

# 市場波動蔓延 美元優勢顯現

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場在上周相當波動，恐慌指數 VIX 在上周三大漲 43.95%，第二日一度高見 28.84，是近期高點。全球風險資產遭到拋售，由美股暴跌，蔓延到亞歐股市受壓，再到其他風險資產，均面對沽壓。

## 歐洲政治風險升溫

政治風險在歐洲進一步上升。作為歐元區第三大經濟體，意大利債務問題繼續受到關注，今日是政府提交預算草案的最後期限。意大利的新政府在態度上一直很強硬。已經有聲音威脅退出歐元區，德拉吉出面呼籲意大利停止質疑歐元。現在局面相當混亂。

另一邊廂，德國默克爾領導的基民盟在該州的基社盟在二戰結束後，首次在巴伐利亞州議會選舉中首次喪失絕對多數票地位，這絕對是沉重的打擊。此外民粹主義不斷上升，可能利用此次事件進一步擴大影響。德國作為歐盟的領頭羊，其政治的不穩定勢必也會影響到整體歐洲的經濟和政治。

如此一來，歐元從四月下旬在美元走高後就加速下跌，雖然從下半年開始主要在 1.14 至 1.18 區間內震盪，走勢相當疲弱，缺乏明確的方向。一旦政治方面有什麼新的動盪，歐元有可能進一步下探區間支持，更不用說貿易戰對歐元區經濟增長的影響。

貨幣政策上，歐央行將如期在今年年底結束買債計劃，並在明年較後時間加息，周內通脹數據需要密切留意，將成為歐央行評估未來利率政策的考慮因素之一。料在本月下旬的歐央行議息會議上，或繼續表示收緊，並表達外圍環境風險的擔憂。

此外，上周英國首相梅一度暗示歷史性脫歐協定接近達成。受到消息提振，英鎊動能明顯增強，上周五曾經高見 1.3258。然而最新消息是，脫歐又陷入僵局，本周一會議取消，現在就看周三的歐盟會議。

不過，大部分投資者還是相對理性的。從英鎊走勢來看，也是和歐元一樣，從 4 月下旬開始加速下跌之後就一直保持弱勢，即使有脫歐的好消息，英鎊的升幅也往往有限。上周五英鎊回吐漲幅，跌穿 5 日線，最終結束三連陽，下跌 0.58% 至 1.3153。目前已經到關鍵的時間點，但英鎊還是反反覆覆，還要等真的靴子落地之後，才会有真的突破。

## 美聯儲加息步伐料不變

日圓作為避險資產，從本月初就不斷上漲。美元兌日圓從 3 月低位開始反彈，重新回到之前 108 至 115 的區間內，十月初甚至高見 114.55。但隨著擔憂情緒增強，美元兌日圓從高位回落，上周已經累積了 1.33% 的跌

幅，目前跌破 50 日線的支持。不光是上周股市的震盪，歐洲市場也令投資者擔憂，所以日圓不斷走高。

美元指數在近期升勢有所放緩，只有在 8 月中逼近 97 關口，其他主要時間都是在 94 至 96 關口震盪。最新的經濟數據包括非農和薪資增長不及預期，令投資者對於加速加息的擔憂回落，但即便如此，加上美國總統特朗普在上周連續三次抱怨美聯儲加息太快，甚至將股市大跌的責任扔給美聯儲，但預計鮑威爾還是會堅持其加息步伐。加上美國經濟數據整體樂觀，要美元指數馬上突破 100 可能比較難，但還是能維持在高位，相對其他貨幣也有優勢。



美國總統特朗普在上周抱怨美聯儲加息太快，甚至將股市大跌的責任扔給美聯儲。

資料圖片

# 美息持續升 憂刺破資產價格泡沫

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周因為美股大跌，全球市場也大幅下挫。我們判斷：之前美聯儲持續加息，而美股指標持續上漲時，市場把美元加息視為對於美國經濟向好證據；而最近市場開始擔心這會刺破資產價格的泡沫。主要原因是：美股的估值高企，美元利率升幅已經較大，而全球貿易爭端正在影響全球經濟增速。近期全球市場的波動將會明顯上升，在中美貿易爭端陷入僵局後，如果出現美國在內的全球經濟下行數據，將會加劇這一擔心。但中國保增長的政策也會不斷出台，市場傳言之中的降低增值稅稅率將會給兩市帶來較大的推動。

