.1%，好於預期。6月PPI按年上升1.7%，亦好於預期。

通脹數據受重視

通脹數據之所以重要，全因近期局方發言以至答問，多次提及的菲利甫曲線，即經濟學上通脹與失業取捨的關係。事實上，局方大員擔心，持續偏離通脹目標2%太久，有必要減息，盡快讓通脹預期改善，也要為此目標加大政策可信性。

其他數據方面，紐約聯邦銀行數據顯示，製造業指數由兩年半低位大幅反彈，升至4.3，大幅好於預期。上周公佈的美國耐用品訂單升2%，GDP報告增長2.1%，均好於預期。當然，經濟擴張最大動力，實來自個人消費開支，個人消費大漲4.3%，好於預期和前值。

不過，與此同時，也有不樂觀的數據，包括7月Markit製造業PMI，大幅下降至十年低位。商業投資收縮了0.6%，是2016年第一季度以來的首次。

關注全球貿易博弈

值得留意，IMF最新雖然下調了對全球經濟的預期，但上調了美國今年GDP增長預期，提高至2.6%，較4月的預測值上調了0.3%，主要反映第一季度經濟優於預期，以及美聯儲準備啟動減息，所帶來的刺激。在減稅帶來利好後，美國經濟或正在回到正常增長軌道，但又不至於衰退，並同時關注減息的刺激。

當然，全球貿易博弈的改變，也需要關注。本周有面談，但短期內不易達成協議，諸多不確定之下，長此下去，對全球經濟自是下行風險。

綜而觀之，純考慮經濟數據，還沒有立刻減息的必要。美聯儲內部聲音不一，減息一事，有支持，也有反對。鮑威爾沒明確態度，只是重申6月議息後所說的，畢竟聽證會其實是說上半年的事，只是他強調有適當行動支撐經濟，媒體便對號入座，不無主觀地認為，這是減息的先兆。

■聯儲局本周中議息，市場普遍預期會減息四分之一厘。 資料圖片

不錯，也有其他委員或成員，有類似甚至更明顯的減息要求。新加入不久的副主席，以至紐約聯儲銀行的巨頭，便讓人認為傾向減息。近日，又有前主席格林斯潘，以至耶倫，相繼表示要支持減息，顯然是為買個保險，不怕一萬，只怕萬一。

當然，說到最大力支持的，必然是美國總統特朗普，他無日無之的發言干預，其實是幫倒忙，就算局方想減息，一旦考慮到貨幣政策獨立性，不應受其干預，便得看看數據，問題是數據未見真的需要馬上減息，則難怪多個官員連日來在公關發言上，傾向這種期望管理，大概希望市場有了押注，局方配合，順水推舟！

筆者維持本來看法，7月不必急於減息，大可等到9月或10月的會期才做，連減幾次四分之一厘，便足夠應付所謂危機矣。

（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。）

續聚焦聯儲局議息結果

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股近期受政局環境影響反覆偏軟，周一（29日）更一度跌穿28,000點關口，加上本周的兩大焦點，分別為美國聯儲局議息會議和即將在上海舉行的第十二輪中美高級別官員貿易磋商，相信短期內投資者會較為觀望，而港股業績期在即，亦會令投資氣氛更為審慎，預料短期內投資者入市意慾會較低。

美國商務部近日公佈了第二季GDP初值增長2.1%，雖然升幅低於首季的3.1%，惟仍高於市場預期的1.8%。儘管第二季GDP錄得不錯的成績，但當中聯邦政府開支為這增長貢獻了不少，而私營企業庫存投資、出口，及非住宅固定投資等皆錄得下跌，顯示美國經濟增長動力仍有待改善，加上通脹指標個人消費支出(PCE)物價指數第二季雖然錄得上升2.3%，惟核心PCE物價指數僅升1.8%，低於市場預期的2%。因此，筆者認為聯儲局會在美國經濟尚未步入衰退前減息，作為預防性措施。

