

日圓拆倉未完 去美元化加劇

金針集 日圓套息交易拆倉未完，美歐日金融資產續受壓，美國更面臨股債泡沫同時爆破危機。繼科技股崩跌後，債市醞釀新一波拋售潮。近日美國標售新一批長期國債，在投資波動市況之中認購反應冷淡，反映投資者顧慮美債風險，美元資產可能掀起更大撤資潮。

大衛

經歷上周黑色星期一後，美歐日股市持續波動，呈現過山車式大上大落走勢，可見市場信心虛怯，短期股市難言喘定。即使日本央行出口術，表明不會在不穩定的市況中加息，以圖安撫市場情緒，但相信作用有限，來自日圓套息交易拆倉沽盤仍源源不絕，日圓兌美元匯價一度稍為走強至147水平，隨即回軟，日圓拆倉沽盤無可避免繼續衝擊美歐日股。

全球減槓桿 美股泡沫高估

美國金融資產泡沫駭人，日圓套息交易拆倉可說敲響警號，掀起了全球去槓桿浪潮，其中美國股債面對沽壓不容

低估，特別是科技股存在較高槓桿，一旦資金全面退潮，調整幅度十分驚人。目前美股三大指數中，只有納斯達克指數跌幅超過10%，進入技術性調整，道指及標普指數從高位僅下跌4%至5%，未來下行空間很大。美股估計需要一段較長時間去泡沫，跌幅至少達兩至三成，估值才算返回較為合理水平。以三成跌幅計算，美股市值將縮水20萬億美元（折合近160萬億港元），接近美國一年國內生產總值，殺傷力甚大，股市大冧足以將經濟推向衰退深淵。

其實，美國經濟衰退跡象逐步浮現，企業業績不佳，這不局限於科技股，內需股也一樣表現不濟，反映高利



▲美國周三公布7月消費者物價指數，若按年升幅高於3%，顯示通脹頑固。

率及高通脹對美國消費造成影響，經濟衰退難避免。繼麥當勞、星巴克業績下滑之後，雀巢、迪士尼、希爾頓等企業不約而對前景有保留，認為餐飲、消費、旅遊等領域出現收入縮減情況。當前市場恐慌情緒升溫，高估值的美股隨時進一步崩跌。

除了美股，美債也危殆乎。美國債在環球市場波動的環境中未見有突出表

現，上周美國財政部標售420億美元的10年期國債及250億美元的30年期國債出乎意料反應欠佳，其中10年期國債中標利率為3.96厘，投標倍數為2.32，為2022年12月以來最低。

美債標售市場反應差

美債標售反應差，背後衍生三大問題，一是全球去美元化，對美債需求減



弱。二是10年期美國國債低於4厘收益率，未必能抵銷潛在風險。三是美國通脹仍未受控，難以返回2%的正常水平，投資者對美債有戒心。

美國周三公布7月消費者物價指數，若按年升幅高於3%，顯示通脹頑固，遇上經濟急速下行，陷滯脹危機，企業盈利受衝擊，減息空間也十分有限，經濟硬著陸風險大增，華爾街股市難逃大跌。事實上，有美聯儲委員直言通脹有上行風險，新移民增加推升住屋成本，地緣政治因素帶動物價上升，反映儲局委員並不是一面倒支持9月減息。

總之，日圓套息交易拆倉有餘未盡，美股最壞情況恐怕還未到，美通脹頑固制約聯儲局減息，美債沽壓重，提防美股債泡沫連環爆破，掀起更大市場震盪。

心水股 騰訊 (00700) 中海油 (00883) 比亞迪 (01211)

港股短期可望守穩萬七點

頭牌手記 沈金 上周股市三日升兩日跌，恒指經歷環球小股災，在應對恰可下，港股逆流而上，恒指收報17090點，較前周升145點，終止過去三周連跌。恒指三周失1348點，現在回升百來點，微不足道，顯示大市受壓的體態未有根本改變。

市場信心轉強

不過，我仍深信已有「曙光初現」。一是過去一周頂住環球大跌市之逆風，守得甚穩，以恒指上落的點數計，甚至可以講沒有太明顯的「股災痕跡」。蓋上周最大的一日下跌也只是跌247點而已，加上回升較爽，上周錄得不跌反升，有別於美日歐市場，實在令投資者高興，證明港股受得住考驗。當然，很大程度是過去根本沒有升過，才在這次環球股市急速調整中安然度過，無傷無痛。

現時，港股已進入一個公布中期

業績和收到股息的階段。我講過投資心法中很重要的一條是「按業績選股」，同時股市的升跌很重要的一個因素是資金的供應。現在就是踐行上述兩元素的時候。投資者在收到一筆筆股息後，可以根據已公布的上市公司業績作出評估和選擇。

