

就業緩慢復甦 美聯儲料續偏鴿

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，機構投資者權益類基金半年度業績排名塵埃落定，市場存量資金博弈加劇，令股市大幅波動。回顧上周行情，恒生指數下跌3.34%，收於28,310點，國企指數下跌4.25%，收於10,416點，恒生科技指數下跌4.17%，收於7,892點，港股日均成交金額為1,410億港元，較前周下跌5.54%，南向資金淨流出68億元人民幣。

6月美國新增非農就業人數超预期，失業率小幅上升。美國勞工部數據顯示，6月美國非農就業人數新增85萬人，高於预期的72萬人。同時，美國勞工部將4月新增非農就業人數由27.8萬人下修至26.9萬人，將5月新增非農就業人數由55.9萬人以上修至58.3萬人，兩個月合計上調1.5萬人。

6月非農報告顯示美國就業市場有所改善，但改善步伐比較溫和，難以改變美聯儲貨幣寬鬆政策，美股市場估值水平短期有望維持在歷史高位。筆者認為，6月非農就業人數好於預期，過去兩個月的非農就業人數小幅上修，工資增速也有所加快，但失業率低於預期，表明美國就業市場有所改善，但改善步伐比較溫和。

善，但改善步伐比較溫和，難以改變美聯儲貨幣寬鬆政策，美股市場估值水平短期有望維持在歷史高位。筆者認為，6月非農就業人數好於預期，過去兩個月的非農就業人數小幅上修，工資增速也有所加快，但失業率低於預期，表明美國就業市場有所改善，但改善步伐比較溫和。

美股市場估值短期料續偏高

美國就業市場情況是美聯儲最關注的指標之一。2021年6月美國失業率為5.9%，仍遠高於新冠疫情爆發前的3.5%水平，當前美國就業市場比新冠疫情爆發前減少了近700萬個就業崗位，預計未來1年美國就業市場狀況仍難以完全恢復至疫情前水平。因此，美聯儲或將繼續實施貨幣寬鬆政策，短期不會急於退出貨幣寬鬆政策。

投資者不必過度擔憂美聯儲貨幣政策轉

向。當前的10年期美債利率已回落至1.45%以下，遠低於今年3月末1.74%的高點、疫情爆發前2019年2.1%的平均水平、2007年美國次貸危機爆發前5.2%左右的歷史高點以及2000年互聯網泡沫破裂前6.7%左右的歷史高點。

零利率持續 股市迎上漲行情

影響海外股市的兩大關鍵經濟因素是無風險資產收益率和上市公司盈利增長。目前美聯儲預測2021年美國GDP增長率將達到7%，2022年增長率將達到3.3%。筆者預計美聯儲可能在今年底宣布削減購債規模，但利率將保持接近零的水平直至2022年底。如果未來10年期美債收益率上升幅度比較緩慢且溫和，那麼上市公司盈利增長對股市的正面影響一般會超過無風險資產收益率上升的負面影響，股票市場

有望迎來一輪盈利驅動的上漲行情。

人民幣雙向波動料成常態

隨着今年下半年中美經濟增速差距收窄和美聯儲可能宣布削減購債規模，預計人民幣匯率將保持基本穩定，雙向波動將是常態。人民幣匯率的變化在一定程度上反映了市場對內地經濟增長前景和人民幣資產的預期調整，將對資本流動、投資者風險偏好以及上市公司基本面等因素產生影響，進而左右港股市場表現。截至2021年5月底，港股市場中內地背景的企業有1,336家，包括291家H股、176家紅籌股和869家內地民營企業，佔全部上市公司數量的52.4%，總市值的80.1%和成交金額的87.2%。中資企業對應的是人民幣資產，因此內地經濟金融形勢和大國博弈等因素會同時影響人民幣匯率和港股走勢，

從而使兩者表現出一定相關性。過去16年人民幣匯率變動的歷史表明，當人民幣（預期）波動較大時，恒生指數大概率會大幅度漲跌。2021年4月至5月，隨着內地加快疫苗接種推廣工作，疊加美聯儲不斷釋放鴿派信號，美元再次走弱，恒生指數上漲2.7%。6月，中國人民銀行宣布上調金融機構外匯存款準備金率2個百分點，釋放穩定人民幣匯率預期的信號，恒生指數下跌1.11%。預計未來人民幣匯率的走勢將繼續取決於中美兩國經濟運行情況和貨幣政策預期變化、市場供求、地緣政治走向以及全球疫情防控形勢等多重因素，人民幣匯率雙向波動將成為常態。

