

經濟衰退預期升溫 美股後市料續波動

趙文利、姜越 建銀國際證券

9月初的美股以震盪開局，9月3日三大股指大幅調整，納指跌3.26%，標普500指數跌2.12%，道指跌1.51%。市場表現讓我們回想起了8月初全球市場的調整。本文將闡述本次調整的原因以及我們的後續判斷。

貨幣政策環境上，近兩月回調的大背景都是市場已經消化9月降息，但市場認為降息的邏輯從「軟着陸」向衰退情景轉變。7月底的FOMC會議和8月的傑克遜霍爾會議轉趨，市場關注的焦點從再通脹風險轉為就業市場放緩的風險兩次回調的市場情緒相似，都是由於恐慌情緒導致的拋售。8月5日VIX指數從持續數月的平穩中暴漲，8月5日盤中最高觸及65.73，對比前日收盤上漲181%，而9月3日VIX指數盤中最高觸及21.99，對比前一工作日收盤上升47%。

兩次波動前的重點股表現很相似，不及高預期的財報使市場焦點轉移到經濟基本面。8月初，已經披露的科技巨頭財報並未達到投資人的預期；8月底，英偉達對第三季度營收展望未滿足高預期，引發市場失望情緒。

但除了上述的相似，8月和9月的交易環境有略微不同。從套利交易階段來看，在日本7月31日決定

進一步加息後，8月初市場經歷了套息交易迅速平倉，而在9月，套息交易平倉基本結束，從這一角度講，如果9月6日公布的非農就業符合預期，市場進一步下行空間或小於8月同期。

美國製造業衰退成焦點

美國供應管理協會(ISM)周二公布的數據顯示，8月份ISM製造業採購經理人指數(PMI)錄得47.2，較7月的46.8上升了0.4點，但仍不及市場原先預期的47.5。放眼過去，ISM製造業PMI已經連續處於衰退狀態。第五個月位於50的榮枯線下方，這意味着，製造業的經濟活動已經連續五個月降溫。其實，如果排除今年3月的50.3，在過去22個月中，PMI在其中的21個月低於50。

着眼未來，ISM製造業細項顯示製造業需求放緩仍將持續。8月份的PMI讓人最擔憂的點在於進一步顯示了美國市場的需求放緩，這特別體現在新訂單和生產，這些具有前瞻性的數據上：(1)新訂單指數進一步陷入萎縮；(2)新出口訂單指數萎縮速度略有加快。(3)與7月份相比，產出(以生產和就業指數衡量)繼續溫和收縮，生產進一步下滑，而就業收縮則有所放緩。(4)庫存增長歸因於供需

時間錯配。我們在2023年年末就警告(逃不過的周期)不應因為服務業的亮點就忽視製造業的衰退。歷史上，服務業和製造業的走勢分化不會持續太久——由於服務業的彈性較大，更容易從負面衝擊中(疫情、供應鏈危機)恢復，但製造業的鏈條更長，對就業、投資的影響更為複雜。美國現代歷史上大多數情況下，這種分化都以服務業跟隨製造業走弱而告終。

PMI未來數月料持續走弱

PMI將持續走弱嗎？何時美國將確認衰退？配合一些數據，我們大致能推測PMI的走弱將持續數月，這很可能意味着接下來數季度，我們能看到更明顯的衰退的信號。

一方面，新訂單與庫存指數的差額是有效的先導數據，一般領先PMI指數；這其中的邏輯是企業的生產周期，只有當新訂單能夠消化產成品庫存時，企業才有動力進行後期強勁的生產。如果新訂單無法消化現有的產成品庫存，企業沒有動力進行生產。歷史上有許多次該指標從下方穿越0軸重回上方時，PMI見底反彈的情況，但目前該指數仍在0軸下方且持續走低，這說明製造業很可能會持續

低迷。庫存銷售比和PMI呈反關係。庫存銷售比反映的是需求從下游向上游的傳導。消費端居民收入提升後首先傾向於購買必需品，從而使零售業受益；生產端終端用戶的需求拉動傳導至上游後製造業的庫存銷售下降。將該數據調整以去除季節波動因素後，可以看出調整後的指標對於PMI的領先意義；目前指標區間震盪，說明現階段不處於「去庫存——拉動生產」的階段，未來製造業大概率需求乏力。

