

美非農數據勝預期 再降息機會微

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，中國商務部表示中美經貿團隊一直保持密切溝通，市場避險情緒下降。回顧上周行情，恒生指數上漲0.58%，收於26,498點，國企指數上漲1.02%，收於10,407點，港股日均成交金額為707.8億元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣為98億元。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。其中，工業上漲3.83%，表現最好，主要是由於光伏玻璃提價利好光伏類股票，帶動整體板塊上行；醫療保健業和非必需消費業也表現較好，分別上漲1.9%和1.8%；能源業下跌0.76%，表現最差，主要是由於煤價下行利空能源股；綜合業下跌0.56%，公用事業下跌0.11%，表現均差於大盤。

美國勞動力市場仍然比較強勁，美聯儲12月大概率不會再降息。美國勞工部數據顯示，美國11月非農就業人數新增26.6萬人，高於預期的18.3萬人，同時，美國勞工部將10月新增非農就業人數由12.8萬人上調至

15.6萬人，將9月新增非農就業人數由18萬上調至19.3萬人，兩個月合計上調4.1萬人；11月份失業率為3.5%，低於10月份的3.6%，仍位於近50年低位。另一項廣義失業率指美國U6失業率為6.9%，低於10月份的7%，位於近19年低位。11月勞動力參與率為63.2%，低於10月份的63.3%；11月平均每月小時工資同比增長3.1%，高於10月份的3%。筆者認為，美國11月非農就業人數好於預期，而且9至10月非農就業人數也大幅上調，同時失業率仍處於近50年低位，基本符合美聯儲對當前勞動力市場仍然比較強勁的評估，美聯儲12月應該不會再降息。

明年經濟增速或將放緩

筆者認為，雖然11月非農就業人數好於預期，但是非農月度數據波動較大，而且較低的每月小時工資增速表明新增崗位主要集中在工資較低的低端服務業。2019年1至11

月，月均新增非農就業人數為18萬，低於2018年的月均22.3萬。另外，11月ADP就業人數（主要反映私營部門的就業情況）新增6.7萬人，遠低於市場預期的新增14萬人，與非農就業人數出現較大背離，可能預示勞動力市場情況其實並沒有那麼樂觀。在經歷長達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至2020年美國經濟增速或將明顯放緩。美國商務部數據顯示，今年第二季度美國製造業增加值佔美國實際國內生產總值（GDP）的比重為11%，創72年來新低。美國11月ISM製造業PMI為48.1，較10月回落0.2個百分點，連續4個月低於榮枯線。細分數據來看，製造業新訂單指數環比下降1.9至47.2，新出口訂單指數下降2.5至47.9，庫存指數下降3.4至45.5。美國製造業持續低迷，未來或將傳導至就業市場，最

終將影響消費需求和經濟增長。

近年來經濟全球化發展趨勢是分工體系由垂直一體化分工轉向全球價值鏈分工，中間品貿易和跨地區貿易規模不斷擴大，傳統國家之間的貿易與投資轉化為全球價值鏈和供應鏈整合，全球經濟通過複雜的價值鏈、供應鏈體系和多邊貿易投資關係緊密連為一體，形成一榮俱榮、一損俱損的局面。但全球貿易保護主義和單邊主義力量抬頭，對全球經貿投資活動和價值鏈體系造成嚴重衝擊。中美作為全球最大兩個經濟體，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，中美貿易摩擦勢必導致兩敗俱傷。

美國持續史上最長牛市

截至2019年9月，本輪美國經濟增長已經

長達122個月，成為美國歷史上最長的經濟增長周期，超越了之前1991年至2001年120個月的史上最長經濟增長周期。同時，截至2019年11月，美股牛市持續了128個月，是美國歷史上最長時間的牛市。如果中美雙方在今年底或明年初達成一個暫時的貿易框架協議，本輪美國經濟增長周期和美股牛市或可以延長至2020年，有利於特朗普2020年競選連任成功，同時也為港股市提供一個相對穩定的外圍環境。但是，中美經貿關係的走向充滿複雜性、反覆性和長期性。如果中美貿易摩擦進一步升級，美聯儲明年將繼續降息，但預計邊際效用將越來越弱，美股牛市高估值泡沫破裂和美國經濟擴張周期結束的風險將大幅上升。

