經濟衰退擔憂升溫 美下月大機會減息

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，美國10年/2年期國債收益率曲線倒掛引發投資者對美國經濟衰退擔憂，導致美股大幅下行，疊加地緣政治風險仍處於高位，香港市場投資者情緒更加謹慎。回顧上周行情，恒生指數下跌0.79%，收於25,734點，國企指數下跌0.30%，收於9,964點，港股日均成交金額為830.4億港元，較前周小幅下降，南向資金淨流入164億元人民幣。

債息利率倒掛 衰退先兆

筆者認為，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。上周，3個月期美債收益率比10年期美債收益率高出39個基點，創2007年以來利差倒掛最大值，而且這種倒掛現象已經持續出現2個多月了(從5月23日至8月16日，除了7月23日)。同時，更受關注的美國10年/2年期國債收益率利差上周盤中也出現了自2008年金融危機以來的首次倒掛現象。歷史數據表明，當美國10年/2年期國債收益率利差變為負值時，美國通常會在6至18個月後出現股市泡沫破裂及經濟衰退。

根據美國國家經濟研究局（NBER）的數據，歷次美國經濟進入衰退期之前，美國10年/2年期國債收益率都會出現倒掛現象。筆者注意到，1975年以來，美國10年/2年期國債收益率利差共出現過6次倒掛現象，其中5次倒掛發生後都出現了經濟衰退（1998年亞洲金融危機期間的倒掛發生後沒有出現經濟衰退，主要是由於當時風險主要集中在新興市場國家，而且美聯儲及時降息）。從5次倒掛的情況分析，倒掛持續時間從10個月至22個月不等，第一次倒掛發生後10至24個月美國經濟將步入衰退期，平均歷時約17個月。最近一輪美國10年/2年期國債收益率利差變為負值發生在2005年12月至2007年6月期間，倒掛持續了18個月，之後美國次貸危機爆發並引發了全球金融危機。

貿戰或刺破美股泡沫

截至2019年6月，本輪美國經濟增長已經長達119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。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。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，中美貿易摩擦升級必導致兩敗俱傷，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。因此，美聯儲或將進入新一輪降息周期，今年9月大概率將再次減息。

港股仍是全球估值窪地

筆者認為，近期市場面臨的不穩定性因素增加，導致港股短期大幅下跌，但港股長期投資價值更加凸顯。首先，對於中國資本市場而言，美國經濟下行壓力加大甚至走向衰退不一定全是利空因素，因為這可能意味着中美貿易摩擦升級和地緣政治惡化的風險將有所緩和。其次，未來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。科創板的設立，體現了中央決策層對科技創新和資本市場深化改革的高度重視，有利於中國企業加大科技創新投入，全力搶佔全球新一輪產業發展制高點，重塑中國經濟增長的引擎。

最後，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。根據彭博一致性預期，截至8月16日，恒生指數2019年預測市盈率為10.3倍，較過去14年歷史平均低18.5%，處於歷史底部10%區域；恒生指數2019年預測市淨率為1.1倍，較過去14年的歷史平均低28.7%，處於歷史底部6%區域。

同時，在港股市場當前估值具吸引力的背景下，過去幾個月南向資金持續實現淨流入。截至8月16日，今年南向資金累計淨流入1,099億元人民幣（其中8月南向資金已實現淨流入304億元人民幣），高於去年同期612億元人民幣的淨流入水平。內地與香港股市互聯互通是香港市場潛在價值重估的主要動力和催化劑。**（本文有節刪）**

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。

經濟擔憂未消除 避險資產仍吸引

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 市場情緒相當波動。中美貿易衝突升溫，加上2年和10年期美債收益率倒掛，投資者對經濟前景相當擔憂，市場進入避險狀態。不過這幾日擔憂情緒略有回落，風險資產從低位反彈，避險資產面對調整。

■投資者對全球經濟前景相當擔憂，市場進入避險狀態。 美聯社

恐慌指數VIX從本月開始重新恢復大波動，單日上漲或下跌一兩成都已很正常，VIX最高在8月5日逼近25一線，隨後就是震幅擴大，圍繞20水平上落，各類資產表現反覆。

多國央行改變貨幣政策

全球央行不得不下調經濟預期並改變貨幣政策。在經濟數據沒有特別差的情況下，美聯儲選擇周期中期的調整，而宣佈減息。不過美匯指數受到的影響有限。雖然也在6月曾經跌破96關口，但還是很快找到支持，畢竟相對其他國家來說，美國經濟仍有優勢，美元資產有吸引力。