## 中國保增長政策將出台

由於之前美元國債利率持續上升，市場開始擔心過高的利率有可能刺破泡沫，上周包括美股在內的全球股市均出現了大幅的下行，這給高企的美元國債利率和美元匯率帶來一定的壓力。美元長期利率和美元匯率均有所下行。雖然美元匯率有所下行，但人民幣匯率仍有所下

行，而且出現了較大的波動。

上周港幣 HIBOR 未隨着美元利率上行，與美元利差有所擴大。但因為美元持續加息，香港主要銀行的存貸款利率已經有明顯上升。香港的中原城市指數持續回落，港幣的匯率上周也有所下行，但距離聯繫匯率下限仍有一定距離。

在上上周，美股回落 1% 的基礎上，上周三美股進一步下跌，雖然上周五有所反彈，但全周標普 500 下跌 4.1%。這直接影響了全球的股市，MSCI 發達市場下跌了 4.09%。新興市場整體表現相對較好。上周和最近 1 個季度，跌幅大的是周期類行業，包括工業、材料、能源與金融，顯示了市場對於經濟增長預期的下調。上周港股也隨美股和其他新興市場有明顯的回落，而且中小盤股的跌幅更大，恒生中小型股指數分別下行了 5.67% 和 5.59%，中小型股已經創最近兩年的新低。

但港股日均交易額出現周環比大增近 60%，下跌較多的中小型股和市場大跌的周四的交易

額上升很多。這顯示市場對目前的大跌存在較大的分歧，但空方力量更強。推高上周港幣交易額重要力量還包括港股通的交易，國慶假期後交易額恢復性上升，陸股通的淨賣出也有大幅增加，顯示資金整體南下的規模較大。從行業上看，港股除了電信服務跌幅較小以外，其他一級行業都明顯下行，從最近 1 個季度表現看，IT、醫療與房地產是表現最弱的行業。目前港幣的 P/E 估值進一步下降 9.7 倍，為近 2 年的最低水平，小型股的 P/E 估值更是從 10.8 倍下降到 10.5 倍。

由於之前 A 股休市，市場本就需要補跌，再受到美股大跌的影響，A 股全周下跌了 9% 左右。依然是中小盤股、高估值、和微利股下跌更多。中證 1000 的估值已經下跌到 22 倍。A 股交易額也有所上升，主要是休市的補償性上升。A 股的一級行業上周也是普跌，跌幅最大的主要還是 IT、電信服務和房地產板塊，跌幅在 10% 以上，跌幅最小的是能源；近 3 個月，能源表現最好，金融板塊次之。

# 何以美元兌發達市場貨幣漲不起來？

Jamie McGeever 路透專欄作家

姑勿論 10 月 12 日止當周的美股跌勢，美國經濟及股市表現優於世界上其他地區，再加上美國公債收益率（殖利率）上揚，毫不意外地拉抬美元走高。這卻掩蓋了美元本身分歧表現：美元兌新興市場貨幣的漲勢遠優於其兌發達市場貨幣的表現。

## 兌新興市場貨幣較為強勢

自從美國 10 年期公債收益率 6 月升至 3.25% 上方的七年高點之後，美國聯邦儲備委員會（FED/美聯儲）已經兩度升息，同時還暗示將會繼續升息，然而美股卻仍屢創新高，而美國經濟表現與之相呼應。在這段期間，美元指數上漲 1%，但兌新興市場貨幣上漲了約 4%。因此，美元兌主要貨幣表現相對遲滯令人感到困惑，特別是美元還享有美國與德國、英國、日本公債利差創下多年、甚是數十年新高的優勢。

美國兩年期與 10 年期公債和德國同天期公債間的利差為 30 年來最大；美國/英國 10 年期

公債利差則處於 1980 年代中期以來的高點，兩年期公債利差為 1990 年代初期以來最闊；美國與日本的短天期和長天期債券利差都創 10 年來最大。

## 美元匯價分裂讓人不解

今年新興市場債券對美債的收益率差明顯擴大。這當然是有原因的，那便是新興經濟體面臨令人難以接受的風險和動盪。海外投資者因此拋售新興市場債券。市場佈倉分化不一，從直觀上表明美元兌 G10 貨幣表現優異，而非兌新興貨幣，從而使得美元的這種分裂情況更讓人迷惑不解。

根據商品期貨交易委員會（CFTC）數據，對沖基金和投機客持有巨量美元兌 G10 貨幣淨多倉，但做空美元兌新興市場貨幣。美元兌 G10 貨幣淨多倉的規模目前接近 290 億美元，為近三年以來最大規模。美元兌新興市場貨幣的空倉規模則小很多，為 12.7 億美元，考慮到市場流動性低得多，這是可以理解的。

