

警惕「十月驚奇」上演 港股短期不確定性或將上升

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

9月份以來，隨著美國總統大選的日益臨近，美國內部博弈加劇，地緣政治風險上升，美國股票市場劇烈震盪，推升全球投資者擔憂情緒，港股市場承壓下行。同時，歐洲第二波疫情來襲，市場對全球經濟復甦的憂慮加劇，投資者風險偏好下降。雖然8月份數據顯示中國經濟運行延續復甦態勢，但是疫情近期在歐洲出現二次暴發，並繼續在印度、巴西等新興市場蔓延，同時美國疫情形勢仍然嚴峻，全球疫情預計持續更長時間，這對中國經濟復甦進程構成潛在威脅。

秋冬疫情發展左右大市

隨着秋冬季節的到來，全球疫情走勢存在較大不確定性，如果在今年秋冬出現明顯反彈，或將對全球經濟和金融市場造成二次衝擊。回顧9月份行情，恒生指數下跌6.82%，收於23,459點，國企指數下跌5.95%，收於9,397點，恒生科技指數下跌6.05%，收於7,088點，港股日均成交金額為1,222億元，較8月下跌9.29%，南向資金

淨流入367億元人民幣。行業板塊方面，除工業和非必需性消費業外，9月份其他行業板塊均收跌。其中，工業上漲2.25%，表現最好，主要是受益於中國經濟復甦勢頭有所增強以及光伏板塊走強；非必需性消費業上漲0.74%，公用事業下跌3.76%，表現均好於大盤；能源業下跌11.48%，表現最不理想，主要是受國際油價下跌的因素影響；綜合業下跌9.75%，電訊業下跌8.06%，表現均遜於大盤。

美國就業表現恐呈反覆

由於勞動力參與率下降和大量臨時性員工重返崗位，9月美國就業市場繼續改善。美國勞工部數據顯示，9月美國非農就業人數增加66.1萬人，低於預期的86.8萬人。同時，美國勞工部將8月新增非農就業人數由137.1萬人以上修至148.9萬人，將7月新增非農就業人數由173.4萬人以上修至176.1萬人，兩個月合計上調14.5萬人；9月失業率為7.9%，較8月下降0.5個百分點，連續第五

個月實現下降。永久性失業人數呈上升趨勢，表明美國就業市場存在深層次結構性問題。雖然過去幾個月美國經濟活動和就業水平有所恢復，但仍遠低於疫情前水平。9月失業率處於7.9%的歷史較高水平，仍遠高於2019年12月份的3.5%。9月臨時性失業人數減少150萬人至460萬左右，表明經濟重啟後大量臨時性員工重返崗位；永久性失業人數增加34.5萬人至380萬左右，表明就業市場存在深層次結構性問題。長期失業人數佔比繼續上升。9月失業15周以上的人數佔總失業人數的59%，高於8月的58.3%以及7月的46.8%。目前美國疫情形勢仍然嚴峻，就業市場改善情況或有反覆，可能會拖累美國經濟復甦步伐。隨着美國總統大選的日益臨近，近期美國股票市場震盪劇烈，下行壓力加大，推升全球投資者擔憂情緒。9月，美國道瓊斯工業指數、標普500指數和納斯達克指數分別下跌2.3%、3.9%和5.2%。在經歷了過去幾周的回調後，當前美國三大股指仍較3月23日的前期

低點大幅反彈了49.4%-62.8%。截至9月30日，今年美國道瓊斯指數僅下跌2.7%，標普500指數上漲4.1%，納斯達克指數漲幅更是高達24.5%。在由新冠病毒疫情引發的消費需求短期內斷崖式下降，失業率上漲和金融市場波動的危機模式下，本次疫情對美國經濟金融領域的破壞程度將非常巨大，所引發的全球經濟衰退程度或將超過2008年全球金融危機時期。二季度美國GDP按年率計算下滑31.4%，創上世紀40年代以來最大降幅。但在美聯儲推出史無前例的無限量QE政策，釋放出將不惜一切代價穩定市場的預期下，本次疫情對美國經濟造成的巨大衝擊並沒有完全體現在美國資本市場上。警惕「十月驚奇」上演，港股市場短期內的不確定性或將加大。美國總統特朗普上周確診新冠肺炎，進一步加劇投資者擔憂情緒。

歷史經驗表明，10月美國經濟運行情況和股市表現可能會對美國政治局產生重大影響。美國當前經濟復甦態勢好於預期，主要歸功於前期貨幣政策和財政政策的迅速出

台，但經濟復甦路徑將取決於疫情控制情況。目前，美國新一輪救濟法案仍未出台，如果美國疫情繼續惡化或者內部博弈加劇，可能會激化社會的深層次結構性矛盾和引發動盪，加劇經濟下行風險，並可能導致美國股市出現第二輪下跌。港股走勢受美股的影響較大，尤其是在美股大幅調整的時候。

