

內地經濟韌性彰顯 前景樂觀未來可期

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

最近有多篇報道直接表達對中國內地經濟和通縮威脅憂慮，對世界第二大經濟體描繪一幅頗悲觀前景。但如果對內地經濟發展歷史表現、當前政策和未來策略有更深入分析及研究，卻會顯示出另一個完全不同或可能更樂觀的前景。

國外市場應知道不可再低估內地經濟發展。30年前，多國都不相信1980年代內地經濟政策方向改變可導致之後20年的巨變。過去四分之一世紀內地經濟變化步伐甚至還沒有被國外市場廣泛接受，而他們對內地的印象便是舊村莊、無邊際農田和低生活水平。內地在這20年已解決很多在社會及經濟上的問題、障礙、困難。而現在，當我們開始在各領域迎頭趕上這些西方強國時，增長速度稍為放緩，便被認為開始懈怠。這甚至不是一個公平公正的評述。解決方法不會只得一個，不同的只是時間、效果問題，而歷史將會證明一切。

擁成功應對金融風暴經驗

多位分析師報告中指出，他們憂慮通縮會引發內地經濟螺旋式下滑。但更重要的是要記住，內地過去面臨類似經濟挑戰，並成功應對。如1997年亞洲金融危機期間，內地面對一段通縮時期。當年危機導致出口需求下降，政府實施一系列大規模財政刺激方案，增加基礎設施項目，如高速公路和機場支

出，有助創造就業機會和增加收入，從而刺激消費並幫助經濟擺脫通縮。另外，人民銀行也實施貨幣政策來對抗通縮，降低利率和儲備金率，並鼓勵貸款和增加貨幣供應。這些措施幫助克服通縮，穩定經濟增長道路，亦顯示出其經濟韌性。根據世界銀行數據，1997年和1998年，內地GDP成長率分別為9.3%和7.8%，仍遠高於全球平均。

工資增長已超越生產力增長

有其他分析文章指出，內地入門級薪資下降反映經濟困境一個主要現象。但這種趨勢也可被視為快速發展經濟體的自然調整。隨著內地由製造業為基礎經濟體轉變為以服務業為基礎經濟體，工資結構勢必會發生變化。據國際勞工組織一份研究報告分析，內地實際工資增長已超過生產力增長，這表明工人薪酬亦從經濟成長中受益。事實上，報告指出，2005年至2022年間，內地實際工資增加近三倍，而勞動生產力增加近一倍。

內地經濟結構與日韓迥異

至於近期多個大行經濟分析師將內地目前的情況與日本「失落十年」和1990年代末韓國經濟挑戰進行比較也是極具誤導性。與日本不同，日本在那時已開始面臨着人口迅速老化和政策欠缺靈活性不足

深究，而內地則有一個相對年輕人口的進取政策。加上政府已顯示出願意實施大膽經濟改革意願，相信要跟隨情況不同的日本後塵亦非常困難。根據聯合國數據，2023年，內地只有少於20%人口年齡在65歲以上，而日本則超過30%。同樣，在比較韓國方面，該國是由於外部因素面臨嚴重金融危機，但中國目前的挑戰主要是內部，因此會相對更容易管理。據世界銀行數據，2023年，內地外債佔GDP比例只有15%，而1997年，也就是亞洲金融危機爆發前，韓國比例為33%。所以兩國情況都不可以直接作比較。

發展潛力續推動經濟成長

有投資分析員亦質疑內地依託科技創新和南半球（如非洲）來推動未來成長策略。這種環球策略並非沒有先例。美國在上世紀已鎖定期歐洲為戰略夥伴，亦成功地利用科技創新來推動經濟成長並保持全球競爭力。

中國與南半球開拓新經濟發展路線是一種打通全球經濟策略的舉動，旨在多元化其市場，減少對發達經濟體的依賴。這種策略已產生積極結果。由2009年起，中國已成為非洲最大貿易夥伴。據中非研究倡議組織數據，2023年，中非貿易超過2,500億美元。而在科技開展方面，國家提升其實力之結