美匯指數近期有不少數據支持，包括零售銷售、就業和房市數據樂觀，目前已經靠穩98水平，整體維持上行趨勢，現主要在97至99區間內。

美股在8月初受到貿易戰的影響大幅回落，回吐了一大半從6月開始的反彈，不過在下跌多日後，美國三大指數開始靠穩震盪，並沒有完全破壞趨勢，但對於美股升勢的持續性，質疑越來越多。資金繼續從股流向債。

10年期美債收益率從去年11月高位回落，重心不斷下移，6月和7月在2%以上窄幅震盪，8月再次增加下行壓力，支持位下移至1.5%一線。料短線在現水平震盪，但下行趨勢不改。

除了美聯儲，其他央行也加快了減息的步伐，包括新西蘭在8月超出預期的宣佈降息50個基點，墨西哥央行宣佈5年來首次減息等。投資者目前已經基本認定歐央行將在9月宣佈減息，並期待新的刺激經濟政策出台。而美聯儲9月減息的預期也保持在100%。

雖然7月中國經濟數據不樂觀，中國央行也沒有追隨美聯儲做出減息動作，不過最新還是有新的政策，推出貸款市場LPR，希望在經濟增長放慢的情勢下，降低企業和機構的貸款成本，對於市場是一大利好。

人民幣在8月5日破7之後，經過數日的調整，獲得支持，8月13日離岸人民幣一度重返7之上，不過目前仍在7%至7.1%區間內震盪。內地股市在8月也受到貿易戰拖累，跌至2,800點水平下方，但走勢暫時靠穩，8月19日更是大漲2.1%至2,883點，連升第四日。尤其是確認深圳為中國特色社會主義先行示範區，這一政策利好激活了市場氣氛，深圳概念股走強，賺錢效應轉強，成交放大，給原本死氣沉沉的大市帶來活力，目前阻力在三千關。

黃金白銀不改上升趨勢

雖然市場波動大，但投資者還是要認清現在的市場狀況，即在全球經濟增長放慢的大環境下，即便風險資產短線有反彈，但上行空間還是受到一定限制，大宗商品眼下就陷入弱勢之中。與此同時，避險資產仍有支持。黃金白銀在8月強勢走高，短線有調整需求，但不改趨勢。日圓也同樣道理，雖然目前回落到106以下，但只要擔憂情緒升溫，日圓隨時受青睞而創新高。**（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。）**

憂慮環球經濟衰退 股市轉趨波動

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上周三(14日) 美國2年期與10年期國庫債券孳息率出現倒掛，市場憂慮美國經濟步入衰退風險增加，投資者避險情緒升溫導致美股急挫。恒指亦一度跌超過400點至24,900點，惟當日倒升193點，收報25,495點，反映恒指跌至25,000點以下時，估值相對吸引故較有承接力。筆者認為，隨着各國經濟數據呈現衰退跡象，各地央行或積極減息，料股市走勢反覆上落。

德國公佈第二季國內生產總值GDP按季下跌0.1%，前一季度則為增長0.4%；另外德國製造業訂單下滑，其製造業指數(PMI)跌至7月的43.1，自去年12月起連續7個月低於50以下的榮枯線，或反映受到中美貿易戰影響，國外對德國汽車及其工業機械產品的需求下降，拖累德國經濟，市場預料歐央行或在今年第四季進一步推行量化寬鬆。

根據世界銀行的估算，德國經濟近47%來自於高檔汽車及工業機械相關的貿易，其供應鏈延伸至歐洲內多個鄰國，不少國家依賴德國的投資，換言之德國經濟一旦衰退，將牽連其他歐洲國家的經濟。

歐洲資金或轉投美債

因此，筆者不排除投資者或憂慮歐洲經濟前景，而將資金調配至美國國庫債券作避險用途。在過去一周，歐元兌美元由最高1.1232跌至1.1066，而美國3個月、2年期及10年期國庫債券孳息率分別下降0.13厘、0.16厘及0.18厘。筆者留意到10年期國債孳息率下降幅度較大，意味着更多資金湧入美國長債，反映市場對美國短期經濟同樣並不樂觀，因此造成美國2年期及10年期孳息曲線倒掛。美國8月密歇根大學消費信心指數初值跌至92.1，遜於預期，為半年以來最低，反映消費者對經濟前景信心疲弱。筆者相信美國聯儲局9月份召開的議息會上減息四分一厘的機會相當高，而根據彭博通訊綜合分析顯示，今年下半年減息半厘的機會率更超過六成。