（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）

美聯儲未收水 金價短線向好

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

自從美聯儲在6月議息會議中，釋放鷹派信號之後，投資者更加擔心，美聯儲是否會早於預期收水。隨後決策者講話顯示，美聯儲內部意見未統一，這就讓大家只能繼續關注數據和央行官員講話，希望得到更多線索。新的一周美聯儲議息記錄是焦點，不過恐怕未必會有驚喜。上周美國非農報告是焦點，明顯好於預期，是十個月來最高，但失業率高於預期。就業報告證實了經濟在改善，但還不至於強到要美聯儲立刻收水。

如此一來，美匯指數在6月上行動能明顯增加，全月反彈2.9%，但上周五結束七日連陽。美匯指數一度高見92.741後下跌，還是守住92水平，下行空間有限。十年期美國國債收益率連跌五日，回落6.58%，或先進一步下探1.4%關口；兩年期美國國債收益率在上周五跌幅擴大至7.55%。VIX重新回落，反覆下試15水平的區間支持，現在已經連續下跌五個月。

金價短線或升越1800關

此消彼長的還有金價反彈，連漲兩周。上周五金價一度升穿百日線，逼近1,800美元關口，但還是未能突破，短線有機會站上，但未必有很大的上漲空間。

白銀基本跟着金價的走勢。近日金價走高，白銀動能有增強，升穿5日和10日線，直逼20日線關口，已經連續上漲兩周。但現在還是陷在區間震盪，一時間難以突破30美元水平。鉑金原本在1,100至1,300美元區間震盪，但從6月下旬開始下行壓力明顯增加，跌至200日線下方。半個月來都是表現疲弱，未能作出進一步突破。雖然上周最後三日走高，全周還有累計1.63%的跌幅。短線還是缺乏足夠動能，至今都還未回到之前的運行區間。

其他大宗商品價格方面，倫銅繼續在調整狀態，原本從6月下旬開始下行壓力增加，近期主要圍繞百日線震盪，缺乏明確的方向，上周下跌0.39%，目前



● 金價反彈連漲兩周，逼近1,800美元關口，短線仍有機會向上，但上漲空間有限。
資料圖片

下跌步伐放慢，但還是乏力反彈，上方一萬水平短期內不容易回去。相對來說，倫鋁調整幅度有限，已經連續反彈兩周，上周漲幅擴大至3.06%，將很快再次挑戰2,600美元。

油價六連升上行勢未改

至於油價方面，產油國會議是近期焦點。有消息說，阿聯酋反對OPEC+將限制石油產量的協議延長至明年四月以後的提議，但同意從今年8月開始應每月

增加40萬桶/日的產量。而OPEC+將在新一周繼續談判。油價還是能夠保持在上行趨勢中。紐油在7月1日動能強勁，一舉突破75美元一線，單日大漲2.4%，但上周五結束三日連陽，紐油還是能守住5日線，收在75美元之上，最終連續上漲六周。

（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持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

打造高效資產管理 溝通文化成法寶

Johanna Kyrklund 施羅德首席投資總監及多元化資產投資環球主管

在上世紀八九十年代，出席企業股東周年大會或許是讓人煩瑣的事。那時候，英國仍處於「大眾股權」(mass share ownership)的時代。當時的一位前首席執行官最近向我坦言：「我們的保安人員會問，會場是否有傾斜的舞台，讓人無法向上跑。那些會議真讓人緊張。」

到了現在，這種正面交鋒的場面已不常見了。首先，在疫情封鎖期間，股東周年大會已採用線上會議形式進行。在英國和美國亦只是近幾周才開始恢復現場會議。其次，出席股東周年大會的人數已今非昔比。現在，出席這些會議的通常亦只有寥寥數個個人投資者，當中包括一些維權投資者。這些維權投資者只會在舉行最具爭議性的會議時才會到場。

這不僅是英國的情況，很多主要市場亦是如此。雖然更多人出席股東周年大會以及進行更開放的討論是較理想的情況，但了解出席人數減少背後的潛在原因亦相當重要。

問責方式正悄悄地改變或許是其中一個原因。這並不是一年只發生一次的變

化，而是我們作為代表大多數股東利益的資產管理機構與企業間全年無間斷的對話。這些對話未必可以登上引人注目的新聞頭條，但在促進企業作出積極改變方面卻發揮着一定作用。有別於在股東周年大會上透過提出動議推動進程，這通常都來得更有意義。倘若與企業管理層及董事會成員開展的對話正面，能夠從參與企業管治的過程中帶來成功結果的機會便會增加。成功的關鍵在於設定正確的基調和文化，亦即是建基於尊重和開放溝通的對話。

