

# 全球寬鬆預期升溫 港股投資價值凸顯

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，美聯儲在9月份議息會議上宣佈降息25個基點，但鴿派信號並不強烈，低於部分投資者的預期。回顧上周行情，恒生指數下跌3.35%，收於26,436點，國企指數下跌2.92%，收於10,376點，港股日均成交金額為747.9億元，較前周小幅上升，南向資金淨流出人民幣8億元。行業板塊方面，上周多數板塊下跌。其中，非必需性消費業下跌4.10%，表現最差，主要由於國際油價上漲令航空和汽車股股價受壓；金融業和綜合業也表現較差，分別下跌3.73%和3.50%；能源業上漲1.24%，表現最好，主要是受國際油價上漲利好因素影響；工業下跌0.21%，公用事業下跌0.69%，表現均好於大盤。

## 貿易摩擦政策成本顯現

在9月份議息會議上，美聯儲認為勞動力

市場仍然表現強勁，經濟活動溫和增長。近幾個月平均就業增長比較穩健，失業率保持低位。儘管近期家庭支出增長較為強勁，但商業固定投資和出口增速疲軟。從12個月的數據來看，整體通脹和剔除食品和能源價格的核心通脹均低於2%。基於市場的通脹補償指標仍處於低位，調查的長期通脹預期指標幾乎沒有變化。筆者注意到，相較於7月份的議息會議聲明，本次議息會議聲明整體基調變化不大，但美聯儲首次提及「出口增速疲軟」，反映出貿易摩擦的政策成本顯現。

美聯儲對經濟及通脹展望變化不大，但利率前景性指引低於市場預期。在本次會議上，美聯儲亦公佈了FOMC委員們對美國未來經濟形勢及貨幣政策軌跡的預測，與6月份會議相比，此次預測有變化不大。在GDP增速預期方面，FOMC將2019年及

2021年GDP增速由6月份會議的2.1%和1.8%分別上調至2.2%和1.9%；在失業率預期方面，FOMC將2019年的失業率由6月份會議的3.6%上調至3.7%；在聯邦基金利率中位數預期方面，FOMC將2019-2021年底利率預測由2.4%、2.1%和2.4%分別下調至1.9%、1.9%和2.1%，這意味着2019年餘下的時間和2020年不再減息，2021年加息一次，令部分投資者感到失望。在本次議息會議結束後的新聞發佈會上，美聯儲主席鮑威爾表示，將會重新討論何時擴大資產負債表的問題，擴表時間可能比預期的更早。

筆者認為，在經歷長達近10年的經濟擴張後，隨着中美貿易摩擦持續升級，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。2019年第二季度美國GDP同比增长終值為

2.0%，大幅低於第一季度3.1%的增速；8月美國ISM製造業採購經理指數為49.1，較上月回落2.1個百分點，為3年來首次跌破榮枯線。8月美國Markit製造業PMI終值50.3，較上月回落0.1個百分點，為2019年9月以來最低；美聯儲重點關注的7月個人消費支出和核心個人消費支出分別同比上升1.4%和1.6%，與美聯儲目標的2%有一定距離，顯示通脹壓力不大。

## 股票風險資產受惠

筆者判斷，美聯儲或將進入新一輪降息周期，全球央行進一步寬鬆預期升溫，從而有利於提升投資者風險偏好，利好股票等風險資產。2019年以來，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，全球範圍內已經有超過30家央行宣佈降息。在9月份議息會議上，

歐洲央行宣佈降息並重啟量寬政策，以刺激歐元區經濟增長，對抗通縮威脅。在美聯儲9月18日宣佈降息25個基點，將聯邦基金利率目標區間下調至1.75%至2%之後，又有沙特、阿聯酋、約旦、中國香港、巴西和印尼等多個國家及地區宣佈跟進降息。上周，中國內地1年期LPR下降5基點，為連續第二次下降，5年期以上LPR保持不變。當前香港股票市場存在一定的內生穩定性，港股經歷了前期的下跌，估值又處於歷史底部區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，港股長期投資價值更加凸顯。

本文为筆者個人觀點，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。

# 全球央行寬鬆 美聯儲續減息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

面對全球經濟增速放慢的大環境，全球央行不得不有所動作，越來越多央行加入到減息的隊伍中。尤其是最近美聯儲，原本作為加息的領頭羊，最近也連續減息兩次。

”

美聯儲的減息行動之前，市場已經有了預期，當前宣佈減息，是符合預期的。但是美聯儲的態度，並不如預期的鴿派。

## 鮑威爾不夠鴿

第一次減息的時候，鮑威爾表示這只是中期調整。這一次減息，鮑威爾仍認為美國經濟依然強勁，表示會採取適當措施保證美國經濟持續擴張，令就業市場保持強勁，通脹處於2%目標附近，但認為目前沒有需要連續減息的訊號。