預設3個可能性

關鍵在於減息的幅度。筆者為此預設了聯儲局幾個可能性，推測對美股的影響。1. 假設聯儲局如市場預期般減息四分之一厘，主席鮑威爾會後暗示今年內再有機會減息四分之一厘，投資者將可繼續憧憬減息而對美股有支持，這個應是對美股最好的結果；2. 若聯儲局減息半厘，美股或會短期向好，但美國目前的經濟情況，無需要即時減息半厘，聯儲局突然減息半厘或會令投資者對未來經濟前景更憂慮，導致美股或會出現沽售壓力；3. 若聯儲局出乎市場預期之外不減息，美股即時會借勢下跌，因為股市過去一、兩個月上升某程度上是由憧憬減息而推動。

市場觀望氣氛濃

不過，聯儲局不減息，也可以反映聯儲局官員對經濟前景不致太悲觀，畢竟聯儲局將於9月停止縮表，市場流動性能見度增加，股市跌後消化了一輪又有機會重拾升軌。因此，這次聯儲局議息會議結果和鮑威爾會後的講話皆很重要，不但預示了美國經濟情勢，也掌握着環球股市下半年的走勢。

另一方面，市場已預期在上海舉行的中美貿易談判不會取得重大成果，而《新華社》早前指出已有數百萬噸美國大豆裝船運往中國，同時美方宣佈對110項中國輸美工業品豁免加徵關稅，相信雙方是為談判釋出善意。

而筆者認為市場經歷過了這麼多輪談判後，除非有重大進展或事件，否則對談判的結果都是保持平常心，只要雙方關係不惡化，市場已當是一個好結果。總括而言，短期市場觀望氣氛濃厚，恒指料窄幅上落。

外部風險較多 資金面有望改善

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周美股有不錯的表現，而新興市場整體有所下跌。港股受本地股拖累，表現要明顯低於新興市場的平均水平；而A股則有所上漲，但增量資金較少，存量資金流入科創板，市場資金更顯不足。

美國上周披露的經濟數據整體較好，美元利率也有所反彈，但收益率曲線進一步平坦化。美元利率上升，美國財長對於強勢美元的支持，英國硬脱歐可能性的上升，都明顯推高了美元匯率。美元指數升至最近2年的高點左右。而在岸與離岸人民幣兑美元匯率都保持基本穩定，這是主要因為本周中美將恢復雙邊談判。

中國6月的工業企業利潤進一步下滑，主要是汽車、石化和鋼鐵行業的影響。而央行全周淨回籠獎金較多，人民幣利率上周基本平穩，人民幣與美元之間的國債利差略有減少。港幣利率特別是短期利率上周再次上升，但港幣匯率仍略有下行。

A股存量資金流入科創板

港股上周繼續回落，恒指下跌了1.28%，明顯弱於新興市場平均跌幅。主要是香港本地股回落2%以上，內地100指數僅下跌了0.51%。日均交易額僅有662億元，仍處在低位，香港本地股交易額則有明顯上升，顯示較多的主動賣出。在一級行業裡，日常消費與IT兩個板塊上行，而電信服務與房地產下跌較多。受到香港社會因素的影響，上周香港本地的地產與零售類公司跌幅較大。

全球流動性趨寬鬆利股市

A股繼續反彈，全周上行了0.83%，受科創板交易高熱度的影響，中小板指數則大漲了3.01%，但小盤股表現不好。日均交易額仍在下降，兩融餘額也進一步下降。這是因為A股的增量資金較少，存量資金大量流入科創板，資金面更顯不足。

我們認為，近期影響市場有主要有幾方面因素：一是中美貿易談判，目前的氣氛不算太好，預期談判所能達成的共識將較為有限。二是流動性的變化，近期不僅市場預期美元將降息，也有更多的國家已經降息，全球流動性仍將趨於寬鬆。人民幣和港股利率有更大的下行空間，這對於兩地市場較弱的資金面，會有正面的影響。三是基本面下行，IMF在上周下調了對全球經濟的展望，這也是多國央行下調利率的主要原因。

此外，對於香港本地股，特別是地產與零售股而言，社會因素的負面影響很可能持續一段時間，但港股因為估值水平較低，在外部風險可控的條件下，下行的空間十分有限。

美國經濟續減弱 需政策助「軟着陸」

Martin Arnold 施羅德投資管理(香港)經濟師

美國經濟活動正在持續減弱，目前似乎已進入商業周期的後期階段，經濟衰退的風險即將到來。另一種可能性是美國經濟僅是處於周期中段的放緩階段。儘管可作比較的歷史例子較少，1998年及2001年的美國經濟放緩可作為有用的參考。雖然2001年的放緩導致經濟衰退，但我們仍有一些樂觀理由認為目前的環境與1998年那樣的放緩情況相似，特別是如果決策者能夠提供充足的支持並抑制潛在經濟衰退的威脅。