果亦有目共睹。據2023年全球創新指數，中國排名第12，超過許多發達國家。所製造之高科技產品亦多為全球銷量之首。

另一類研究報告，更直接以短視角度分析，批評政策推出的過程慢而忽視內地正採取積極措施來應對經濟挑戰。如早前人民銀行行長易綱聲明，將消除通縮問題作為優先事項，表明政府並未忽視這個問題，而是積極尋找解決辦法。這一轉變，亦不能夠以其他國家之政策作為依據。一個擁有14億人口的世界第二大經濟體系，策略不能和美國甚至歐盟作直接比較。

蹄疾步穩應對經濟挑戰

問題其實是明顯的，決策者不會無動於衷。一部分政策固然要立刻解決問題，以快打慢，但這個巨輪亦需要時間接收信息，引擎啟動以至向前推進。美國有3億人口，尚且用了2年時間才擊破通脹。市場對於一個擁有14億人口的國家需要多少時間解決問題應心中有數。

總括而言，雖然國家經濟無疑面臨着挑戰，但歷史證據和當前趨勢表明，它具有克服這些挑戰的韌性和政策工具。市場參與者應該意識到，國家目前是衡量經濟轉型所帶來的機會，而不是以悲觀態度看待短期經濟之未來。

美聯儲9月料減息25點子

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

臨近美聯儲9月議息，投資者對於25點子或50點子的減幅，爭論不休，直往經濟數據裏鑽，希望尋求準確答案。

前周既已消化大量就業數據，上週則由通脹數據主持大局。日前公布的扣除食品及能源價格的核心消費物價指數（CPI），顯示略為高於市場預期，最新公布的生產物價指數（PPI）亦略加速，惟無太大意外。事實上，上週公布的出口價格指數，不同層面，不論按月或按年，都低於預期。

美國經濟非急降溫

這符合美聯儲主席鮑爾全球央行年會轉向之意。當局有意轉向，由原本相同程度的關注通脹和失業，到如今是較多留意失業的惡化，以至實體經濟的衰退危機云云。

投資者對號入座，一下子又變成對於經濟衰退看得太重，全部側重在失業數據什麼的，實際上，相關數據並非一面倒，何況外界亦非事先完全沒有先兆或準備。

值得留意，上周五公布的密歇根大學情緒指數/現況指數/期望指數等，呈現當地經濟其實不大差，即使上週公布的申領失業救濟金人數，不論首次或持續，都僅輕微高於預期，反映當地經濟並非急速降溫。

維持年內減息一兩次預測

如此一來，相信可以達到筆者由2023年底以來一直預測的結果，就是2024年底前，美聯儲將減息一至兩次，基於央行官員的慣常作風，起步不太急，25點子遠比50點子來得合理。何況，就各地相繼減息的步伐而言，早前歐央行亦剛決定再減25點子，如



● 早前歐央行決定再減25點子，美聯儲以同樣步伐，在9月減息25點子是較合理之選。 資料圖片

此一來，美聯儲以同樣步伐，9月減息25點子，應是較合理之選。

打從金融海嘯以來，全球各地資產表現，基本上最主要的決定性作用，起源於貨幣政策的或鬆或緊，畢竟，持續寬寬和超低利率，自然衍生無懼甚至無視風險的行為，而加息足夠多足夠快，自然令不少人損手，之後再進場的意慾亦會減少，當利率和通脹回復正常水平後，投資者衡量風險和回報的基礎，亦一併改正過來，其實這才是長期正常狀況的表現。