特朗普當然繼續對美聯儲表達不滿，這次說美聯儲再度不合格，沒勇氣沒遠見。美聯儲內部對於貨幣政策有較大的分歧，這也是近期需要關注的，看決策者們的態度，料對美元和黃金的影响較大。

在美聯儲宣佈減息之後，中東國家很快跟進，沙特阿拉伯和約旦宣佈降息一碼，巴西央行降息50個基點，香港金管局下調貼現窗基本利率25基點。

美匯指數原本在9月初表現強勁，一度高見99.37，隨後回吐漲幅，一度測試

50日線的支持。不過由於不如預期鴿派的態度，美匯指數在決定宣佈後反彈，升穿5日和20日線。不過最近避險情緒再升，美元動能增強，或有機會再次挑戰99水平。當然仍要關注經濟數據和決策者們的看法。

金價從6月開始保持升勢，在8月底9月初突破1,550美元。不光是黃金，白銀和鉑金等貴金屬也追上上漲的腳步，動能明顯增強。然而近期美聯儲不如預期鴿派，在缺乏進一步利好消息下，金價的上行動能減弱，其他貴金屬也跟着回調。直到中美貿易關係有壞消息傳出，金銀才做出反彈。

## 歐元仍保持弱勢

除了美聯儲，這個月歐央行也減息，是2016年3月以來首次。同時還宣佈從11月1日起每月購買200億歐元債券。只是這些投資者基本都已經有所預期，歐央行的力度不如之前。歐元整體依舊保持弱勢，歐元目前在1.1水平上方震盪，其間也跌破過該支持，創年內新低。

英央行和日央行一如市場預期地選擇



■在美聯儲早前宣佈減息之後，美匯指數明顯反彈，加上最近避險情緒再升，美元動能增強，或有機會再次挑戰99水平。

按兵不動。英央行維持利率不變，維持4,350億英鎊的資產購買規模，脫歐的不確定性也令央行寧可再停一停看一看。從9月開始，隨着硬脫歐風險減弱，英鎊就從低位反彈，重拾動能，已經升穿50和100日線，料短線仍有進一步走高的空間。

## 英日澳按兵不動

日央行承諾維持目前超低利率至少至明年春季，在議息聲明中暗示下次議息

或有更多寬鬆政策。日圓近期的走勢更多受到地緣政治風險影響。9月初市場情緒改善，日圓加速回吐漲幅，但最近幾日又受到中美貿易戰影響而走高。

此外，澳洲央行雖然這個月按兵不動，但6、7月連續降息。加上最新的勞動市場數據不樂觀，澳元連續回落，已經跌穿0.68水平，維持弱勢。之後，澳央行或在未來幾個月有新的行動。（筆者為證監會持牌人士，並無持有或涉股份之財務權益）

## 市場短期觀望氣氛濃

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股連挫6日，主要因為中美貿易談判未有明顯利好消息，美國聯儲局議息會議後顯示委員對未來利率走勢有分歧及人行未有如期降息調降中期借貸便利(MLF)利率，多個因素交叉影響下，恒指六個交易日累跌1,130點。短期市場觀望中美貿易下一輪高層別磋商發展和聯儲局的政策決定，預計觀望氣氛濃厚下恒指有機會窄幅上落。

中美貿易談判氣氛一向飄忽，中國代表團上周取消了蒙大拿州農場訪問行程，令市場憂慮是次副部級磋商是否出現問題及會否對下一輪高層別磋商造成

隱憂，拖累周一(23日)內地及香港股市受挫。惟其後中方國家農業農村部副部長韓俊澄清行程調整與經貿磋商無關，並表示是次副部級磋商是建設性的，筆者認為這次取消農場訪問行程應為個別事件，對整體貿易談判而言應該未有影響，值得關注是下月的高層別磋商能否有好的進展。

## 人行11月或再降準

另一方面，美聯儲雖然一如預期般降息四分之一厘，但是主席鮑威爾於會後的記者會沒有偏頗的言論令市場對聯儲局繼續

減息的預期降低。他表示今次減息為環球經濟增長放緩及中美貿易摩擦升溫的預防性減息，加上聯儲局委員對未來利率走勢現分歧，及會上沒有提及實施永久公開市場操作(POMO)，令市場對今年內再減息四分之一厘的預期降至接近5成(根據彭博通訊綜合分析)。惟鮑威爾對放水仍留了伏線，他表示會重新研究何時擴大聯儲局資產負債表的問題，令投資者對重啟寬可保留憧憬。

