

內地挺經濟新政提振 市場樂觀情緒升溫

黃偉棠 香港都會大學商學院會計及財務系客席講師 註冊會計師及特許金融分析師

隨着內地及香港股市創下自2007年以來最佳兩周漲幅，恒生中國企業指數自上月低點以來已上漲36%（兩周內上漲超過27%），為2007年8月以來最大漲幅。大部分漲幅來自內地9月24日大規模刺激政策。有些股票在幾天內價格翻倍，投資者寄望國慶假期消費數據能進一步推動市場。

憧憬內地續推經濟措施

刺激政策引發買盤浪潮，並使散戶投資者蜂擁入市。內地股市前景在很大程度上取決於政府會否推出更多具體措施來支撐經濟。一些投資者也在等待

國慶假期消費數據是否顯示消費支出有所改善，預計未來幾周會宣布更多以消費為導向財政刺激措施，如社會福利。黃金周假期間旅遊需求強勁，旅遊交通成長迅速。據新華社報道，內地在假期首日鐵路客運量達到2,144.8萬人次，創單日紀錄新高。全球資產配置終於重新檢視中國股市亦會成為重要推動力。

自人民銀行下調關鍵利率、存款準備金率和抵押利率以來，樂觀情緒佔據主導地位，隨後中央政治局會議提出加力推出增量政策支持經濟，主要城市放寬樓市限購。目前樂觀情緒也蔓延至其他資產類

別，鐵礦石價格近日飆升。恒生中國指數相對強弱指數（RSI）周三飆升至91，超過70漲幅過大門檻。

投資宜關注股票基本面

筆者認為，投資者應警惕在近期飆升30%至40%的股票。一些股票幾達歷史高點，價值甚至乎被高估太多，這些股票缺乏增長基本因素，亦只是隨「市」逐流，對基金來說是一個減持機會。投資者應密切關注這段期間房地產銷售數據，這將提供近期房地產股票漲勢能否持續線索。

隨着內地相關股票在香港的交易急速反彈，港元供應趨於緊張，一個月期資金成本連續10天上升，達到自7月底以來最高水平。據香港存託結算數據，貨幣掉期交易量也達日均量近六倍。

港元趨強 中期利率或續下行

這種激活，對於與美元掛鈎貨幣來說是罕見的。季末銀行流動性監管檢查和最近本地債券發行等季節性因素也推動對港元需求，使其接近固定範圍內最強水平。如股票資金流入持續且貸款需求上升，市場預測中期利率會繼續下行趨勢。

憧憬刺激政策 全球聚焦中國

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近日全球焦點，依然是三分天下。以全球資產配置的大策略計，仍然是貨幣政策，尤其是美聯儲如何數據為本，而即市焦點卻落在中東地緣政局的升級，以至中國經濟刺激舉措的反應。經歷周末的沉澱後，投資者對於三大主導因素，排位可能有所轉變。

姑且由上而下，由全球宏觀布局講起吧。純粹以經濟數據論，上週四美國公布的首次申請失業救濟金人數大幅多於預期，亦多於前值以至向上修訂後的前值。至於持續申請的部分幸保不失，低於預期亦低於前值，甚至向下修訂後的前值。如此一來，整體勞動力市場的冷卻情況未見惡化，表面看來美聯儲並無迫切性，但考慮到挑戰者裁員人數按年大增五成三，則又可能另作別論，令當局頭痛不已。

美數據勝預期 減息概率大降

然而，上周五公布一大堆的勞工市場數據出奇地好，非農新增職位大幅超過預期，亦比原值以至各上修訂後的原值為高，類似情況亦發生在私人就業以至製造業，同時2個月工資淨調整為增加，失業率回落，平均時薪按月或按年皆有增加，勞動力參與率持平，就業不足率下降，整體數據一致反映，美國當地勞動力市場沒有想像般差。這就影響到市場評估減息半厘的機會率下降。正好



● A股復市後，即使有獲利回吐壓力，預料亦無礙整體大漲小回的格局。資料圖片

解釋了9月減息半厘，其實只是為7月應減而未減的25點子作補償，再為11月美國大選時可能保持中立之下不想減息，如今已有充分理據，大可繼續數據為本。

中東危機沒完沒了

至於中東方面，以色列和伊朗繼續拳腳會友，刀兵火筒禮尚往來，自然令全球都關注，隨時有所謂擦槍走火之虞，則會大大扭轉當前稍為樂觀的形勢。可以說，中東危機未嘗止息，剛好相反是沒完沒了，但正如筆者多次指出，這類危機對於市場人士來說，最關鍵的是第一下的槍聲，在畫面上最震撼，但資產價格的避險反應很快完成，稍縱即逝，不會為時

