

半導體指數見「熊」 美衰退風險增

美國芯片股英偉達持續下跌，市場擔憂營收高增長難以持續，加上估值仍然高昂，以致沽盤源源不絕，費城半導體指數從今年7月高位累跌逾20%，陷入技術性熊市。目前美國半導體行業景氣急速下行，預示經濟衰退漸行漸近。

大衛

美國經濟硬著陸風險上升，8月非農新增職位數據令人失望，只有14.2萬個，低於市場預期的16.4萬個，同時之前兩個月非農就業數據向下修訂。此外，工資成本仍然有上升壓力，8月平均時薪按年上升3.8%，比3.7%的預期為高。聯儲局陷入兩難，在救經濟與遏通脹之間進退失據，出現政策失誤，引致經濟衰退的機率急升，美股跌市重現不令人感到意外。

黃仁勳持續賣股不尋常

上周美股跌幅超過8月初的震盪，殺傷力為2023年初銀行風暴以來最大，道指、標普指數、納斯達克指數分別下跌2.4%、3.3%及4.7%，其中標指創下

2023年3月以來最大周跌幅，納斯達克指數周跌幅為2022年6月以來最廣。

美股新跌浪形成，科技股沽壓最沉重，尤其是早前瘋漲的AI芯片股。值得留意，英偉達創辦人黃仁勳由今年6月至今減持500多萬股英偉達股份，合共套現6.3億美元，其對後市看法如何，相信明眼人都知道。事實上，英偉達營收難以長期持續高增長，目前在AI領域的GPU市佔率約八成，正面對反壟斷監管升級的風險，股價走弱無可避免，已從歷史高位累積下跌24%。

反映美國芯片股走勢的費城半導體指數由今年7月的5900點高位逐步回落至上周五的4528點，累積跌幅超過23%，步入技術性熊市，代表美國半導體行業



▲美股新跌浪形成，科技股沽壓最沉重。

景氣急速下行。事實上，多項利淡因素疊加，美國半導體行業前景不容樂觀。一是AI炒作熱潮降溫，不利芯片股融資擴展。美國AI芯片股王英偉達市值曾高見3.3萬億美元，目前已大幅縮水四分之一，即約8000億美元，降至2.5萬億美元，但英偉達沽售壓力未消，原因現時

市盈率仍高達48倍，估值非常昂貴。換言之，英偉達失寵，意味AI投資狂潮退卻，將進一步拖累美股。

美科技霸凌 自損半導體產業

二是美國科技霸凌，無理限制對華出口芯片，激發中國加速芯片國產化，



最終打擊自身半導體產業發展。根據美國半導體產業數字，今年7月全球包括芯片等半導體銷售額為513億美元，表面上環比及同比分別增長2.7%及18.7%，但據瑞銀數據，今年6月及7月芯片銷售量實際上呈現下跌，低於過去五年及十年平均數，看來全球半導體行業需求已出現新變化，相信與中國生產芯片自給率持續提升有密切關係，難怪美國芯片股大跌，有醒目資金大舉出逃，英特爾等企業投資建設芯片生產線隨時泡湯，美國總統拜登全力推動芯片生產、振興製造業的大計恐怕難以實現。

美國半導體牛轉熊，科技股出現大冧，產生負財富效應，不利私人消費，更會削弱科技企業融資能力及再投資意欲，美國經濟恐怕進一步失速下滑。

心水股

新地 (0016) 領展 (00823) 紫金 (02899)

憧憬減息 港股料再闖萬八關

頭牌手記

沈金 上周港股，四個交易日中，高點為17862，低點為17332點，差距530點，本周走勢料仍是上落市，波動就以上周為依歸，即17300至17800的500點上落。

有人問：這種上落波動，沒有方向感，何時才有較明確的走向？我認為，在聯儲局議息會議前，這種去留未決的情況還會持續，但一旦美國確定減息，港股亦將會有反應，起碼港息會有下降空間，使得香港經濟、各行各業都會受惠。

所以，我估計九月中以後，港股就會有變化。美減息日期是九月十七日及十八日，港股料在這一期間會因利率下降而引發相關行業有利好的憧憬。近日本地地產股的股價趨於明朗，正是此因素的「提前反應」。

亦有人問：美減息幅度有多少？四分一厘抑或半厘？我認為，市場仍是相信降息四分一厘可能性較大。原因有二，一是以往開始減息，都是一步一步有序進行，開始起步不會跨步太大，故起碼四分一厘是「標準答案」。至於降半厘息，市場可能有適得其反的反應，或認為聯儲局擔心美經濟出什麼大件事，降息力度非加大不可。市場反應向來敏感，弄不好會出大問題。