（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。）

市場波幅增加 關注中美貿談

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

還記得去年12月市場情緒迅速轉差，避險情緒升溫，恐慌指數VIX一度高見36.2；風險資產普遍受壓，包括美國股市大幅回落。2019年進入12月之前，雖然基本面和國際環境有所不同，但難免還是會有擔心。

12月的第一周，市場情緒相當不穩定。周初，美國公佈的經濟數據不樂觀，包括ISM製造業和非製造業、建築開支、小非農數據等，均不及預期，同時擔憂稍後公佈的非農報告也會疲弱。投資者重燃對美國經濟前景的擔憂，令明年美聯儲再減息的預期升溫。VIX原本從10月下旬開始運行在15水平下方，但光是12月2日單日已上漲近兩成，重返15水平以上。

美股美匯齊受壓

美股從高位回落。道指跌破兩萬八，甚至在12月3日低見27,325。標普原本嘗試挑戰3,200，但很快從歷史高位回落，12月3日低見3,070。納指也同樣在當日跌破8,500水平，低見8,435。

美匯指數同樣面對壓力。從周初開始下行壓力增加，很快就跌穿了50、100和200日線，一度低見97.355。自從10月高位回落之後，美匯指數雖然有反彈，且在97水平找到支持，但上

漲動能有限，大部分時間在97至98.5區間內運行。10年期美債收益率波動相對有限，只有在12月3日下跌5.68%至1.7157%，隨後便很快收復50和100日線。

避險資產回吐漲幅

然而，12月6日公佈的非農數據好於預期。11月非農新增就業人數報26.6萬人，創十個月來得分新高。失業率下降至3.5%，是50年來最低。美國密歇根大學12月消費者信心指數升至99.2，是5月以來最高，好於市場預期和前值。不僅如此，原本對於中美貿易談判的極度擔憂狀況緩解。投資者重拾信心，VIX跌回13.62。美元美股重新反彈，避險資產回吐漲幅。道指很快重回兩萬八關口，雖然周內累積0.13%的跌幅，但今年來整體保持上行趨勢，錄得兩成的漲幅。標普連續上漲三日，12月6日動能明顯增加，升0.91%至3,145，今年來共上漲25%。納指在12月6日上漲1%，



道指今年來整體保持上行趨勢，錄得兩成的漲幅。

美聯社

直接將周內跌幅快速收窄至0.1%，而今年來共收穫三成，是三大指數中收穫最多的，也強於全球股市的整體表現，MSCI全球指數今年至今上漲22%。

美元結束五連跌

美匯指數在12月6日有經濟數據的支持，結束五日連跌，反彈0.3%至97.7，料後市即使有進一步反彈，今年內都很難突破10月高位。10年期美債收益率反彈的動能強勁，連續上漲三日，很快回到1.8%水平之上，12月

6日更升至1.8363%，最後全周收漲3.41%。雖然從9月開始保持在1.5%至2%區間內上落，至今還沒有突破，但可以看出有止跌靠穩的趨勢，後市仍有機會再次嘗試向上突破。

新的一周，美聯儲議息會議是焦點，雖然按兵不動是大概率，但美聯儲對於未來貨幣政策的態度需要關注。此外，12月15日是美國加徵關稅的實施時限，周內中美雙方還有博弈，市場波幅增加。

（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

近期消息主導 市場超跌反彈

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

A股與港股上周的表現與我們之前的報告一致，因為兩個市場持續落後於同類市場，近期可能小幅上升。對於港股，之前表現較弱的內地股表現較好；對於A股，之前下跌較多的成長股則上漲較多。兩市均是防禦類板塊表現較好，且都沒有資金流入的明顯跡象，這些顯示了投資者的預期沒有大的改變。本周，市場將主要受兩大新聞的影響。首先是本周將要公佈的詳細11月經濟數據是否能印證之前PMI數據的回升；其次是中美是否能在12月15日這個重要日期之前達成階段性協議。如果這兩項消息均為正