最大衝擊 或來自貿易摩擦

現時美國（及環球）經濟面臨的最大衝擊或來自於近期貿易摩擦持續升級。雖然市場情緒仍穩健，但這項不明朗因素正對投資造成影響，從而影響經濟增長預期。在貿易不明朗因素的壓力下，投資仍在不斷展期，但若實際政策發生改變，這種情況或會出現逆轉。

實際上，商業周期動態的依據可能將許多不同理論框架的元素結合。確實，每個商業周期都有不同，但在一個由經濟體系中剩餘資金堆積發展而來的商業周期中，周期的終結將於某個階段變得不可持續，從而導致經濟出現放緩，並且隨後通常會出現衰退。

如果決策者認為有需要，貨幣及財政政策均可透過刺激或限制市場行為而對經濟活動水平產生影響。例如，透過上調或下調稅率，政府分別能夠抑制或支持家庭消費。同樣，若央行上調（下調）利率，這將抑制（鼓勵）企業投資或家庭消費。若過度收緊政策而造成政策錯誤，這可能無意中導致經濟轉向下行。

美國國家經濟研究局(NBER) 確定美國商業周期的日期並劃定經濟衰退期。特別是，NBER 僅確定商業周期的兩個階段：擴張及衰退。NBER 對經濟衰退的定義是「經濟活動持續減弱的時期」。根據 NBER 的定義，在衰退期間，經濟活動將會大幅下降。

NBER 的定義與技術性衰退（連續兩個季度負增長）不同，並使用多項經濟變量（包括國內生產總值、失業水平及工業生產）以確定經濟周期的頂部及底部。

衰退階段平均持續11月

據 NBER 數據顯示，以往經濟衰退階段的平均持續時間通常約為 11 個月。

在以往所有經濟放緩的例子中，美國股市均表現低迷，唯有 1998 年例外。1998 年的股市表現明顯出眾，在隨後 9 個月內錄得 35%的升幅。當時聯儲局已開始減息，而股市於 1998 年中逆轉跌勢並強勁回升。聯儲局於 1990 年代末實施的寬鬆貨幣政策對貨幣供應帶來支持，並成為經濟增長的另一個利好因素。

1998 年的情況與目前的環境有一些相似之處：在央行支持經濟增長的環境下，消費者及企業情緒高漲。聯儲局仍可以將通脹降至與 1998 年相似的低位水平。1998 年 9 月開始的聯儲局減息有助於貨幣供應增加，這對於促進投資環境回升非常重要。

聯儲局官員在以往的周期中討論過以「保險式」減息支持經濟增長，而 2019 年聯儲局轉向溫和立場再度顯示聯儲局正對經濟前景的明顯減弱作出反應。與以往經濟周期的同一階段相比，目前利率正處於歷史最低水平。此外，央行透過量化寬鬆向金融體系注入的流動資金不斷增加，在美國及環球範圍均是如此。這種寬鬆的經濟環境或會繼續帶來支持，這亦使我們相信目前放緩期的持續時間或會超出以往，並可能避免放緩期後通常會出現的衰退階段。

擴張越長 衰退時間越短

有一些證據顯示，經濟衰退前商業周期的長度決定了後續衰退的長度：經濟擴張越長，衰退就會越短。若將目前環境與 2001 年的放緩相比，這些證據顯得很充分。聯儲局亦於 2001 年衰退前加息，但於 2001 年減息卻過於遲緩。工業活動出現大幅下跌，而庫存積壓導致後來出現庫存過剩，從而造成資本開支下降，這一點亦與目前環境一致。此外，油價升至歷史高位水平，而在「千年蟲」事件後，科網股熱潮由盛轉衰。由於當時新任的喬治．布殊政府實施擴張性財政政策，這次衰退期僅持續 8 個月，較平均水平為短。相反，特朗普政府財政刺激計劃的作用目前正在消退。

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。