

美股陷調整區間 市場預期分歧顯現

黃偉棠 香港都會大學商學院金融、科技及管理系資深講師、註冊會計師、特許金融分析師

兩星期前美國股市暴跌，納斯達克100進入調整區間，失業率上升，投資者對於美國聯儲局在9月份減息的興奮情緒，被當前美國經濟整體健康狀況問題所抑制。

最近股市開始出現裂痕是在7月24日，當時標普500指數首次在17個月內下跌2%以上。現在，自2023年3月份以來最大兩天拋售後，投資者焦慮情緒已顯著升溫，美聯儲面臨等待減息太久批評，而推動股市科技公司的弱勢業績也在打擊投資者信心。再加上地緣政治緊張和美國選舉混亂情況，讓散戶投資者在2024年最後五個月中對市場前景開始懷疑。

從歷史上看，減息開始往往對股市不利。但投資者不應一直只看歷史，因不同經濟背景情況會使以歷史模型去預測未來有偏差。在正常情況下，美聯儲會在經濟衰退時進行減息，通貨膨脹會大幅下降

和企業大規模裁員。但現在可能是一個和以往非常不同的局面。

市場消息疊加困擾投資者

有一些經濟學家認為，美聯儲已有充足理由開始減息。股票市場以「壞消息是好消息」(Bad news is good news for the market)方式作出反應。所以現今股市上揚是因為經濟數據疲軟，重新喚起美聯儲減息希望，但債券市場價格實際上還沒反映出上述情況。

目前困擾市場的一件事情是，投資者在一邊不斷接收美聯儲減息新聞消息，而在另一邊有特朗普概念交易(Trump Trade)，這兩種因素都可以令市場前進的路幾乎是相反。這些經濟學家認為，當前市場處於強烈通縮經濟中，美聯儲2%通脹目標非常可行，通脹率將在2025年底降至2%至2.25%。

市場相信，這將在經濟不衰退情況下實現，市場將有一個經濟低谷期，谷底將是輕微正面經濟增長，這是十分不尋常。

另一些經濟學家持悲觀態度。很多投資者在2019年7月2日結束對標普500指數多頭投資。一是增長放緩遠遠超過美聯儲會減息所能幫助的範圍。增長放緩是股市所需要，但如果增長超過太多，那麼美聯儲減息就不足以阻止經濟衰退。

第二個風險是經濟實際上不會陷入衰退，但政治動盪導致債券收益率保持高位，而債券收益率下降才能實現軟著陸。

減息情況在目前來看是不可避免的事件。投資者可參考美國ETF(TLT US)作為美國減息指標。價格越高，減息可能性就越大。這將對香港利率以及一些關鍵資產類別，特別是房地產，產生重大影響。

通過觀察，以中原城市房地產指數為例，在2021年夏季達到近185的峰值，然後一路下跌到目前的141。許多經濟學家試圖找出背後原因，包括供力量、商業前景等，但在很大程度上，實際上是由於突然上升的利率驅動整個房地產市場下跌。但利率上升影響更加持久，這不僅使香港房地產價格處於低點，而全球房地產表現也非常相似。

樓市明年或反彈 留意房託基金

如減息即將來臨，那麼香港房地產市場將有很大機會看到一些曙光。一些香港地區二手房產交易已開始增加。價格談判槓桿開始轉向賣方。有市場投資者相信，房地產市場最終將在2025年初會有可持續反彈，建議房地產投資者可在一些香港房地產投資信託基金(REIT)或一些大折扣價值實地房產中進行中長期投資。

VIX 回落 風險胃納增

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

不難發現，儘管投資者偶然會對於美聯儲有過高的期望，但市場現實迫使大家很快修訂看法，不會執着堅持，尤其面對盈虧的壓力，不可能一意孤行或至死方休。

所謂別人的期望不等於自己的目標，美聯儲自有本身目標，市場人士的期望，連掛在口上亦未必需要，何況放在心上？

是的，近幾個交易日，儘管美聯儲完全沒有表態什麼的，作風上繼續維持原有的習慣，但投資者見形勢有變，例如日本央行不再勉強繼續加息，風險胃納馬上回升，一舉早前受壓的資產價格，馬上反彈，連續好幾天，漲個不亦樂乎，不論股金，及至加密貨幣，都在其列。