美國經濟衰退或明年降臨

我們認為接下來PMI將持續走弱，可能最終導致明年美國確認衰退。9月初的波動也如同我們在8月20日發布的報告(浪擊而不沉)中提到的一樣，市場情緒在「軟着陸」和「衰退」之間迅速來回轉換。

我們認為，在出現更清晰的經濟發展跡象之前，S&P500指數可能會在5,500點上下波動。下階段交易關注重點：9月6日非農就業(若數據不及預期將加劇衰退交易)、9月9日蘋果發布會(影響大盤科技股)、9月10日特朗普哈里斯首次辯論。

勞工數據確轉差 難怪暗示要減息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着早前美聯儲主席鮑威爾在全球央行年會明言，不歡迎勞工市場繼續冷卻，大家聚焦上周的相關數據，結果如何？

美國上週初ADP就業增長明顯低於預期，投資者便將焦點轉移至之後非農數據的啟示，最終公布的新增職位明顯低於預期，如今可以有相當明確的判斷，亦印證了何以正如筆者早前指出，近期投資者對於經濟數據的解讀，情緒上傾向悲觀。

待趨勢確認 反應必慢

基於當前經濟數據的變化，很多人重新審視認為，美聯儲不單要減息25點子，甚至要減息50點子，才可以有足夠的作用，以鎮住經濟衰退的勢頭云云。

筆者一直認為，美聯儲打從金融海嘯起，便以期望管理為政策工具，這一個方式，最有利於當時量寬和超低息環境，外界不相信央行可持續有意願又有能力執行，央行為了加強政策的可信度，便一而再，再而三的，把政策維持在特定位置上，直到大家相信。

這種方式對於危機後最有效，但之後幾次有可能要改變政策，便是其盲點。顯然，美聯儲若繼續以此為政策工具，則反應速度一定遠比市場期望的慢，數據為本，等到趨勢出現確認，隨時已是明日黃花，要加倍提速的減息才行。

後知後覺？後發先至？

換言之，過去幾年，由通脹預期突然重新出現，美聯儲等央行認為是暫時性，到後來迫不得已加大

收緊力度，提速加息，給外界一個後知後覺的印象，到近一年多，愈來愈多人認為衰退迫在眉睫，但當局仍以數據為本作為擋箭牌，仍是等數據趨勢更清楚，才肯出手，後發先至，基本上是很一致的行為模式，只要掌握到央行這套想法，市場參與者便不會一廂情願，主觀希望央行怎樣，反而是掌握到其真正決策規律。

不難想像，連對於數據為本如斯執着的美聯儲大員，都終於肯把通脹暫且放下，改為處理失業相關事宜，衰退可能性便不得掉以輕心。

新增職位數字大幅下修

事實上，除了早前JOLTS大幅度低於前值和外界預期值，ADP職位增長數據亦有類似情況，單位勞工成本增幅亦如是，上周五公布的一大堆數據，亦有啟示。最矚目的當然是非農新增職位明顯低於預



●不難想像，連對於數據為本如斯執着的美聯儲大員，都終於肯把通脹暫且放下，改為處理失業相關事宜，衰退可能性便不得掉以輕心。圖為美聯儲大樓。

期，其實私人或製造業的新增職位亦有同樣情況。而更添麻煩的倒是，上述三項，前值都有大幅下修，投資者擔心類似情況不是偶然，而是結構性存在於數據中，則更添勞工市場放緩的擔憂。

說起來，也不是絕對一面倒，起碼失業率是和勞動力參與率都符合預期，平均時薪無論按月或按年，甚至平均每周工時，都高於預期，美中不足是就業不足率略高於預期，再加上兩個月的工資淨調整大幅向下，整體而言，勞工市場走弱中。

(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股票。)

