

警惕中國經濟穩步恢復中的若干風險點

龐溟 華興證券首席經濟學家兼首席策略師

8月份內地國民經濟穩定恢復態勢延續，在疫情和汛情的雙重壓力下，生產供給繼續復甦，就業物價保持總體穩定，投資和消費需求逐漸恢復，主要宏觀數據中的生產、投資、消費等項均超市場預期，1月至8月全社會用電量同比累計增速與8月社會消費品零售總額同比增速同樣均在年內首次「轉正」。綜合判斷，三季度經濟回暖勢頭較強，有望回歸中高速增长。我們繼續預計逆周期調控措施和需求釋放，有助於宏觀經濟從今年下半年起企穩反彈。但是，也應注意四季度經濟有可能面臨的若干風險點：

消費上月才首「轉正」

首先，消費復甦仍乏力。單月消費數據年內首次「轉正」，汽車類商品零售與可選消費拉動明顯。8月份限額以上單位汽車類商品零售額同比增長11.8%，繼續保持兩位數較快增長，但同月狹義乘用車綜合銷售量同

比增長9.0%，表明近期汽車市場銷售的回暖更多是由與基建和房地產投資快速恢復有關的商務車拉動，未來變化值得謹慎觀察。餐飲收入仍是消費修復的主要拖累，同比下降7.0%（7月份：11.0%），後續應繼續關注限額以下消費的恢復狀況。

網絡商品銷售繼續保持較快增長，1-8月份，全國實物商品網上零售額同比加快增長至15.8%；實物商品網上零售額佔社會消費品零售總額比重為24.6%，比上年同期提高5.2個百分點。但正如9月9日國務院常務會議所強調，應同時注意支持實體商業發展線上業務，推動互聯網平台企業向線下拓展，鼓勵企業通過網絡促銷擴大影響，帶動實地消費。

其次，投資恢復有隱憂。1月-8月份，全國固定資產投資（不含農戶）同比下降0.3%，同比降幅比1月-7月份收窄1.3個百分點，高於市場預期的同比下降0.4%，三

大產業投資增速均有改善。8月固定資產投資的加速勢頭，主要來自當月製造業投資增速顯著上揚至5%以及近期房地產市場高位運行下的地產投資保持雙位數增長。但製造業對工業投資的拖累仍存，地產投資增速也可能受到新開工增速下滑、地產融資約束、調控政策趨緊等因素制約。

基建投資增速續回落

更關鍵的是，8月基建投資當月同比增速已連續三個月持續回落，除受汛情及多雨天氣影響之外，應注意地方財政可能存在的壓力以及新增專項債自8月起有四分之一以上用於棚改的變化，確保固定資產投資的重心轉向新型基礎設施建設、新型城鎮化建設、重大工程建設，並防止公共部門投資擠出私人投資。

再次，就業仍存壓力。8月城鎮調查失業率環比下降0.1個百分點至5.6%，主要就業

年齡群體與就業重點人群失業率均環比下降，企業就業人員周平均工作時間連續3個月超過46小時，說明大力推動靈活就業、新型就業、平台經濟，為改善就業創造了良好條件，1月-8月份城鎮新增就業781萬人，完成全年目標任務的86.8%。

但與去年同期相比，總體失業率與各群體失業率仍較高，特別是8月20歲-24歲專科及以上學歷人員的調查失業率比上年同期高了5.4個百分點，而且並未如往年一般相比7月有所回落。疫情的不確定性，以及對就業壓力和薪資壓力的擔憂，可能會繼續讓消費者在增加儲蓄的同時，對消費繼續保持一定的謹慎觀望態度，同時會對復工復產、復商復市、商業信心等造成壓力。最後，下半年貨幣寬鬆政策的總規模和政策空間有可能邊際縮減。

9月2日的國務院常務會議要求堅持穩健的貨幣政策靈活適度，保持政策力度和可持

續性，不搞大水漫灌，引導資金更多流向實體經濟。大量募集資金的財政投放節奏滯後造成8月社融與M2數據背離，新增社融主要來自政府部門。8月新增企業中長期貸款邊際改善，反映企業融資需求上升、供給結構性改善。

普惠金融仍有待加強

我們預計，下半年將繼續綜合運用總量工具和結構性工具，促進普惠小微企業貸款和製造業中長期貸款合理增長，以再貸款再貼現、定向降準等政策形式促進資金直達實體經濟，有可能在年底前繼續調降存款準備金率25個基點和壓降1年期貸款市場報價利率20個基點。但考慮到總需求依然偏弱，潛在經濟增長率下行，融資規模和信貸增幅均處高位、資產負債表尚未明顯改善，未來信用改善與擴張的程度可能較為有限。

美財幣兩策無新猷 短期市場風險增

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

本港時間周四凌晨，美聯儲一如預期宣布維持利率不變，預計將維持零利率政策至2023年，直至通脹回升。不過上調了今年國內生產總值（GDP）至跌3.7%，明年預料增長4%。