對於後市，我認為八月仍是上落市，但比對七月恒指收報17344點而言，現時仍是「負數」，約低254點，若要扭虧為盈，一定要克服17300的阻力。在未有發動新攻勢時，先鞏固17000點左右的防禦，即使再有風浪，短期上落離不開16800-17400區間。經過上上落落進一步收窄防線，並適時推進，配合國家政策，內地資金及本地投資信心增強，港股有機會走出上落區間。八月是上升月雖有難度，但也不是沒有可能的事。

從月線圖看，今年已過去七個月，其升降韻律為：一月大跌，二月大升，三月微漲，四月大升，五月小



升，六月下跌，七月下跌，即七個月有四月升，三個月跌，上升仍贏一個「身位」。同去年恒指收市指數17047點比較，現指數上升43點，初步呈止跌向上之勢。所以八月份大市穩得住，並在下半月逐步推進，有序反攻，則展望九月，有減息憧憬，再升機率比回落為大。

上述就是我頭牌自行「繪製」的港股圖畫，現時仍在想像中，希望能成為現實。

牛熊更迭 生生不息

趨勢投資的秘訣 胡總旗 著名的投資大師約翰·鄧普頓說：「在悲觀主義瀰漫的時候牛市開始醞釀，在懷疑主義瀰漫的時候牛市形成，在樂觀主義瀰漫的時候牛市成熟，在人人陶醉的時候牛市結束。」這就是牛熊轉換規律。

三十年河東，三十年河西，牛熊變幻在心頭。山有峰頂，海有彼岸。漫漫長途，終有回轉。餘味苦澀，終有不回甘。勢有終，早備也。人有難，不潰也。古今中外「股災」的共同之處是沒有人能預計得到。

股市中有句諺語：漲到讓你失去信仰，跌到讓你懷疑人生。

股市有周期，就是牛市和熊市的更迭。經濟也有周期，繁榮期和衰退期。奧地利政治經濟學家約瑟夫·熊彼特說：「經濟周期並不是扁鵲體，可以摘除；而是像心跳，是有機體的核心。」我們都喜歡經濟欣欣向榮，都喜歡波瀾壯闊的牛市，但牛熊終有轉換。我們必須面對天道輪迴。沒有那個人可以改變潮起潮落的自然規律，也沒有哪個莊家可以改變股市牛熊轉換的周期趨勢。

中國傳統哲學集大成者太極文化提出，宇宙萬物是以陰、陽為基本元素的最大範圍的統一體。太極圖為派生萬物的本源。陰陽對立而統一，各自以對方的存在作為自己存在的依據。太極圖是以黑白兩個魚形組成的圓形圖案。黑為陰，白為陽，由小至大，形成雙魚圖案。由於白魚中有黑點，黑魚中有白點，黑白交集，寓意陰盛陽衰，陽盛陰衰，生生不息。

太極圖形象化地表達了陰陽輪轉、相反相成是萬物生成變化根源的哲理。個中道理其實與股市盛衰循環如出一轍。世上沒有永遠持續的牛市，也沒有永不終結的熊市。牛市永遠存在利空因素，熊市亦隱藏利好因子。

在股市中求生存，認清牛熊趨勢是投資者至關重要的頭等大事。中國內地A股在2005年至2008年演繹了一場經典的牛熊轉換，值得我們每個人學習並引以為戒。

在股市中，下跌需要很多理由，上漲則完全不需要任何理由！股票被高估，但價格卻越漲越高！在熊市中，上漲需要很多理由，下跌則完全不需要任何理由！股票被低估，但走勢卻越來越低！牛市在憂慮中誕生，熊市在歡呼聲中來臨！

無數事實證明，我們無法預測一個人在股市裏的無知程度和瘋狂程度。投資者貪婪與恐懼的天性往往驚人地一致，並互相感染和不斷強化，市場永遠在投資者貪婪和恐懼交替循環中到達波峰和波谷，完成牛熊轉換。股市表現同自己的正確判斷可能背道而馳很長時間，所以投資者要順勢而行，不要跟市場鬥氣。

旺市不估頂 淡市不估底 投資者要謹記：旺市不估頂，淡市不估底！市場總是從偏低走向偏高，然後又從偏高走向偏低，完美市場只會瞬間出現，並不多見。強勢起於弱勢，失勢起於得勢。勢無恆常，只有長短。

老股民常說，股市底部靠信仰，頂部靠理性。牛市是逐步演變的，第一期：懷疑、猶豫、謹慎；第二期：樂觀；第三期：亢奮！熊市的發展也是一波三折，第一期：彷徨、失望；第二期：悲觀、恐懼；第三期：重創、絕望。每曲交響樂都有一個主旋律，決定了音樂的靈魂。