太久。

內地經濟向好 A股續看俏

餘下的真正關鍵，落在內地陸續推出刺激經濟方案值得留意，樂觀部分來自內地經濟，A股或港股的升勢已經可以說明之，黃金周期間，港股氣勢如虹，相信A股復市後，即使有少量的獲利回吐壓力，但亦無礙整體大漲小回的格局，皆因投資者目前放眼的是全局，在經濟預期上是結構性的轉變，是新思維新作风。

（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。）

美聯儲大幅減息 通脹風險驟增

George Brown 施羅德資深美國經濟學家

鑒於對「中性」利率水平的不確定性，我們擔心激進的減息周期或使通脹風險重燃。當美國聯儲局以半厘的減幅開啟減息周期，通常會引起投資市場關注。美聯儲曾於2001年1月和2007年9月（即美國經濟陷入衰退前三至四個月），以及在2020年3月全球疫情爆發之初實施同樣舉措。由於這種舉措的表象，我們曾假設美聯儲會借鑑1995年、1998年和2019年中期調整的做法。在那三次調整中，經濟增長放緩（而非衰退）促使美聯儲以常規的四分一厘減幅開始減息。

惟聯邦公開市場委員會（FOMC）選擇了更激進的半厘減幅，與我們和路透社調查的其他100位經濟學家91位的預期相悖。儘管我們可以理解美聯儲主席鮑威爾的邏輯理據，但我們認為如此激進的貨幣寬鬆步伐是不必要的。中性是一個不精確的概念，它不是一個可測量的數字，而是一個理論上的

利率水平，既不會太緊縮，也不會太寬鬆，以使經濟增長和通脹回到穩定及可預測的軌道上。但是，如果出現激進的減息周期，同時美國經濟若比美聯儲政策制定者預期的更有韌性，美國貨幣政策最終可能過於寬鬆，或會低於中性水平，而重燃通脹危險。

美國經濟數據仍疲軟

美聯儲理事鮑曼（Michelle Bowman）似乎也與我們有相同的顧慮，她在9月份的議息會議上支持減息四分一厘。她認為美國勞動力市場仍然接近充分就業，即使近期受數據計算和移民問題影響而出現疲軟跡象。儘管通脹已經明顯緩和，但她認為宣布勝利為時尚早，因此最好以適當的步伐前進，以避免不必要地刺激需求。

但鮑曼顯然處於少數派。聯邦公開市場委員會成員

對2024年底利率的「點陣圖」預測，到年底將在目前5.00%至4.75%的聯邦基金利率區間基礎上再減息半厘。而我們目前預計美聯儲將在11月和12月分別減息四分一厘，而此前我們預計只會在12月減息。再加上9月份的大幅減息，這比我們之前預期的多減息了半厘，促使我們上調原本已高於共識的2025年2.1%的增長預測。

減息步伐明年料趨緩

在我們看來，無意中低估中性利率的風險大於高估它的風險。這需要採取比當前點陣圖所預期更為審慎的寬鬆步伐。因此，我們的預期仍然是，委員會將在2025年3月和6月分別減息四分一厘，然後暫停減息步伐，以評估屆時已經實施的寬鬆政策（累計減息一厘半）的效用。如果通脹隨後保持受控，這應該為2026年的進一步適度放寬貨幣政策打開大門。

全球市場仍波動 優質股及增長股料跑贏

安聯投資

雖然美聯儲於9月減息已在市場預料之中，但這無礙其成為市場的分水嶺時刻。雖然投資者面臨的機會或不會在一夕之間改變，但我們認為，減息標誌着科技股及現金（或類似現金的投資工具）是唯一具吸引力選擇的時期，已開始走向終結。我們認為，軟着陸依舊是美國經濟最有可能出現的結果。未來的利率走勢（包括減息的速度及新的中性利率）仍然充滿變數。

然而，我們認為市場預計的減息次數，是多於軟着陸情境所顯示的水平，而市場定價跟隨預期作出調整，也許會成為未來波動性的來源之一。總體而言，此種環境應當對債券及股票有利，特別是已發展市場股票、投資級別企業債券及主權債券。

我們從8月短暫的市場動盪中得知，在當前不明朗的環境下，投資者對每一個數據點都進行了仔細分析：對於新出現的機會，投資者將希望考慮採取主動型選股方針。

市場預期未來一年全球將累計降息135個點子，而今年6月底時的預期僅是減息75點子。大部分減息預期將在美國發生，其減息幅度將高於軟着陸情境下預計的水平。因此，我們認為市場定價