其實，在不久前的全球央行行長年會上，鮑威爾早已表明，由於之前幾年好景時，通脹仍無法到達2%的目標水平，導致利率水平亦接近零，若經濟出現惡化，屆時將無法有效刺激經濟，故此，未來有必要容許持續多年，通脹在此目標以上，以達到平均來說符合此目標。事實上，觀乎金融海嘯至今，超低利率維持多時，量寬不絕，卻無法在實體經濟層面造成通脹上升的明顯預期，另一邊廂，增加了的貨幣供應流進金融市場，在不同資產價格上已立竿見影，如此重大的分別，自然令局方頭痛不已。

市場不看好谷通脹成效

值得留意，即使不計今年的疫情影響，上述的政策已意味着，可以盡量以增加充分就業為大前提，而局方並不擔心通脹會太高，大可以讓失業率盡可能下降，都不至於催生難以控制的高通脹，反而是能夠搞起通脹預期，才是當前急務。

如今美聯儲既無更多新的工具，只是希望透過期望管理，盡量在政策的溝通和解读上，令市場相信局方的意圖，而沒有任何誤會。事實上，平均在2%通脹目標，跟經常定在2%附近，當然有很大差別。然而，問題是投資者看不出局方可以有任何方法，具體地催谷這個通脹預期。首先，局方承諾的無限量寬，結果其實當然並不無限，在貨幣供應上亦並非外界憧憬中的急速增長。

如此一來，不難明白，何以金融市場在踏入9月份，會有一波明顯的逆轉，說是調整也好，什麼都好。是的，由美元反彈，到新經濟科技板塊為首的美股領跌，VIX向上，到金價回落，都是有別於第一季與第二季以來的市場韻律。說起來，年初先是因為疫情擔憂，投資者拋售手中所有其他資產，美元獲得追捧，美匯指數突破102。但隨著美聯儲很快出招，各地央行也出手，風險資產反彈，美元下行壓力增加，已經連續下跌5個月。直到9月1日，美匯指數曾失守92的支持。就在這時，市場出現調整，美



臨近美國大選，財政政策力度不易增加，貨幣政策目前未見新猷。短線而言，資產價格回落風險正在增加。

股回吐漲幅，美元再次顯現其避險屬性，作出反彈，但上方94的區間阻力還是很大。經過9月初的調整，VIX當時高見38.28，之前幾個月走高的資產，難免普遍回落。相比之下，金價已經算是守得不錯，目前還是在1,900至2,000美元區間整固。

大選前政策力度難加強

當然，平心而論，面對突如其來的疫情，央行可以說是動作迅速，資產價格在過去幾個月裏迅速從低位反彈，直到9月初，投資者看不到新的刺激，寧可先獲利止賺一下。無論如何，投資者要有

心理準備，在此美國大選之前一段日子，美國當地民主共和兩黨之爭意味着財政政策的力度不易增加，原本憧憬的補貼不易到位，而貨幣政策亦未見新猷，相反，資產價格已經在過去一季多漲升不少，短線而言，風險正在增加。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無直接持有上述股份，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF（2840）/招金（1818）/紫金（2899）/江銅（0358），港股市場以外的黃金ETF/白銀ETF/礦業股，以及外股及美股市場的科技股之財務權益。）

球會何價？

羅玉珣 華訪諮詢評估執行董事

享有「世界第一運動」美譽的足球，全世界有着35億粉絲。每一個球迷都擁有自己心中最迷戀的球星和最支持的球隊。眾所周知，球員們在賽場的球技是球迷討論的焦點。其實，球星所在的足球俱樂部價值也一直為人們津津樂道。

今年8月，福布斯發布《2020最有價值運動團隊排名》，其中皇馬的估值為42.4億美元，成功問鼎最具有價值的足球俱樂部和球隊，而巴塞（40.2億美元）、曼聯（38.1億美元）、拜仁（30.2億美元）、曼城（26.9億美元）、車路士（25.8億美元）、阿仙奴（22.7億美元）

亦在排名50名以內。皇馬坐擁足球領域最高估值的同時，也承擔了市場對其未來球場表現寄予的期望。

須評價品牌球員轉播收入

那麼，在評估球會價值時，我們要考虑什麼因素？其中，在評估的過程中較為重要的幾個因素包括品牌、球員陣容和賽事轉播權的收入分成。第一、品牌：如前面提到的，球會擁有品牌等無形資產。品牌價值主要取決於球會的文化內涵、粉絲量、忠誠度等。當一個球會擁有自己獨特的精神內核，廣泛的球

迷基礎與高度忠誠性時，它的品牌溢價會越被市場接受，對球會收入起到促進作用。

球會估值影響資本流向

第二、球員陣容：好的球員陣容可以提高球隊的競賽技術，更有可能取得良好的比賽成績，拉動各項收入的增長。同時，越優秀的球員，身價往往越高。對於球會而言，球員的高身價意味着高人工成本。因此，球員陣容是一把雙刃劍，需要權衡考慮它對球會帶來的雙面影響。