與客戶對話能促進企業改變

在疫情出現之前，客戶仍可以到訪我們的辦公室。那時候，他們會說我們的投資大廳非常安靜。我們不會像典型荷里活電影場面那樣花時間互相大呼小叫。相反，有禮貌地交流意見、深度分析和持之以恆地為客戶耐心累積回報才是你會看到的景象。建基於問責性、多元化觀點和信任的文化是打造高效投資團隊必要的元素。

這些原則並非一夜之間制定，而是花費多年時間才能建立起來的正確關係，

讓我們可以了解自己所面對的挑戰，並決定最佳的前行方向。

在很多情況下，文化不單塑造了我們與同事之間的互動，同時亦塑造了我們與所有持份者的交流，涉及我們的客戶、供應商、市場上的對手方，以及我們所投資的企業。

在參與企業管治的過程中，於股東周年大會上對管理層進行短期評分並不是推動變革的最有效手段。作為長線投資者，我們與這些企業的互動將會持續多年。因此，這些企業視我們為深思熟慮、對其業務了如指掌，並且真正專注鼓勵他們實現目標的投資者是十分重要的。

保持長遠關係推動持久變革

這將提升我們的影響力。例如，大約在20年前的2002年，我們首次就蜆殼的氣候目標參與到該石油公司的企業管治當中。時至今日，施羅德投資的基金經理和分析師已跟它們就環境相關議題進行了36次交流。如今，蜆殼已定下在2050年之前成為達至碳中和能源企業的目標，但我們將繼續推動它們快速行

動，並讓它們為錯誤的行徑承擔責任。這種關係和交流已歷經該公司四任首席執行官的更替，凸顯出長遠關係對推動持久變革的重要性。

管理風險「該出手時就出手」

不過，當與企業互動不足以促成足夠進展，我們在股東周年大會上投票反對管理層將是毫無懸念的事。上個月，我們已在石油巨頭埃克森美孚股東周年大會上投下反對票，結果讓該公司更換了兩名董事。而在亞馬遜的會議上，我們亦向首席獨立董事投以反對票，抗議勞工標準缺乏透明度。

我們的責任是為客戶帶來回報和管理風險。因此，我們會在必要時出售變化步伐不夠快的企業。這樣的結果代表着與企業之間的互動已無效，但在持續的協作式干預下，這種情況應很少發生。

正如戴爾·卡內基(Dale Carnegie)於上世紀三十年代出版的鉅著所言，互相尊重的對話可以贏得友誼和影響別人。這句話既適用於人，亦適用於企業。現在，資產管理機構對全球企業的影響比以往任何時候都重要。

數據勝預期 美股續吸金

姚浩然 時富資產管理董事總經理

美國勞工部上周五(2日)公布6月非農新增就業85萬人，勝於市場預期的72萬人；失業率5.9%，遜於市場预期的5.7%；平均時薪按年增加3.6%，符合市場預期。行業分類當中，6月份就業職位增幅最多的是酒店及飲食業，達34.3萬人，但相比2020年2月新冠疫情仍減少240萬個職位，隨着疫苗接種率增加及經濟重啟，酒店及飲食業就業人數仍有很大的上升空間。

此外，政府部門、專業服務及零售業分別新增18.8萬、7.2萬及6.7萬人，而製造業及建築業就業職位則下降，部分原因是因為原材料短缺導致施工延遲。另外值得留意的是，超過一半的州份將於9月結束失業救濟金援助，估計不少勞動力將重返就業市場，勞動力供應增加有望紓緩薪資上升導致通脹的壓力。

美國通脹料為時短暫

美國通脹問題仍然會是下半年最大焦點之一，如同聯儲局看法，筆者認為通脹問題仍屬短暫性問題。過去兩個月美國CPI數據由於高基數效應應升至5%，預計下半年數字有望回落。筆者認為，近期造成通脹的最大主因是由於供應短缺，過去核心CPI分類當中以能源價格及二手車升幅尤其顯著。但是，預料石油出口國組織及盟友(OPEC+)就石油減產協議將會延至2022年底，且油價已升至每桶75美元，較難進一步大升。其他大宗商品如銅價和食品價格自5月初見頂後也顯著回落。早前由於車用芯片短缺導致汽車生產放緩，導致消費者轉買二手車，因而令二手車價格急升，惟現時情況也有逆轉的可能性。由此可見，下半年通脹壓力得以紓緩。