基於這一點鮮明的對比，不難發現，外界對於上週後期開展的一個短而急的跨資產大跌，最終可以真正對號入座，究其原因，其實應是日圓加息所致的套息交易拆倉，相比之下，上週的美國就業數據不振，以至所謂衰退擔憂，甚至針對美聯儲的不滿等，可能完全怪罪於此。

趁反彈減持質素轉差板塊

無論如何，短期內，不少風險資產回穩，亦與VIX由高位漸回落融合，但早前一役後，未必馬上勇進建倉，比較合理反而是趁反彈減持質素轉差板塊。

一如預期，隨著VIX徐徐回落，風險胃納順勢增加，暫時看來，這個趨勢持續，雖然，回落的速度不算快，同樣道理，風險胃納的增加亦不算快。這完全是合理的。經歷過早前多個因素同時



衝擊之下，才能產生近乎完美風暴的，多個資產類別壓力同步上升，拋售同時出現，印象很深，投資者不容易抹去。

基本因素非一時三刻可解決

是的，當時的日本央行加息，引起日圓套息交易拆倉，嚴格來說，基於日圓與一眾貨幣的息差之巨，不是一時三刻可以解決的。同理，美聯儲何時減息，減息多少，會否提早，會否有軟著陸，近期經濟數據，失業部分比想像中轉差，等等，都不是一時三刻可以解決的。甚至，美國總統大選，中東危機升溫等，也是事態發展中，亦

不見得一時三刻可以解決的。

凡此種種，都是無法一時三刻解決的，投資者有擔心自然正常。但反過來說，上述由一眾危機催生以至催化的資產價格大波動，亦自然會因為事件隨時間淡化，隨大家期望一直在調節，而有所回落！如此一來，便不難理解，VIX是在降，風險胃納是回升，但兩者都在在需時，不是一時三刻的。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

百家觀點

◆美聯儲何時減息，減息多少，會否提早等等，都不是一時三刻可以解決的。由一眾危機催生以至催化的資產價格大波動，亦自然會因為事件隨時間淡化而有所回落。
資料圖片

內地出口延續韌性 內需復甦勢頭良好

時富金融研究部

內地出口延續韌性，內需持續復甦。2024年7月內地出口金額增速高位放緩，進口金額同比增速大幅轉正，貿易順差環比收窄。按美元計價，7月份進出口總金額為5,164.7億美元；其中，出口達3,005.6億美元，進口為2,159.1億美元，貿易順差為846.5億美元，環比減少14.5%。

出口增速放緩

海外消費需求正在下降，美國和歐洲對中國汽車及其零部件以及新能源產業鏈加徵的額外關稅，導致這些產品的出口增速保持在較低水平。然而，半導體電子產業鏈在2022至2023年期間雖然受到美國行政性技術遏制措施的影響，但在基數降低和國內產業鏈的韌性增強下，出口增速有所回升。

進口表現超预期

根據海關總署的數據，7月份中國的進口額同比大幅增長7.2%，相較於上個月的負增長情況，儘管是基於低基數基礎，但這一反彈仍舊超出了市場預期。在出口增長動力減弱的背景下，內需的重要性日益凸顯。7月的中共中央政治局會議強調了提升居民收入和促進服務消費的重要性，將其視為提振經濟的關鍵。隨着人民幣匯率穩健，央行可以通過適度下調利率或採用其他寬鬆措施來降低融資成本，進而促進投資和消費活動，加強內需對宏觀經濟的支撐作用。

總的來說，內地出口仍舊充滿韌性，政府採取措施刺激消費，提供政策支持以增強內需，為經濟增長提供支撐。投資者應進一步關注內需市場的增長機會，同時留意出口市場的挑戰和變化。

(節錄)

利率若下調 哪些美股板塊最受惠？

Tina Fong 施羅德投資策略師 Ben Read 施羅德投資經濟師

隨着未來幾個月美國利率很可能會下調，我們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，在美國通脹率接近美國聯邦儲備局(美聯儲)的2%目標時，動能型投資策略和科技股通常表現強勁。

然而，值得留意的是，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，在美聯儲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美聯儲啟動更激進的減息周期。利率很可能在未來幾個月內下調，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？

防守性行業表現看好

就行業板塊分析而言，我們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。

在美聯儲首次減息後，防守性行業板塊的表現往往優於周期性行業板塊。這情況在經濟衰退期間尤為明顯，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。

相比之下，大多數周期性行業板塊通常在首次減息後的首三個月表現較差，若減息是在美國經濟衰退期間進行，周期性行業板塊的表現則尤為遜色。但在啟動貨幣寬鬆政策周期後一年，周期性行業板塊通常能提供較強勁的回報。