港息有可能跟隨美息調整

以往，美國調整利率，香港未必即時跟進，但今次我認為不同，蓋大家都等減息等到頸長，有此機會金管局還等什麼？若等就失去大家的預期，同樣不得人心，故相信香港銀行的決策者，不會將減息的時間表延

後。

對港股來講，減息當然是好事，不過只減那麼一點點，亦不可能馬上起立竿見影之效，極其量在心理上有經濟改善、壓力緩解的期待。大家仍要觀察後續發展，包括美國何時作第二次減息？有人估計，今年之內美可能減息共1.25厘，似乎樂觀一些，若有二至三次降息，每次0.25厘，合共0.75厘，亦算有交代了。畢竟美國除調整利率外，今年11月還有總統大選會對各方面有重大影響。

最後，就要回應一下9月大市的去向。我預測過可能是先低後高，到月中至月底，將有再挑戰18000點關的機會。前提是：能量要加強，入市資金保持千億以上，在基礎打穩下，這一關不會是銅牆鐵壁，衝過的機率不低！

牛市見頂 有跡可循

趨勢投資的秘訣

胡總旗

投資者特別要注意的，是當資金要素帶來的普遍快感突然變化時，必須及時從市場中跳出來。刺破2015年A股超級泡沫的直接原因就是強力去槓桿，導致流動性枯竭，引發連續暴跌。因為缺乏預測趨勢頂部的絕對有效方法，承受見頂回調風險是投資獲得回報的代價，如果不接受這個代價也就沒有回調之前的豐厚回報。

但是，冷靜回顧全球各個大型股市泡沫崩盤的前奏，共性的規律還是很多的。如以2007年A股大牛市為例，牛市見頂的跡象有：

- (1) 2007年9月通貨膨脹率高達6.1%，央行已連續加息5次，同時多次調高存款準備金率，資金流動性大幅萎縮。中國證監會多次出面提示風險，到最後動用財政手段上調印花稅等組合拳接連出擊，政策調控意願非常明顯。股價供求已開始失衡。
- (2) 2007年9月，A股平均市盈率已高達60多倍，嚴重高估；A股上市公司總市值約佔GDP的比例已高達140%，資金面已無法承受。
- (3) 成交量和股價的上漲都出現疲態，量價嚴重背離；有時市場總的成交量在幾天裏突然增加，但指數卻不漲，放量而滯脹；又或者指數創新高，但成交量卻萎縮，這意味著當前市場對股票的需求依然不旺，當前指數的上漲非常脆弱。如果是高位下跌以後的回升，即便是創新高，也只能視為反彈。

(4) 2007年10月在高點巨量創出新高，但收盤價卻比前一天收盤價低，成交量也開始萎縮，多空雙方的大規模博弈以空方獲勝結束，意味著趨勢大概率單日轉向，此時要高度警惕！

(5) 還有一種確定總體市場方向的方法，那就是關注市場領漲品種的表現。如果牛市中的領頭羊開始轉漲為跌，這是市場見頂的重要信號。

(6) 全民炒股，處處「股神」。以上六點，仍不能確定牛市將盡，但我們應該開始高度警惕，隨時準備全面撤退。其時雖然牛氣沖天，凱歌高奏，但須知大眾情緒可以一夜之間改變。流動性消失的速度遠遠快過聚集的速度，因為痛苦的心靈震撼大於快樂，恐懼比貪婪更有爆發力。

除此之外，還有兩個簡單方法可以進一步幫助我們避免巨熊的狂噬。

- (1) 股價回調，大盤下跌後，再次反彈但拒絕再創新高，且成交量開始下降。更重要的是，大盤50日均線竟然從上往下跌破250日均線，這可是死亡交叉點。如果三天內大盤不能大幅反彈收復失地，投資者必須放棄幻想，快速全面出逃！
- (2) 堅持動態止損的投資策略，一而再、再而三的止損指令被執行，代表了投資者的利潤在不斷縮水，這相當於清晰地告訴您：大盤趨勢反轉了，熊市來臨了！用虧損的事實來預測熊市來臨，這要比專家們的長篇大論靠譜得多。為方便執行，你可以把自己組合的回撤極限控制在10%—20%。

工行現價偏低 短線目標4.57元

經紀愛股

余君龍 從基本分析，內銀股於過去近10年處於一個不合理偏低的水平，預期當大市回穩，內銀會扭轉頹勢。

工商銀行(01398)的基本分析強，即使市場預期盈利受種種因素影響，但以現水平計算，預期市盈率仍在5倍以下，反映股價大幅偏低，因此目前氣氛影響大於實際基本分析。一旦投資氣候轉穩，基本分析會配合股價出現強力反彈，而目前股價水平成