再者，雖然現時美國聯儲局仍未有大規模縮減買債規模，但美國M2增速逐漸放緩，由2月份按年上升27%放緩至5月份上升13.8%，同時間全球M2增速由按年上升20%放緩至15%。聯儲局印銀紙的速度減慢，也間接紓緩了通脹壓力。執筆時，美國十年期國庫孳息率為1.43厘，兩年期國債孳息率0.238厘，反映孳息曲線趨平坦，有利增長股。美元指數92.33，反映通脹預期下降。

科技股或高位整固

總括而言，全球貨幣供應增長放緩，通脹預期下降，資金有機會回流至美股，近期多個股票市場如日本、韓國、內地和香港、巴西以至歐洲市場的上行動力均有下降，惟獨美股一枝獨秀。而由於孳息曲線趨平，美國三大指數中以納指的升勢尤其凌厲。

但是，從過往經驗所知，即使是業績增長強勁的美股也難獨善其身，加上美國科技股累積升幅不少，近期市寬下降，故不排除短線會有高位整固的可能。

（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

展望下半年經濟 內地PPI見頂料回落

謝棟銘 華僑銀行經濟師 李若凡 華僑永亨銀行經濟師

內地6月製造業採購經理人指數和非製造業採購經理人指數分別小幅下滑。不過鑒於製造業PMI回落主要受產出放緩影響，而需求依然較為穩健，筆者認為僅憑PMI數據預測內地經濟開始失速可能並不够。供給側因素包括缺少芯片和電力供應緊張等成為制約製造業企業的主要因素。其中汽車製造業指數連續兩個月位於收縮區間，缺乏成為行業的瓶頸。

主要原材料購進價格指數大幅回落，由72.8回落至61.2。這顯示6月以來內地一系列保供穩價的政策效果顯現。這將緩解中下游企業的成本壓力。隨着翹尾影響漸漸減弱，我們認為生產者物價指數可能在6月見頂，並在下半年緩步回落。

流動性方面，央行6月通過SLF投放85.5億元短期流動性。6月SLF操作的餘額

也在85.5億元，與投放金額一樣。這意味着多數SLF應該是臨近月底投放的，支持半年度末流動性需求。這也再次驗證了央行流動性穩為主的承諾。

不過7月以來，央行每日7天逆回購操作金額由6月底最後五個交易日每日300億元規模再次回歸100億元，也顯示央行繼續保持精準調節。

人幣儲備貨幣地位漸穩固

最新的國際貨幣基金組織數據顯示全球央行持有的人民幣外匯儲備進一步上升，由2020年的2,694.9億美元上升至一季度的2,874.6億美元。人民幣佔全球外匯儲備的比重則進一步上升，由2016年的1.08%和2020年的2.27%上升至2.45%。再次鞏固了人民幣作為全球第五大儲備貨幣的

地位。

消費券利港零售業後市

香港方面，5月零售銷售按年增長10.5%，主因是本地疫情持續受控，以及勞動力市場改善。不過，零售銷售額依然較2019年同期低26%。其中，多個板塊的零售額仍遠低於2019年同期水平，因社交限制措施嚴格，以及缺乏旅客消費。從好的方面來看，電子消費券推出，且消息指深港及港澳之間可能於7月中旬有限度通關。這兩項利好因素料將為零售業帶來支持。

若零售及旅遊相關行業營商環境隨之改善，從而帶動就業市場復甦。本地消費或有望進一步增長。總括而言，我們預期下半年零售銷售將錄得強勁升幅，全年則可

能增長15%左右。

金融業方面，5月人民幣存款按月和按年分別大幅上升5%和18%至8,211億元，創2016年1月以來新高。這可能是因為5月人民幣升值以及人民幣資產收益率吸引。然而，6月半年結效應加上人民幣貶值，可能令當月香港的人民幣存款轉跌。儘管如此，如果即將推出的粵港澳理財通及南向債券通能夠為香港帶來資金淨流入，將可能為香港的人民幣存款帶來上升壓力。

港元利率短期料處低位

另一方面，在經濟前景改善的帶動下，5月香港存款和貸款分別按月上升0.8%和0.4%。我們預期今年存款和貸款將分別錄得單位數增幅。同時，港元貸存比率（5月

跌至2018年2月以來最低的82.6%）可能在一段時間內維持在85%下方。這加上大規模的銀行體系總結餘，意味着一些短暫因素包括活躍的新股集資活動、企業派息，以及發行規模高達300億港元的銀色債，亦無阻短端港元利率維持在低位。

澳門博彩業收入料反彈

澳門方面，儘管6月博彩業毛收入跌至去年9月以來新低，但隨着廣東省疫情受控，以及港澳可能在7月中旬有限度通關，博彩業毛收入料將反彈。

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。