港股若調整或考慮加倉

不過，港股市場當前估值處於歷史底部區域，恒生AH股溢價指數創5年新高，如果今後一段時間港股受全球疫情形勢持續惡化或者地緣政治風險再度加劇而出現進一步調整，可能將給中長期投資者帶來入場或加倉的好機會。一旦未來全球疫情形勢緩和或者地緣政治風險下降，港股市場或迎來一波股價修復行情。

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

市場情緒未穩 資產價格波幅增

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



■ 特朗普確診加上非農數據未算樂觀，市場風險胃納收縮。

美聯社

“美國總統特朗普確診的消息，上周成為全球市場焦點，尤其是在僅一個月後就要大選這一敏感時刻。何況上周五（2日）美國非農數據未算樂觀，風險胃納收縮。

對此反應最敏感的指標之一，便是十一年期美債收益率在上周五動能增加，收漲至0.7005%，全周亦上漲。另一個參考指標是VIX，惟其表現相對反覆，即使連續上漲四日，但時間尺度長一點的話，其實是連續下跌兩個季度，換言之，近來雖然市場波幅增加，風險資產普遍回吐，但對比起第一季和第二季初，市場情緒未算太差，故此VIX波幅有限，基本保持在20至30區間內。事實上，外界仍憧憬新刺激經濟措施有望達成共識，美國三大指數雖然均收跌，但周內仍收高，而上周五（2日）即市亦由低位收窄跌幅。

大選不確定性增加

匯市的反應亦值得留意，論避險，不得不提美元。美匯指數近期走勢反覆，9月初還一度跌破92水平，隨後反彈。上周五因特朗普確診消息受到支持，結束四日連跌，反彈至93.844。總的來說美匯指數結束五個月連跌，但仍然是連跌兩個季度。

不過，最新消息是特朗普可能最快周一出院回白宮，風險偏好回升，美匯指數在周一（5日）早上已經回吐部分漲幅。只是特朗普的情況仍有變數，未來大選不確定性增加，疫情也不穩定，美元可能隨時受到避險需求的支持。只是美聯儲持續保持寬鬆的貨幣政策，限制美元的上漲空間。此外，也要關注美國新的刺激計劃，如果能達成共識，對市場氣氛有利好支持。相對來說，一直以來更避險的日圓，在上周五受到避險需求支持，高見104.94，最終收漲0.23%。周一早上便回吐漲幅，跌穿5天/10天/20日線。目前日圓有50日線支持，短線阻力在104關口，後市可能波幅增加。

金價缺乏足夠動能

至於市場另一避險之選的黃金，儘管上周五失守1,900大關，但上周整體還是累升逾2%，雖然全月則跌逾4%。無論如何，今年來整體表現樂觀，連續上漲三個季度，累計逾兩成的漲幅，只是近

期調整壓力有些大。金價面對的一是上漲的美元，二是暫時沒有新行動的美聯儲，缺乏足夠動能。但10月地緣政治風險高，對金價也產生支持，不至於有太大下行空間，仍保持上漲趨勢，但也準備好波幅增加。

當然，避險是一回事，實體經濟需求前景始終未能樂觀，加上供應方面可能未能持續減產，兩面受敵之下，油價原本既就疲弱，雖然從五月開始反彈，但上行動能仍然有限。事實上，供應方面，產油國並沒有擴大減產，美國活躍鑽油井數量增加，是兩年來首見連升三周。需求端，疫情還是不穩定，現在歐洲情況不樂觀，在疫苗量產前，都將是一大風險，經濟復甦面對較大不確定

性。此外，下個月就是美國總統大選，對中政策是焦點，影響需求前景。

油價在看不到特別樂觀消息之前難有特別大的上漲空間。受到特朗普確診消息影響，油價在上周五擴大跌幅，低見36.63美元，收跌4.31%至37.05美元，連跌第二周挫7.95%。油價結束四個月連陽，第三季度勉強收漲。

（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所述證券，本人所投資及管理之基金持有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，以及港股及美股市場的科技股之財務權益。）

港股短期或反彈 入市應量力而為

姚浩然 時富資產管理董事總經理

黃金周利好港股

中國方面，十一黃金周正式開始，今年因為疫情關係，內地市民多數留國旅遊和消費，大幅刺激內需和為內循環概念打了支強心針。相信就着以上較利好的消息，港股短期內或可借勢反彈少許，短期內恒指9月底曾試的23,100點左右水平或已是近期低位。上周，美國舉行了首場總統大選電視辯論，雙方經過一輪唇槍舌劍後，《NBC》及《華爾街日報》民調顯示，分別有49%及24%

的受訪者認為拜登及特朗普在今場辯論中表現更好，而拜登領先特朗普的支持度再度擴大至14個百分點，達到53%，市場曾一度憂慮若拜登當選，將會對美國經濟有較壞影響，美股經過一輪急跌後跌幅收窄。其實筆者認為，以現時美國甚至環球經濟情況而言，即使下任美國總統是誰亦不會和不敢對經濟問題掉以輕心，因為一旦處理不當，將會令美國經濟復甦停滯甚至倒退，屆時人民生活困苦，對政府更強烈的不滿應會更難平息，所以筆者相信就算屬民主黨的拜登當