在現時全球經濟將步入衰退的背景下，筆者反而認為中美貿易戰短期內再升級的機會不大。美國貿易代表署(USTR)於上周二(13日)宣佈押後對部分中國進口貨品包括手機、手提電腦、電玩主機、電腦屏幕加徵10%關稅，延長至12月15日。另一方面，美國白宮經濟顧問庫德洛指若未來數天中美電話會議進展順利的話，雙方或能重啟實質經貿談判，屆時中國代表團或將如期於9月份赴美與美方進行談判。總括而言，環球經濟數據疲弱削弱投資信心，惟股市有危亦有機，下半年或能迎來各地央行刺激措施，帶動股票市場反彈。恒指短期阻力為26,900點水平。

港交所收緊買殼上市 利市場穩健發展

滬港融慧

季輝 香港麥振興律師事務所合夥人、香港上海金融企業聯合會副秘書長

近幾年，香港的借殼上市制度產生了不少問題。今年7月26日，港交所發佈了有關借殼上市及其他殼股活動等諮詢總結，希望通過制度規範加強對借殼上市制度的管理。本次出台的一系列新規則在嚴格規範借殼上市的同時（編按：修訂將於10月1日生效），也充分考慮了市場的靈活性。筆者感到，本次上市規則的改革是必須的也是合理的。

首先，進一步細化「控制權或實際控制權的變動」的含義。在現有的上市規則第14.06條的基礎上，港交所在評估上市公司的控制權是否發生變化時除了考慮控股股東是否有變，更會側重評估有能力行使實際控制權的單一最大主要股東是否有變。目前，一些殼股的上市公司通過代持等方式對實際控制人進行隱名，本次修訂要求港交所在評估控制權變化時也考慮相關人員的變動以及現任董事行政職能的變化，比如執行董事或行政總裁的變動，從而保證港交所不僅關注控制權的比例變化，更為關注實際操作中上市公司的控制權是否發生了改變。

消除不必要掣肘

其次，港交所進一步修改了「一連串的交易及/ 或安排」的要求。港交所在評估該等交易時需要考慮這些交易之間是否有關聯，比如(1)所收購的是否是類似業務，(2)是否分階段收購同一公司或公司集團的權益，或(3)是否從相同或相關人士收購業務。同時，新規定要求上市公司不得在控制權變動時或其後36個月內，將上市公司原有業務的全部或大部分出售或注入新業務，而原來的時間限制是24個月。筆者認為，本次港交所增加借殼上市者的時間成本將有效打擊並阻礙意圖規避上市規則而達到借殼上市目的交易的進行。同時，港交所將「創建業務」、「股權融資」及「終止業務」3項內容排除在「一連串交易」之外，以消除上市公司日常業務中的正常交易引發收購規則而引起的不必要的掣肘。

留靈活處理空間

第三、 港交所將極端非常重大的收購事項新增為《上市規則》第 14.06C 條的「極端交易」。港交所在判定有關收購是否為極端交易時，不僅要證明上市公司無意規避上市規定，還要考慮下列條件，即

（1）在進行建議交易前，上市公司在不少於 36 個月的時間內控制權不變，且交易不會導致實質控制權有所轉變，或（2）上市公司經營的主營業務規模龐大，且將在交易後繼續經營該主營業務。同時，上市公司必須委聘財務顧問就收購目標進行盡職審查，證明收購目標符合《上市規則》的有關要求。換言之，如果財務顧問未能提供合規聲明，或有其他資料顯示收購目標不符合《上市規則》的有關規定，又或有任何其他關於規避新上市規定的疑慮，港交所都會要求重新將收購事項歸類為反向收購。「極端交易」為中小型上市公司的重大交易避免被認定為反向收購留下了靈活處理的餘地。筆者認為，本次港交所對上市規則的修改通過更加嚴格的規定限制了濫用借殼上市的行為，旨在進一步規範香港資本市場，有助於香港資本市場的可持續發展。

下半年如何投資香港房地產？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

8月15日，財政司司長陳茂波推出經濟紓困措施，向市民派「7粒糖」，包括退稅至百份之百 (上限維持2萬元)；全港住戶獲電費補貼；豁免27類政府收費1年，惠及零售、飲食、旅遊、建造及物流等等。司長更調低今年經濟增長至1%內，表明中美貿易戰加上反修例示威活動，已經嚴重影響今年經濟增長幅度，令不少中小企業經營困難。