中國央行方面，人行於上周二(17日)縮量續作MLF，利率則維持不變，市場降息預期落空，內地股市借勢回落整

固，港股跟隨回落。惟內地近期經濟數據確實偏弱，可以預期內地未來一季除了會繼續推出刺激經濟政策以穩定經濟外，再度放水亦在所難免，關鍵在於人行會選擇再次降準還是降息，抑或兩者皆降。按照內地現時豬肉價格飆升，導致通脹壓力，加上要避免刺激房地產價格，因此人行本月MLF沒有減息亦不無道理，下次MLF操作為11月，若屆時通脹壓力未有改善，相信人行會傾向再次降準。另外，筆者預期在10月1日70周年國慶前，內地股市反覆向好的機會較大，對港股也屬正面。

## 全球降息潮下中國如何選擇？

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

去年至今，全球經濟增長動能明顯不足，增長放緩的趨勢逐步確立，主要經濟體表現並不樂觀；而逆全球化思潮之下貿易保護主義興起、各國貿易衝突加劇，英國脫歐政治不確定上升等因素，則進一步加劇了本輪全球經濟疲軟。為釋放流動性、改變貨幣緊縮局面，提振通脹、對沖經濟下行壓力，今年以來各國央行紛紛宣佈降息，而美聯儲的連續降息更是宣告全球進入寬鬆周期。在此背景下，市場紛紛預期中國也將加入降息的行列。中國是否應該降息？政策工具又該如何選擇？

## 中國貨幣政策獲更大空間

9月以來，全球降息趨勢進一步得到強化。9月18日美聯儲宣佈年內第二次降息，議息

會議決定下調聯邦基金目標利率25BP至1.75%-2.00%；而上周歐洲央行也宣佈下調隔夜存款利率10個基點至-0.5%，為2016年以來首次降息。

在筆者看來，儘管中國貨幣政策體系長期保持獨立，央行的政策制定者們也始終根據自身經濟運行、通脹水平、就業壓力、國際收支等基本面和政策目標的實際情況，綜合考量貨幣政策方向；但在當前寬鬆貨幣政策成為全球主流的背景下，中國貨幣政策事實上獲得了相對更大的操作空間。

## 穩增長降成本都期待降息

那中國央行到底會不會降息？在筆者看來，無論出於短期穩增長考慮，還是長期疏通傳導機制、降低實際融資成本而言，未來

降息都是大概率事件，可以期待。具體而言：一是前期關稅的影響如期顯現，三季度以來經濟下行壓力逐步加大。儘管9月開始中美兩國的友善互動明顯增多，磋商再度出現轉機，但不可否認的是，考慮到前期中美磋商進程的持續反覆、波折不斷，談判不確定性仍存、前景不明始終是短期內影響中國經濟走勢的最大風險。

為應對上述局面，宏觀政策確實需要有所作為，因而可以觀察到近期政策面的密集發力，如9月4日國常會決定提前下達專項債額度、明確並擴大專項債使用範圍，9月6日央行迅速實施全面降準、釋放9,000億元(人民幣，下同)流動性等。在筆者看來，貨幣政策的逆周期調控效果仍需要多種工具配合發力，投放基礎貨幣保證流動性之外，通過

降息等價格型工具來刺激實體融資需求不失為一種選擇。

二是實際融資成本仍然偏高，貨幣政策傳導機制有待疏通。去年以來央行運用多種政策工具着力引導實體經濟融資成本下行，但當前疏通貨幣政策傳導機制最後一公里仍未見效。這一點在數據上表現的相對明顯，去年以來相對市場化的利率如10年期國債收益率、DR007、SHIBOR 3M等均呈現出較為明顯的下行趨勢，而人民幣貸款加權平均利率仍處於高位、僅小幅下降，且主要依靠市場化程度較高的票據融資利率下行帶動。

## 廣義降息可能已經開始

所幸在筆者看來，廣義的降息可能已經開始。相比於高成本的MLF資金，通過降準釋

放的中長期資金將有效降低銀行負債端成本，央行有關負責人在9月6日降準之時已經提到本次降準將「降低銀行資金成本每年約150億元」；而負債端成本的下降，大概率將傳導至資產端，從而降低報價行對於LPR的報價。經筆者測算，9月20日的LPR報價大概率將下行5-10個基點，已可以理解為溫和而廣義的「降息」。此外，未來央行通過調整OMO操作利率如7天逆回購，降低銀行同業負債成本的降息方式也相對可行，值得期待。(本文有刪節)

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。