自 6 月以來的倉位變化凸顯了這方面的迷局，當時美元兌新興市場貨幣開始上漲。基金和投機客將美元兌 G10 貨幣的倉位從 79 億美元淨空倉，轉為 287 億美元淨多倉，美元兌新興市場貨幣的倉位則從 8.11 億美元淨多倉轉為 12.7 億美元淨空倉。

## 油價升抑制美元上漲

這是一個很大的轉變，也是相當大的押注，而且沒有真正得到回報。究竟怎麼回事呢？根據國際金融協會（IIF）的 Robin Brooks，美元兌 G10 貨幣表現相對遜色主要是因為油價。原油價格上漲——自 6 月以來漲 15%，今年上漲 25%，過去一年上漲 50%——已加大了美國經常賬赤字壓力，這種壓力一直抑制美元上漲。

這還是在石油在經常賬中所佔比例比以往大幅下降的情況下，儘管過去幾年呈逐漸上升之勢。但這種關係是否會保持仍要觀察。最近幾周美元和油價開始同向波動，現在油

# 人幣走貶貿戰持續 股市無運行

姚浩然 時富資產管理董事總經理

美國股市上周急挫，拖累環球股市跟隨下瀉，A 股及港股市亦不能倖免，上證綜合指數及恒指近三個交易日分別累跌 158 點（5.79%）和 748 點（2.86%）。此外，人民幣持續弱勢、中美貿易戰白熱化對 A 股、港股市有負面影響，預計近期股市將會持續波動。

## 羅素 2000 預示美股調頭

上周因為市場憂慮美國聯儲局加息步伐或加快，帶動美國 10 年期國庫債券孳息率一度高見 3.26 厘，創 7 年以來高位，加上中、美關係持續不明朗，拖累美股急瀉。其實早在美國三大主要指數大跌前，美國羅素 2000 指數早已揭示一二。傳統上，羅素 2000 指數走勢與美國大型指數（如道指和標普 500 指數）走勢都有高相關係數，而今次在三大主要指數大跌前羅素 2000 指數已先行轉勢向下，暗示大有調頭的可能。

而理性上，羅素 2000 指數是代表中、小型股份，若市場預期未來經濟轉弱，首當其衝會是小型企業，因此羅素 2000 指數作為大型指數指標亦有道理。現時羅素 2000 指數走勢未有反彈跡象，暗示美國三大主要指數短期走勢仍然有機會偏弱，美國股市走弱對中、港股市亦不利，投資者應注意風險。

## 人幣走勢左右 A 股及港股

另一方面，人民幣走勢對 A 股及港股市市場都有很大影響。中國內地經濟狀況對人民幣影響很深，現時中國經濟因為貿易戰而衍生的影響逐漸浮現，雖然 9 月中國官方製造業採購經理人指數（PMI）達 50.8，惟值得注意的是新出口訂單指數只有 48，低於 50 榮枯線，反映製造業已面對着貿易戰的後果。

事實上，不少內地生產商就美國次輪 2,000 億美元貨品加徵 10% 關稅已承受着沉重的成本壓力，若美國明年將次輪貨品關稅稅率提升至 25% 及再對餘下 2,670 億美元貨品加徵關稅，恐怕不少廠商出現倒閉潮，並可能拖累明年中國首季 PMI 回落至 50 以下。經濟轉弱會影響企業盈利還會拖累人民幣下跌，因此中、港股市面臨結構性風險，而現時人民幣中間價跌至 21 個月低位，若人民幣持續偏軟，對以人民幣計價的中資股有更大下行壓力。筆者建議投資者現階段可考慮減持部分股票，增加現金比例以應對未來的投資機會。



國際金融協會（IIF）的 Robin Brooks 稱，美元兌 G10 貨幣表現相對遜色主要是因為油價。

資料圖片

價與美元之間呈正相關性，這很不尋常。實際上，兩者之間的正相關性為三年以來最高。Brooks 稱，越來越多的分析師現在認為，有些新興市場貨幣的跌勢已經結束，使得一些貨幣看起來很便宜。土耳其里拉今年下跌 35%，就是其中之一。

如果美元繼續走強，那現在可能是要兌發達市場貨幣而不是新興市場貨幣了。

(本文有刪節)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表香港文匯報立場。