市場傳聞不少店舖商戶，尤其位於鬧市受到地區性示威波及區域，紛紛向業主要求減租3個月或以上或是短期免租。一些大面積租戶如酒樓或食肆索性於租約滿後結束營業。租戶提出減租約30%或以上，希望業主可以協助同渡時艱。財政司司長的一連串措施，對全年經濟增長的大幅調整，都說明香港下半年起進入經濟低增長的時代，預料還會維持到明年美國總統大選後。作為百業之母，房地產價格表現完全繫於經濟表現上，房地產價格和成交量幾乎肯定順勢而下，低增長正詮釋為低升值潛力。

最近筆者參加客戶和朋友群飯聚時，被問及下半年是否和如何投資本港房地產，投資何種類型和每注金額多少。在此文章，筆者試圖回應一下。

推崇中小型住宅單位

大部分開發商看不清現時局勢，7月份起已減少推售全新一手樓盤，正好給中小型開發商「獨市」開售的黃金機會。某中型地產商剛開售市區一手樓盤，並以同區低一成市價方法進行速銷，收到「滿堂紅」的良好效益。這說明如果位置理想的一手單位以讓利方法速銷，強大的市場剛需力量會迅速吸納單位。雖然經濟前景不明朗加上反修例風波還未落幕，但是一般市民對香港前景仍具信心，踴躍下注吸納一手單位。一手單位以低於現時區域平均樓價仍是值投資的種類。如果以剛需求和回報率而言，筆者推崇中小型住宅單位，尤其是1,000萬元以內的一手樓盤。基本上這些單位剛需不絕，且按揭不困難，轉手容易，是值得下半年投資者關注的。

上周中期，市場傳聞荃灣翠濤閣商場一至三樓商舖及三樓部分車位，以約1.7億元售出，呎價僅4,200元，相比叫價低35%。地區性商舖得投資者垂青，主要原因是業主願意減價，令到呎價不高；而且成交總價不算高，向銀行借貸不難。鬧市店舖和商場較容易成為群眾活動選址，租金和售價不菲，都使投資者害怕短期投資風險上增，資金自然流向「低水」的區域性或地方性的民生店舖。

細價商業物業成新寵

如果讀者留意近期物業成交資料，不難發現非住宅物業成交/洽購集中於細價的物業，大多不高於總價10億元，包括上環尚圜酒店(8億元)，屯門民生物流中心(13億元)、柴灣德昌廣場(9.48億元)、西環服務式住宅(4.2億元)、灣仔謝斐道三層商場(9億元)等等，不少成交更是看見基金公司的身影！這反映經濟不明朗之下，較低總價工商舖物業仍受追捧，原因也是轉手容易、按揭不難、且達到分散投資風險目的。這些工商舖物業主要同民生相關的，經濟下行的影響會較小，自然成為投資者新寵兒，各位投資界朋友可以關注下。

散戶可投資REITs

2018年可以說明甲級寫字樓黃金年頭，不少全層甚至全幢單位以超價成交，並有價格屢創新高之虞。但是隨着中國經濟放緩、中國資金不易離境，甲級辦公室興旺局面漸漸回歸平淡。甲級寫字樓剛需不減，需求傾向租賃，令到過去一年半租金持續摸高，不過近期也是基於上述原因而有所卻步。種種跡象說明是今年甲級辦公室售價已不再上升，成交量減低。縱然新定租金已較一七年水平大幅改善，但是把太低回報率拉回較合理水位而已！甲級寫字樓成交金額不菲、且呎價未見大幅回落，預料今年的成交宗數不會太多。

小型投資者無力進行物業買賣，可以間接地投資房地產信託基金股票。市場中有着不同種類和不同物業地區的基金，投資者具體分析的股價走勢、回報率和物業組合，才可決定哪隻基金下注。

如財政司司長表示，香港經濟進入低增速時代，預料他更會在2020年財政預算案修訂未來數年特區的GDP增長率。於經濟大局走向低速時代，物業投資內可選擇1,000萬元內一手住宅單位或甚至10億元內的工商舖物業(涉及民生行業相關連的)或小注心儀的房地產信託基金股票。如果換樓者可以令業主讓利15%以上，也不失是入市良機。

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。