為投資機構等趁低吸納的根據。

技術走勢上，工行最近出現典型的技術調整，跌穿10天及50天移動平均線的支持，不過仍高企在250天線這條牛熊分界線之上，目前三線分別在4.57元、4.42元及3.78元。預料日內拋售力度減弱，隨即可以反彈重上50天線水平。可於4.3元以下水平收集，下一個中期浪頂料在5元心理關口之上出現，第一個反彈目標是10天線的4.57元，而下線參考位則在4.2元水平。(作者為獨立股評人)



美大手減息機會增 美匯下試99.2

商品動向

徐惠芳

美國8月非農職位增長遜預期，上月新增就業人口14.2萬人，不如預期，但失業率一如預期降至4.2%，且為過去五個月來首見下滑。紐約聯邦銀行總裁威廉斯表示，目前經濟處於平衡狀態，通脹率邁向2%聯儲局目標，因此現在適宜減息。CME美聯儲監測顯示，市場預期美聯儲9月18日減息25點子的機會可能性為63%，機會高於減息0.5厘。前財長薩默斯指，就業數據並非特別差，但會令聯儲局本月減息半厘的呼聲更高。

美匯指數上周五收市，在101.18水平整固，下方支持100.40、99.80、99.20。

烏克蘭、俄羅斯地區的緊張局勢，增加對黃金的需求。例如，根據世界黃金協會(WGC)的數據，波蘭中央銀行(NBP)自戰爭開始以來一直囤積黃金。世界黃金協會統計，全球黃金ETF在8月錄淨流入28.5公噸，相當於21億美元，是連續第4個月淨流入。上周五收市，金價在2497美元整固，下方支持2475、2455美元。地緣政治方面，據彭博新聞社報



道，美國談判代表聲稱，以色列和哈馬斯之間的停火協議有90%接近達成一致。如果談判成功，可能會減少流向黃金的避險資金。

油組及盟友OPEC+表示，8個成員國將自願減產石油的時間延長兩個月，從12月才開始逐步取消減產政策，並表示如有必要，可以考慮進一步延後或撤銷增產計劃。美國能源資訊署EIA美國上周原油庫存減少687.3萬桶，預期跌37.87萬。

紐約期油上周五轉跌，收報67.67美元；布蘭特期油跌2.2%報71.06美元。紐約期油上方阻力72.85、75.65美元。(作者為獨立外匯分析員)

靈活資產配置 增加對沖工具

基金人語

李俊鋒 隨着通脹上升和股債之間的關聯性增加，最近投資者開始質疑債券在投資組合中的作用。然而，隨着通脹逐漸受到控制，債券能否有望成為投資焦點呢？

股債關聯性是傳統60/40投資組合的關鍵基石，由於疫情期間的多項因素導致通脹高企，股債關聯性於2022年中轉為正值。此後，環球央行開始採取大規模的貨幣政策行動以抑制通脹，經過數月的觀望，開始看到通脹逐漸緩和，而美國聯儲局在傑克森霍爾全球央行年會上確認了其溫和的立場。目前，通脹仍未達到目標水平，但已經從峰值大幅回落。

那麼可以得出什麼結論呢？債券會否再度在多元資產的投資組合中發揮其可對沖風險的作用？目前短期及長期關聯性方面開始發現一些跡象。

短期關聯性方面，在2024年8月

初，由於日本央行加息導致日圓套利交易平倉，以及美國就業市場數據疲軟使情況進一步惡化，金融市場因而被拋售，股市亦受到打擊，標普500指數於7月31日至8月5日期間下跌6%。然而，在這段期間債券利率率有所下跌，同時美國國債指數上升，這有助於減緩60/40投資組合的回撤。短期的負相關性會否再度重現呢？

通脹影響股債關聯度

長期關聯性方面，正如之前提及，通脹是股債關聯性的主要因素之一，並正緩慢而穩步地降溫。2024年7月的整體消費者物價指數(CPI)出乎意料地按年下跌0.1%，而核心消費者物價指數如料按年上升3.2%。這情況有利於抑制通脹。根據歷史數據，當核心消費者物價指數按年低於2.5%時，長期關聯性往往為負值。若發現通脹進一步下跌，長期關聯性可能會

回到負相關的狀態。

若重新出現如同疫情前20年股債之間的負關聯性，那麼債券將能再度成為對沖風險的投資工具。環球經濟前景穩定，以及經濟增長與通脹之間恢復平衡的背景，可能有助於債券發揮作用。

然而，即使通脹不再是主要問題，股債關聯性仍可能在多種情景下維持正值。

投資者可能對經濟增長恢復正常的速度感到失望，或可能會愈來愈擔憂財政赤字問題。這種情況下，投資者將需要全面重新評估債券在其投資組合中的作用。股債關聯性為正值可能會削弱傳統的多元化投資策略，因此需要投資者重新評估資產配置，以實現理想的風險調整回報。採取靈活資產配置及研究其他對沖工具亦可能成為駕馭這種環境的關鍵因素。

(作者為施羅德多元化資產策略師)