面，那麼反彈還將持續，否則反彈會結束。

港美利差進一步擴大

美國的就業數據好於預期，美國在近期進入衰退和降息的可能性進一步下降。雖然中美貿易談判的消息比較含混，但美元債利率仍有所上升。不過，因為貿易爭端傷害了美國製造業，下滑的PMI數據在上周壓低了美元指數0.6%。在官方PMI數據反彈之後，財新PMI也同步回升。此項指數鼓勵了投資者，人民幣的收益率曲線也因此更為陡峭。港幣的HIBOR

基本穩定，與美元之間的利差則進一步擴大。而離岸人民幣HIBOR與SHIBOR之間的利差也有所擴大，這些顯示港幣的流動性在上周略有收緊。

全球股市上周下行，發達市場跌幅大於新興市場。但因為限產協議的達成，原油價格和國際大宗商品價格明顯上升。

港股日均交易額回落

雖然大部分新興市場股市下行，恒指仍有上漲，內地與香港本地股表現有顯著區別，內地100指數上漲了

0.4%，而同時香港35指數下跌了0.97%。能源和金融行業下跌，而消費類行業上漲。總體來說，防禦類板塊有較好的表現。而港股的日均的交易額再次下跌到近期的較低水平。

在持續幾周跑輸同類市場後，A股上周大幅反彈。萬得全A指數上漲0.23%，成長股有更好的表現，而且IT和可選消費板塊漲幅較大。雖然A股快速反彈，其日均交易額並未擴大，低估值板塊的交易額下降超過25%。A股的整體估值為16.8倍PE，但中證1000的平均估值已經高於40倍PE，並不安全。

美或延加徵關稅 港股整固待變

姚浩然 時富資產管理董事總經理

恒指上周在26,000點至26,500點左右徘徊，市場仍觀望中美能否於周日（15日）美國宣佈加徵關稅的死線限期前達成首階段貿易協議。執筆時，距離死線限期僅餘一周，惟仍未傳出有關兩國元首會面的安排，筆者認為中美兩國最終能達成協議的機會仍大，但有可能在時間上會略為延遲，美國或先行把價值1,560億美元的中國部分商品加徵15%關稅的啟動日期推遲，以爭取時間互相商議，預料雙方年底或2020年初有機會會面並簽署協議。

市場看好貿談進展

中國海關總署公佈11月進出口總值為2.86萬億元人民幣，出口1.57萬億元人民幣，增長1.3%；而進口1.29萬億元人民幣，進口按年止跌回升增長2.5%，至1,830.1億美元，其中來自美國進口增加2.7%。期內大豆進口採購量升至827.8萬噸，按年急漲54%，按月亦多34%。另一方面，中國國務院關稅稅則委員會上周五（6日）計劃寬免部分美國進口大豆和豬肉關稅，可見中方欲向市場釋出自面訊號，透過採購美國農產品等舉動，以展現其希望達成協議的誠意。執筆時，人民幣兌美元最高曾回升至7.01水平，反映市場對中美兩國貿易談判進展持樂觀態度。

美息料將維持不變

現時市場除了關注中美貿易談判外，同時亦將焦點放在美國聯儲局及歐洲央行議息結果。上周五（6日）美國勞工部公佈非農就業新增職位為26.6萬個，遠高於市場預期增加18個；11月私人部門職位急增25.4萬個，高於預期的17.8萬個；製造業職位增5.4萬個；平均時薪按月升0.2%，按年則漲3.1%。由此可見，美國勞動市場需求仍然強勁，反映較早前美國聯儲局降息及放水以刺激經濟漸見成效。美元指數回穩，在97.4水平暫見支持。美國聯儲局周二（10日）至周三（11日）將舉行議息會議，然而就業數據理想，反映美國經濟平穩增長，預料利率維持不變。根據彭博通訊綜合分析顯示，美國聯儲局來年首季維持1.5厘至1.75厘的機會率高達75%，直至第二季仍維持利率不變的機會率亦超過5成。

換句話說，2020年美國聯儲局用來刺激經濟的工具將會減少，若然中美貿易談判判決，恐怕來年美國經濟面對較大下行風險，將影響特朗普總統大選選情。因此，筆者認為若說內地經濟放緩放有誘因促成貿易協議，特朗普下年面對總統大選爭取成功連任，相信比起中方更希望與中國達成首階段協議。恒指短期於26,000點至27,000點整固。