日本利率正常化難推進

提到貨幣政策影響投資決策，不得不提日本央行的利率正常化大計。儘管很多人寄予厚望，但其實經過

月前的一下震盪，當局推進利率正常化的壓力，明顯增加，未必可以快速，但基於當局的慣常作風，堅持目標是可能的。

如此一來，整體市況有可能持續出現來自歐美等地減息，而日本持續憧憬加息，則來自日圓利差或套息交易帶動的風險資產升勢，有可能略為收斂。

至於貨幣政策以外，未來多個星期，美國總統大選仍是焦點，目前看來，哈里斯勝算較高，若真的形勢大定，風險胃納有較大支持，否則，風險資產的波動率將回升。

（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。）

美聯儲局減息在即 債券投資具吸引力

Michael Krautberger 安聯投資全球固定收益首席投資總監

我們預計美國聯儲局將在9月18日的會議上減息25個基點，將聯邦基金利率的目標區間降至5.0%至5.25%。然而，鑑於近期勞動市場疲軟，且部分美聯儲官員提出提前減息的評論，因此不能排除減息50個基點的可能性。

即使美聯儲在9月會議上僅減息25個基點，如果有證據顯示勞動市場進一步惡化，美聯儲有可能在隨後的會議上進行更大幅度的減息。

近幾周，利率市場已經開始預估美聯儲將在9月開始減息周期，目前預估到2024年底減息約100個基點。我們持有相同看法。對於債券投資者而言，我們認為宏觀及政策背景仍有利於根據美國收益率曲線變陡預期而構建的投資組合。

美國經濟目前並未亮起即將衰退的警號。失業率

為4.2%，以歷史標準來看仍然偏低，失業率上升的部分原因是勞動力供應增加，而非勞動力需求減弱。聯儲局的雙重任務，包括就業率最大化與穩定物價皆觸手可及，我們的基本預測仍是經濟走弱，而非硬着陸。

然而，最近的美國調查指標顯示製造業活動持續疲弱，而經濟中最重要的服務業也有放緩的早期跡象。此外，有初步跡象顯示，消費需求正在降溫，尤其是低收入家庭的支出，在招聘步伐放緩及平均收入增長疲弱的背景下，開始受到壓力。因此，我們認為美聯儲是時候採取行動，並預期在9月18日的會議上減息25個基點，將聯邦基金利率的目標區間降至5.0%至5.25%。

由於美聯儲偏好的核心PCE通貨膨脹指標也逐漸

接近2%的目標（目前為按年升2.6%），美聯儲決策官員最近的評論顯示，如果勞動力需求進一步下降，他們願意採取果斷行動。因此，我們不排除在今年後美聯儲會議上出現更大幅度減息的風險，尤其是當勞動市場活動惡化的速度超過目前預期，且通脹持續朝目標邁進。

對於債券投資者而言，我們認為未來幾個月主權債券利率很可能下調，而債券投資在經濟周期目前所處的階段具有吸引力。

美國長存續期債券看好

在許多主權債券市場中，尤其是在美國和歐元區，我們偏好存續期較長的債券，從而在收益率曲線陡峭化中獲益。

減息步伐趨明朗 關注A股結構性機會

安昀 施羅德基金管理（中國）有限公司副總經理

8月份金融市場震盪，從市場行業板塊來看，銀行、能源和交通運輸等高股息類行業的抗跌能力較強，增長類行業走勢相對疲弱。現階段，我們對金融市場持中性偏謹慎的態度。

由於9月美國聯儲備局（美聯儲）減息的可能性趨於明朗，內地A股各板塊仍存在結構性機會，因此我們傾向持有一定的倉位，以捕捉結構性機會。

企業步新業績期

第一，從7月的內地經濟數據和近期的企業中期業績來看，經濟和企業盈利似乎仍處於尋底狀態。有兩個關鍵字可以概括這種趨勢，一個是階段性的

「內需不足」，另一個是階段性的「消費降級」。從年報角度而言，這反映收入和利潤率的階段性雙重下跌，對企業盈利造成壓力。若企業中期業績期結束，我們可能需要重新評估金融市場的估值和盈利狀態。

美國減息信號明確

第二，9月美國減息信號趨於明確，金融市場在經濟數據疲弱和貨幣政策加強之間尋找平衡。我們認為美國經濟「軟着陸」的機率很大，其減息力度可能不如金融市場預期般激進，預計可能減息50個基點。