選，未來4年皆會致力改善美國經濟，這亦可從民主黨近期草擬的刺激經濟方案比特朗普的方案更大手筆中印證。

另外，本來特朗普確診後未露面前一直令外界揣測其病情的嚴重性，從而導致市場對總統大選添了一重不確定性，例如會否押後大選或會否由另一人代替共和黨參選等等，惟現在特朗普的露面為市場減少了不確定性，短期對股市利好。短期而言，中美皆有對股市利好的消息，相信短期內地及香港股市會迎來反彈，惟投資者應切記，美國總統大選前這一個月可能還會有很多變數，投資者入市前應先考慮自己的風險承受能力。（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

西方資產陰霾中露曙光

Ken Leech 富蘭克林鄧普頓旗下專家投資經理西方資產投資總監

疫情對經濟造成的巨大衝擊史無前例，而環球各國政策官員已推出排山倒海的貨幣和財政應對措施。雖然經濟活動走過幽蔭深谷，但已大幅回升。因此，雖然目前形勢嚴峻，但環球經濟正開始展現復甦動力，令市場日益感到樂觀。美國固定收益市場方面，投資級別企業債券和高收益企業債券均為最大受益者。

美國經濟政策的首要目標是維持企業基建不變，以助經濟復甦，促使聯儲局有史以來首次直接購買企業債券。此外，每當美國經濟衰退結束時，投資級別債券的孳息率均會下跌。維持經濟復甦的關鍵目標，是降低高級別債券的借貸成本。

再者，聯儲局計劃提供的保障，包括為財政較困難的企業提供充裕流動性，以滿足其借貸需要。聯儲局公開承諾將維持非常寬鬆的立場，直至經濟展現「強勁」復甦為止，因而持續利好這個債券類別。

低息環境 美企債較吸引

對美國企業信貸的需求也來自海外投資者。隨着環球政策利率更趨一致，外國投資者的對沖成本急降。環球固定收益投資者均迫切尋求收益。

不過，已發展國家的政策利率正處於零或負水平，而且未來數年應該加息無望。以過去標準來看，美國企業債券孳息率可能甚低，但已經遠遠高於大部分已發展國家。上述因素支持環球投資者購買美國企業債券。

我們不能排除各國有機會實施更多「封鎖措施」，以應對持續的疫情爆發。環球債務負擔沉重，仍然是一項重大風險。投資者如何為部署環球經濟復甦的投資組合作出平衡？在上月的網上廣播中，我們強調的主題是對於孳息曲線走平作靈活機動的部署。我們認為，這樣能有效分散風險和對沖我們對

企業債券的偏高持倉。理論上，採取相關性為負數的策略重點，在我們必須認為其具有利好的非對稱風險／回報特質；否則，就會產生疑問：「為何不直接減持，而要進行對沖？」我們深信，這項交易具有上述非對稱特點，並認為其與息差範疇的表現呈直接的負相關性。

預期通脹不會短期升溫

雖然這種非對稱性乃根據判斷作出，但受到以下理據支持：在「避險」環境下，儘管預期孳息曲線會趨於平坦，但政策官員首要關注的是如何防止金融狀況迅速或顯著惡化，換言之央行頗有可能增購長年期的資產，作防守性部署。而更具說服力的基本論據是，我們認為目前仍處於通脹大幅放緩的環境。

這種策略隱藏了一個目的，就是一旦孳息曲線走斜，我們可把握預期利率上升而獲

利。如果投資者如我們一樣，認為通脹顯著升溫的威脅應在未來一段長時間後才會出現，則最適合採用這種策略。

不少投資者均迴避投資於較長年期的美國國庫債券，是源於其憂慮儘管通脹可能暫時維持平穩，但未來將會大幅上升，這從孳息曲線的形狀可見一斑。投資者承擔美國10年期國債的存續期風險，只帶來66個基點的孳息率；但在存續期完全對沖的交易裏，10年期與30年期國債之間的息差為75個基點。隨着孳息率極低，而且政策利率可能「長期維持低企」，我們認為上述息差的定價有助提供一個機會，建立防守性配置。

經濟復甦路漫長而艱辛

許多投資者對通脹有較大懷疑，認為在經濟復甦後，刺激政策仍會持續一段長時間，最終導致通脹出現。雖然這種情況有可能發生，但似乎最快也只在未來一段長時間後

方會出現。

我們認為市場存在太多假設。我們相信經濟復甦仍未脫離險境，並認為政策官員全力專注於防止經濟再度惡化，屬正確之舉。利率和通脹可能在未來數年保持低企。若一切發展順利，經濟仍需一段長時間方可擺脫目前困境。

令我們滿懷欣喜的是，我們在市場極度低迷時抱持樂觀態度，最終可帶來回報。然而，在這場對抗經濟下行和價格壓力的博弈中，勝利並非必然。

展望未來，環球債務在疫情危機爆發前已是嚴重問題，現在再進一步大幅增加，將會在未來數年窒礙經濟增長。因此，我們仍然認為復甦之路將是漫長而艱辛的。

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。



■ 港區國安法實施後市面回復安寧。 中新社