若中美貿易談判破裂，或將影響特朗普總統大選選情。美聯社

從高鐵商地王成功出售說起

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

自6月份起，工商舖市場正翻起一股淡風。中原（工商舖）數據指出11月至27號只有203宗工商舖成交，成交額也只是29億元。基本上這跟10月份金額持平，但是成交宗數反而多出10宗，顯示11月平均交易金額更加走低。

今年內工商舖成交量和成交額都從4月起持續走低，從高峰期逾800宗、至7月份400多宗、至9、10及11月份約200宗，而成交額則同樣地由9月的210億元（高峰月）到連續10月、11月的不足30億元。總體來說，「反修例風波」已嚴重嚇窒香港工商舖交易活動，不單是宗數大幅回落，且缺乏大手成交額的交易，反映工商舖投資被「急凍」了。

發展商看好商業前景

11月最後一周，特區政府宣佈正式批出香港史上總地王。新地成功以約422.3億元投得

高鐵站上蓋的商業地王，再加上建築成本及其他相關稅費，預計投資總額不少於650億元，回報期不少於二十年。如果以地契總建築面積計算，則平均成本為每方呎20,500元以上。以現在同級數的寫字樓和商場舖位估算，呎租不會低於70元，則投資回報率不低於4%。讀者注意這還未計算商業大廈的普遍「發水率」和商場舖位租金高於辦公室。結論是除非香港經濟中長線不景，則本項投資回報率仍高於現時商業回報率。

縱然是這樣分析討論，現實上香港房地產開發商具備如此雄厚財力、穩健財務及豐富的工商物業運營和管理經驗確是寥寥可數。新地成功獲得高鐵路地王更是別具意義，前後已盡攬地鐵、地鐵及高鐵路三大主要運輸系統的商業上蓋，完成香港主要核心商業地主的霸業。無論如何，這項交易顯示香港主

要開發商對本地商業活動長期看好，並且在整體工商舖物業跌市中定下最新的價值指標，為未來市場打下「強心針」。

港商業地仍「有價有市」

反對言論每每把422億元成交額相比高峰期的逾800億估算。筆者大膽指出，根本上這些歷史性的高價估算是未計算今年世界和中國經濟的變化，包括中美貿易戰「似完未完」、中國經濟「悄悄地」進入轉型過渡期、香港半年間的社會風波經濟影響「浮出水面」、全球貿易戰把貿易活動急凍降溫等等負面因素。

今番成功批出高鐵路地王正反映香港土地仍然稀缺，而且是「有價有市」，基本面雖然有些走底但仍然有保證。

12月初財政司司長宣佈香港經濟步入技術性衰退，預算全年錄得負1.2%增長，是自從

2003/04財年後首次浮現財政赤字。縱然本地財金官員告訴市民2019年不景，但是國際經濟分析組織則未有看淡明年經濟表現。國際貨幣基金（IMF）和標準普爾（S&P）都分別預計明年香港經濟衰退會「軟着陸」，並且分別預算有0.2%至1%輕微增長，主要是由私人消費、服務業（尤其金融業）、專業服務業等等持續平穩復原的有機拉動。

樓價有序調整利經濟

其實也不是全是空話。的確社會運動爆發半年來，港股市一直維持平穩發展，港樓市場一手成交量見今年新高等等。阿里巴巴近期逆市成功回流香港股市市場，並且有機會幫助香港重奪全球IPO王座。在美國打壓中國大形勢下，不少在美國上市的中國市場會回流香港股市市場，未來香港IPO集資市場肯定一片興旺，鞏固香港股市市場全球集

資中心地位。作為房地產界的資深一員，筆者感覺到今番香港地產價格和租金向下調整，對整體經濟未嘗不是好事。以往日子，香港連續獲得全球商住物業的價格前列地位，對整體經濟發展不是好事，逐漸地香港損失競爭力。房地產的景氣也令投資者只顧「炒樓」，對其他行業缺乏興趣。大家注意房地產應該是輔助行業，更不應是經濟支柱工業，長期下去會令百業不振。房地產價格有序調整會催生租金向下，令經營者成本降低，未嘗不是商界之福音。

今番樓價的有序調整肯定有利特區的特區經濟發展，各項基建復修增長未來GDP；正是經濟嚴冬下一股暖流，也是未來衰退中的一線曙光。

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。