第三，我們依然能夠找到一些結構性投資機會。

考慮到目前股市估值處於低位，股票市場很可能會出現結構性機會。所以我們仍持有一定倉位以尋求超額收益。

高股息行業可吼

我們認為值得關注的行業包括：高股息（重點關注股息/盈利的可持續性）、部分低估值白馬股、運動、機械工程、電力設備、太陽能光伏和電子半導體等。

第四，從長遠角度來看，我們建議從兩條線索中尋求收益。首先是股票中的類債券資產，即高股息資產。這一類股票的邏輯與長債相似，在利率長期下行的背景下，一些負債期較長的企業，將會持

日圓套利交易風險再起

時富金融研究部

今年以來，全球主要央行的貨幣政策走向充滿不確定性，且多國即將迎來選舉，地緣政治局勢持續緊張，這些因素導致全球金融市場在「減息預期」和「經濟衰退預期」之間反覆切換。在7月至8月份，美國疲弱的經濟數據引發市場擔憂，投資者擔心美聯儲可能會因為行動遲緩而導致美國經濟無法避免「硬着陸」。與此同時，日本央行意外採取強硬立場，促使日圓升值，進而觸發日圓套利交易的大規模平倉，這一連鎖反應波及了從美國到亞太地區的股市、債市和匯市。

日央行偏鷹觸發套利交易

經過一個月相對平靜的市場局勢之後，類似的情景再次上演。9月6日，美國發布的8月非農就業數據未達預期，令本已緊張的投資者情緒迅速轉向對經濟衰退的擔憂，標普500指數和納斯達克指數分別創下了自2023年3月和2022年3月以來的最大單周跌幅。芝加哥期權交易所波動率指數（VIX）攀升至22.38，單周漲幅約49%。大宗商品價格也普遍下跌。

在9月9日的亞太交易時段，日本225指數期貨一度下挫超過5%，亞太股市大多數處於下跌狀態。業界提醒，近期日圓套利交易再次活躍，隨着日本央行可能繼續加息，日圓兌美元匯率預計將持續走強。這種情況下，套利交易的進一步清算可能對全球市場造成更大衝擊。

基於日本央行政策對日圓套利交易的潛在影響，日本央行的貨幣政策前景與美聯儲同樣關鍵。儘管日本第二季度的GDP數據有所下調，但修正後的數據基本在誤差範圍內，並未改變市場對於日本經濟復甦的看法，也未有動搖市場對於日本央行將進一步加息的預期。甚至市場上有觀點認為日本央行的加息步伐可能會比預期更快，這將進一步縮小美日之間的利差，並可能推動日圓進一步升值。

或導致全球市場連鎖反應

然而，隨着日本央行貨幣政策的調整，尤其是加息預期的增強，導致日圓兌美元匯率走強，使得依賴低利率環境進行套利交易的投資者面臨着平倉壓力，從而對全球市場產生連鎖反應。日圓作為避險貨幣的地位，使其在市場不確定性增加時往往升值，這也意味着任何有關日本央行貨幣政策變動的都可能引發市場波動。

從投資策略的角度來看，面對全球經濟不確定性的增加，投資者需要更加關注不同國家和地區貨幣政策的變化趨勢，以及這些變化可能對市場流動性產生的影響。同時，鑒於日圓作為避險資產的重要性，其匯率變動對於全球市場的影響不容忽視。因此，投資者除了關注美國經濟數據外，還需緊密跟蹤日本央行的動向，以及日圓匯率的波動情況。

續尋找長久期的高收益資產。高股息股票是不錯的選擇，但在選擇時要注意企業派息、盈利能力和商業模式的可持續性。

兩線索助尋收益

其次是中國企業在全球產業鏈中的競爭。近兩年來，我們仍能看到不少企業在環球市場中持續取得份額，這是比較少見的結構性增長領域，值得仔細發掘。

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。