第三、賽事轉播權：賽事轉播權是球會主要的收入來源，未來轉播權合同及轉播收入分成機制將決定球會未來的收入水準。當球會對賽事轉播權更具有主動性時，球會的預期收入也會提高。球會作為體育經濟的重要一環，他們的估值也會對整個行業的資本流向產生影響。同時，我們也需要意識到，價值是市場買賣雙方決定，其中買方的自我偏好是最為重要的決定性因素。估值結果固然能為公眾提供一個參考，但最終的價值或許只有最了解自己心理的買家才會知道。



港府盼為香港產品「正名」。中新社

疫情疊加政局變化 美元前景轉淡

Anujeet Sareen 布蘭迪環球投資管理投資組合經理暨特許財務分析師

2020年初至今，金融市場表現反覆波動，貨幣市場亦不能倖免。美元在首季升近9%後回吐，截至8月中已由高位回落約三分之二。歐元在首季一度貶值近5%，現時已由3月份低位回升11%。我們相信現時的美元牛市一直由較強勁的美國經濟增長（由科技業帶頭）及較穩健的外貿結餘所推動。然而，美元前景或會因其他原因而改變。

導致美元轉弱的第一項長遠因素與政治相關。首先，決策官員採用現代貨幣理論（Modern Monetary Theory），實際上已到了無路可退的地步。隨着財赤急速上升，聯儲局同時擴大資產負債表規模。在第二季，美國實質個人收入錄得歷來最大的增幅。假如你不知道美國正經歷近年來最嚴重衰退，單從收入增長來看，你還會以為美國經濟欣欣向榮嗎？

聯儲局已提供一切政府所需的資金以支持經濟。然而，現代貨幣理論長遠不利於美元。不僅如此，目前於美國總統大選民調中領先的拜登（Joe Biden）在政綱中提出上調企業稅。正如2018年減稅能提振經濟增長和美元一樣，若2021年增加企業稅，將窒礙資本流入美國，繼而削弱美元表現。

中美歐政局分歧削弱美元

與此同時，歐洲和中國的政治形勢正出現分歧。歐元區已朝着財政聯盟踏出重要一步。德國最終作出表態，承認有需要無條件協助成員國，向深受疫情打擊的南歐國家給予資助，而非單純提供貸款。正如紐約州和加州的稅款無間斷上繳聯邦政府，向受到颶風卡特里娜蹂躪的州份提供協助，歐洲亦已

制定類似的機制應對新冠肺炎疫情危機。這是歐洲的一項重大轉變，朝向財政一體化邁進一大步，對歐元而言是利好進程。

另一方面，中國當局運用貨幣政策處理疫情的策略較審慎。在2008年環球金融危機和2016年商品市場崩潰之後，中國均迅速增加貨幣供應和信貸額度，但因此導致債務急增和資本錯配的情況。如今，中國的舉措較謹慎，貨幣供應和信貸增長的步伐亦較溫和。相對而言，美國的貨幣政策遠較中國寬鬆，因此對美元造成不利影響。導致美元轉淡的第二項因素，是新冠肺炎疫情對美國經濟帶來較具結構性的衝擊。雖然有許多因素導致部分國家疫情較其他國家嚴重，但其中一個共同原因似乎是服務業的規模。

由於服務業倚賴人際互動，為病毒傳播提供空間——美國是環球服務業規模最大的國

家之一，因此疫情嚴重程度與服務業規模存在一定關係不無道理。有別於二戰後出現的任何一次經濟衰退，現時主要屬於服務業衰退。隨着醫療用品，以至最終疫苗得以面世，新冠肺炎疫情可逐步消退，服務業將會復甦，失業率亦將會回落。

然而，即使疫苗研發成功，疫情對經濟的衝擊仍將持續一段時間。我們正向企業了解員工在家辦公的可行程度，同時尋找其他互動方式，重新評估商用物業的需求，餐飲業的營運方式亦出現變化。這些轉變和其他類似的趨勢意味着服務業職位難以完全復原，對美國經濟的打擊應會甚於側重製造業的經濟體。美國或需較長時間應對失業率加劇的情況，直至失業者轉投其他工種和接受不同行業的培訓。基於這個原因，聯儲局的立場略較環球其他央行寬鬆，將會為美元帶來壓

力。

美元中期內很可能再走弱

總括來說，我們相信美元很可能在中期內進一步走弱。政策趨向現代貨幣理論，美、歐和中國的政局變化分歧，以及最重要的是，美國服務業未來仍需進行長期的結構性調整，均可能在未來一段時間削弱美元表現。誠然，現時美國經濟並未像1980年代和1990年代的熊市期間出現競爭力減弱的跡象。此外，美國科技業的領導地位仍然穩固。然而，這些因素未來或許只能限制美元跌勢，而非扭轉美元整體走弱的趨勢。

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。