風險偏好改善 市場拋售潮有望暫退

Marija Veitmane 道富環球市場股票研究主管

風險資產損失減少，而機構投資者開始重新涉足風險交易。

美聯儲偏鴿舒緩市場憂慮

美聯儲主席鮑威爾表示，調整政策的時機已到，力求安撫市場。隨後風險資產反彈，並迎來在倉位調整後，月末資金流入股市和外匯市場。我們正在密切關注這些資金流動，以判斷機構投資者的樂觀情緒是否會引發市場上漲，還是會因為經濟衰退的

擔憂而不復存在。

8月份，機構投資者對現金的配置略有增加(55個基點)，股票和債券的配置比例均有所下降。機構投資者通過減少股票持有來應對8月初的大幅拋售，而股市在當月中下旬有所反彈。令人鼓舞的是，相較於以往的降息周期初期，當前機構投資者的股票投資比例有所下降。這讓我們有理由相信，即使經濟數據表現不佳，機構投資者也已為市場疲軟做好準備，市場的拋售可能不會那麼激進。

主動型ETF成全球行業增長新動力

黃偉棠 香港都會大學商學院會計及財務系客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

主動型類別ETF自2006年以來就已存在，到2018年才達到1,000億美元資產，但近三四年來因政策而受改變。2019年美國監管改革後令該類ETF加快上市速度，整體資產以48%複合年增長率迅速增長。全球而言，同期內主動ETF數量已增加四倍以上，達到2,761個，而這只是開始。

現在這些主動型ETF仍處於成長初期階段，短期未來將以更快速度繼續成長。在國外，一些主動共同基金經理正在將他們最優秀團隊投入這個領域，再加上其營銷團隊針對各個市場策劃推廣，預計將會有更多主動型ETF面世。

雖然正值增長期，主動型ETF行業規模仍然只是其共同基金對手一小部分。僅在美國，截至2023年底，長期主動管理共同基金資產就達到13.8萬億美元。這個發展方向絕對是正確，特別是在美國，ETF享有相對於共同基金稅收優勢。根據ICI數據，僅在過去十年中，主動管理國內股權共同基金就已經出現超過2.5萬億美元淨流出。

相較之下，根據晨星(Morningstar)數據，美國上市主動ETF在7月吸資為創紀錄的279億美元。

全球而言，主動ETF在2024年上半年佔據6,650億美元ETF淨流入創紀錄22.4%份額，並在同期內佔ETF發行41%。當然，這兩項流出來入數據之差別，也是受這兩個不同區域投資者情緒和當時市場狀況影響。

兩大利好因素助加速成長

此舉是在一些國家法規變更之後出現，因現時大部分法規僅允許被動型ETF(即指數追蹤)。南非、日本和新加坡已進行變更。法國在4月批准主動ETF上市，預計明年中國台灣將出現第一批主動型ETF。投資者接受程度亦會得到一些大型資管機構如摩根大通、富達和黑石(BlackRock)提供主動ETF幫助。這些行業巨頭擁有大型銷售和行銷團隊，以幫助透過投資平台達成分銷協議。法規和程序改革仍然是主動ETF將繼續成長速度的關鍵因素。

另一個令主動型ETF成長加快因素，是因為成本問題。主動型ETF為投資者作考慮而收取較低費用。平均美國主動股權ETF收取32個基點，幾乎是

其共同基金同業收取62個基點一半。在歐洲，相應數字分別是26個基點和112個基點。

港主動型ETF市場潛力佳

在香港市場上，這些主動型ETF並未非常受歡迎。市場仍然由那些收費高昂共同基金主導，而它們表現差異極大。例如，根據Morningstar資料，有約72個由主要國外大型資管公司以及其有聲譽的國內銀行提供專注香港股票共同基金。在過去兩年，這72個共同基金中只有2個能夠超越其基準(恒指HSI)，其餘都只有負回報。當然，目前股票市場並不處於最受歡迎時期，但仍有基金經理能主動執行出色策略並幫助投資者實現超額回報。在未來，投資者應更多注意這些主動型ETF，當其強勢到來時，相信它將成為投資者選擇的主要投資工具之一。

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。