最初，周期性股票因減息而遭到拋售，這可能是由於經濟增長疲弱和通脹壓力緩和所致，但隨着這些股票的估值變得更低廉，而且投資者預期減息將提振經濟活動和企業盈利，這些行業板塊將變得具吸引力。不過，金融及非必需消費品行業例外，即使在首次減息後的首幾個月，這兩個行業亦普遍做好。

值得注意的是，在減息後的首幾個月，科技業普遍跑輸大市。但在21世紀2000年代初科網泡沫引發的經

濟衰退期間，科技業板塊受到嚴重拋售，其表現受到不利影響。除此之外，科技股通常會在減息期間錄得升幅。

在過往的減息周期內，動能型股票通常是表現最佳的類別。這類型的股票在減息周期前表現良好，而在首次減息後，投資者情緒好轉有助進一步提振動能型股票的表現。

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。這與我們先前對這些股票風格在低通脹環境下表現良好的分析一致。在美聯儲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。

板塊表現因時而異

實際上，在經濟衰退期間進行首次減息後，小型股亦往往表現良好。這可能是由於小型股受惠於經濟衰退期間更激進的減息措施。然而，需要留意的是，我們的分析受投資期限影響。舉例來說，20世紀1920年代小型股表現的分析顯示，在首次減息後的一年內，它們在大多數時候均跑贏大市。但在20世紀1980年代中期之後，小型股在首次減息後通常跑輸大市(這是我們分析的起點)。這種表現差異可能是由於小型股行業結構上出現變化所致，其中金融及房地產企業的佔比上升，但科技及非必需消費品行業的佔比比例下降。明顯地，不同股票風格的行業佔比並非一成不變，過往的投資策略並非未來表現的保證。

動能股料跑贏大市

基於我們預期美國經濟不會陷入衰退以及美聯儲可能會在2024年9月減息，我們認為動能股、增長股及優質股將跑贏大市。這觀點符合我們對這些股票風格在低通脹環境下表現一致的分析。與此同時，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。

內地服務消費需求漸趨旺盛

中信證券研究部

行業視角下，快消品、美妝品、消費電子、汽車、奢侈品巨頭在華銷售額增速普遍弱於全球整體。區域視角下，一線城市和東西部地區消費明顯承壓。

快消品銷售增速放緩

快消品方面，代表性快消品巨頭在中國銷售增速弱於全球整體增速，但食品類快消品消費具備較強韌性。美妝品方面，全球美妝巨頭在華業績也低於全球整體，消費電子和家電方面，全球巨頭在中國地區業績普遍承壓，蘋果在大中華區營收下降6.5%。汽車方面，全球汽車巨頭在華業績亦普遍偏弱，樣本企業中僅奧迪在中國銷量強於全球整體，高端品牌保時捷的表現尤其低迷。奢侈品方面，全球奢侈品巨頭在華業績均低於全球整體水平。

區域視角下，一線城市和東西部地區消費明顯承壓。從區域社零數據看，各區域和各線城市消費增速普遍偏低。今年上半年東部地區、東北地區、中部地區、西部地區社零增速均值分別為1.6%、3.4%、4.7%、2.2%，一線城市、樣本二線城市、樣本三四線城市社零增速均值分別為-0.4%、3.9%、2.5%。

服務消費強於商品消費

從包含了服務消費的居民人均消費支出看，服務消費強於商品消費，且旅遊大省增速較高，反映居民服務消費需求旺盛，旅遊熱情較高。我們發現2024年上半年城鎮居民收入增速較2020至2023年恢復程度越高的省份，其

消費增速往往更高，房價同比下跌越多的省份，其居民人均消費增速往往更低。

我國歷史上常用的消費政策可分為直接補貼類和鼓勵支持類，本輪目前已出台的消費促進政策延續以往基調，我們估算本輪以舊換新或拉動社零年化增速約1.2個百分點。

關注多渠道促進消費措施

鼓勵支持類政策的效果更多是培育長期消費動能、優化居民消費結構，而對短期消費的刺激力度相對有限。中共中央政治局會議對以舊換新和服務消費的促進措施已階段性落地，後續關注政治局會議提出的「多渠道增加居民收入，增強中低收入群體的消費能力和意願」相關部署。(節錄)



◆內地居民服務消費需求轉趨旺盛，旅遊熱情較高。圖為中山孫文西路文化旅遊步行街。資料圖片

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。