在股市中求生存，認清牛熊趨勢是投資者至關重要的頭等大事。中國內地A股在2005年至2008年演繹了一場經典的牛熊轉換，值得我們每個人學習並引以為戒。

美日利率走向背馳 警惕外溢風險

拔萃觀點 譚曠明 上周初環球股災，隨着各央行官員出場安撫市場，風險偏好有所恢復，恒生指數於周內收復跌幅並最終站上萬七。日圓利差交易 (carry trade) 結束及預期失控或是導火索之一。日圓兌美元匯率自2023年起持續下跌，即使日本央行已先一步結束了負利率時代並取消收益率曲線控制 (YCC) 政策，但匯率仍在此後繼續跌勢破160關口，或體現日圓利差交易並沒有受到利差縮窄預期的影響，因為屆時市場對於美聯儲降息速度的判斷是不足的。

當8月公布的非農就業數據顯示美國經濟衰退風險上升，以及通脹愈來愈溫和的趨向，市場預期美聯儲降息，日圓快速升值，結束利差交易的動作在市場中產生了踩踏，日股出現驚人下跌。全球股市及數字貨幣亦應聲下跌。待恐慌情緒被消化，股市出現反彈，日本央行副行長內田真一傳遞積極信號表示「不會在市場不穩定的時候加息」，市場進一步企穩。但筆者認為，風險未完全消除，8年負利率時代的極端寬鬆政策背後，究竟藏了多大的「雷」難以預估，雖然短期的預期暫時被穩住，但利差收窄的大

趨勢並不會變，仍要警惕相關風險。另一風險點則在中東局勢上。中東局勢迅速升溫，緊張局勢激化，風險是否會蔓延值得關注。

在上周動盪開局的背景下，港股受到的影響相對較小，但觀望情緒仍明顯。傳奇投資人巴菲特特持蘋果近50%的倉位，手持創紀錄的2769億美元現金，可見股神或許也對當前的美股估值水準有所顧慮，港股整體則仍處在低位，有機會走出獨立行情。

(作者為拔萃資本集團高級副總裁，證監會持牌人士，以上僅代表個人觀點)

減息周期 防守板塊跑贏周期股

基金人語 施羅德 未來幾個月美國利率很可能會下調，本文探討哪些股市板塊和股票風格通常會在首次減息後表現較佳。

從歷史角度來看，在美國通脹率接近聯儲局的2%目標時，動能型投資策略和科技股通常表現強勁。

然而，值得注意的是，這只是整體情況的其中一方面。通脹下跌為聯儲局創造減息的空間。事實上，在聯儲局首次減息後的一年內，美國股市通常錄得雙位數回報。另外，經濟增長環境亦至關重要，尤其是當經濟衰退風險促使聯儲局啟動更激進的減息周期。利率可能在未來幾個月下調，

在此背景下，哪些股市板塊和股票風格通常會在首次減息後表現較佳呢？

首次減息後，防守性行業板塊的表現往往優於周期性行業板塊。就行業板塊分析而言，根據各行業板塊對整體金融市場的敏感度，將它們分為周期性行業板塊和防守性行業板塊。例如，科技等周期性行業板塊通常在金融市場上升時表現較佳，但在市場下跌時跌幅亦更大。

在聯儲局首次減息後，防守性行業板塊的表現往往優於周期性行業板塊。這種情況在經濟衰退期間表現得尤為明顯，可能是因為投資者尋求投資於最有可能抵禦經濟增長疲弱，並受惠於更激進減息政策的板塊。在減

息周期下，優質股和增長股通常錄得升幅，只是上升幅度略低於周期性股份。這些股票在低通脹環境下表現良好。在聯儲局於經濟衰退期間啟動貨幣寬鬆政策周期時，增長股、優質股及動能股的表現更遜色。這可能是因為投資者傾向於投資金融市場中更具防禦性的行業板塊，例如低波動性股票。

美國經濟預期不會陷入衰退，以及聯儲局可能會在9月減息，動能股、增長股及優質股跑贏大市。同時，與周期性行業板塊相比，防守性行業板塊亦可能在減息環境下表現強勁。

(作者為施羅德策略師 Tina Fong, 經濟師 Ben Read)

美匯下望101.8 金價前景看俏

商品動向 徐惠芳 美國聯儲局6月消費信貸額增89.3億美元，低於市場預期。MBA美國上周30年期定息按揭利率降至6.55厘，創16個月低位。

美國失業率從25萬人大下降到23.3萬人，令人意外，但截至7月27日的一周內，連續申請失業救濟人數實際上從修訂後的18.69萬人上升到18.75萬人。數據反映，重新加入勞動力大軍的人面臨困難。

7月份美國非農就業人數增加14.4萬個就業崗位，低於預期，引起市場對美國經濟可能陷入衰退的擔憂。數據顯示，美聯儲今年將減息100個基點。美匯指數上周五收市，在103.15水平整固，下方支持102.40、101.80，上方阻力103.80、104.60。金價在2400美元上方保持升勢，

現貨金價上周五收市，在2430美元整固，下方支持2385、2360、2335美元。不斷升級的中東緊張局勢繼續提升黃金作為避風港的吸引力。紐約期油上周五升0.85%，收報76.84美元；布蘭特期油升0.63%，收報79.66。

(作者為獨立外匯分析員)