或會跟隨預期作出調整，從而引發波動性。

美國經濟衰退風險上升

總體而言，我們對未來數月的前景持正面態度，同時承認我們正在進入低於潛在增長的時期，下行風險自然將會增加。雖然並非我們的基本情境預測，但美國經濟衰退的風險有所上升。挑戰在於，經濟低迷的可預見性往往不高：在經濟衰退到來之前，勞工市場數據往往並未觸底。

隨着中東及俄烏衝突的發展，能源價格面臨再度飆升的風險，地緣政治因素將成為波動性的持續來源。美國大選近在眼前，勝選者制定的政策有可能會對市場產生持久的影響。面對風險，歐洲亦未能置身其外，法國及德國忙於處理內政，而經濟增長及金融穩定性則表現脆弱。歐元區面臨更廣泛的不穩定性風險，這會對債券市場造成影響。

企業盈利增長估計相對集中，若然企業公布的盈利未盡人意，投資者亦會感到不安。總之，在經歷一段相對平靜的市場時期（儘管波動性偶有上升）後，投資者應對2025年結構性波動性可能捲土重來作好準備。

在利率較低的環境下，優質股及增長股將跑贏大市，雖然環球經濟增長正在放緩，但這並不該一定被解讀為股市看跌信號。隨着通脹及利率的回落，經濟增長放緩可能利好優質股及增長股，且我們預期這兩類風格的股票有望於未來數月內跑贏大市。事實上，環球經濟的命運在很大程度上取決於，在經濟增長放緩的途中，利率、增長及物價之間能否取得平衡；然而，目前所有跡象均表明將取得有利結果。

科技股受惠減息續看好

今年餘下時間市場可能會出現一些波動性，尤其是由美國11月的大選引起。因此，有選擇性地物色一些防禦性資產，以確保投資組合的配置盡可能的均衡，應當是一種明智做法。我們認為，英國股票的估值看來具吸引力，且有望從減息及政治穩定的影響中受惠。由於股票估值偏低，英國市場的併購活動實際上頗為活躍。

在利率下調及經濟增長放緩的環境下，小型股及科技股等領域應會取得理想表現。目前看來，與水務主題有關的股票亦是良好的防禦性機會，因為該類股票不依賴任何特定的政策計劃。

港股表現亮眼 短線或整固回調

時富金融研究部

內地A股國慶假期休市，港股上周整體仍呈現強勁上升趨勢。特別是在10月2日，由於內地股市休市，大量內地投資者資金轉而湧入更具流動性的港股市場。當天恒生指數錄得超過6%的漲幅，而科技板塊更是表現出色，恒生科技指數飆升逾8%。值得注意的是，中資券商板塊在這一天的創下了歷史紀錄，數據顯示，中資券商指數單日暴漲35%，創下歷史新高。

港股短期調整跡象初現

然而，隨着市場的快速攀升，整固跡象開始顯現。10月3日，經歷了連續多日上漲後，港股出現了首次回調，恒生指數收市下跌1.47%，而科技板塊跌幅更為顯著，恒生科技指數下挫3.46%。市場認為，在前期大幅上漲之後，股市出現了更多獲利了結的活動和新增賣盤。考慮到自8月初以來，恒生科技指數已累計上漲近54%，因此短期內的技術性回調被視為正常現象。

資金料續流入內地股市

在這輪由資金重新配置驅動的牛市背景下，資金流向成為影響市場走向的重要因素之一。截至8月底的數據顯示，亞洲及全球共同基金對內地的投資敞口達到了過去十年來的最低水平，而且這些基金持有的現金比例也接近多年低點。由於共同基金的行動普遍較為謹慎，此次並未明顯加倉，這可能意味着未來若市場持續向好，將有更多來自其他市場的資金流入內地。與此同時，作為近年來持續流入香港市場的主要力量之一，南向資金預計將在假期後繼續保持積極的投資態度。

與此形成對比的是，9月30日亞太其他市場卻遭受了嚴重打擊：日本股市的日經225指數大跌4.8%，韓國KOSPI指數下降2.13%，印度SENSEX30指數亦下滑1.49%。對中東緊張局勢升級以及伊朗潛在反應的擔憂加劇了市場的不確定性，同時A股及港股市亦吸引了部分從亞太地區其他市場撤出的海外資金。

全球經濟數據續左右股市

展望未來，市場普遍認為中東局勢的發展、即將公布的美國非農就業數據，以及即將到來的美國總統選舉將繼續對全球金融市場產生深遠影響。對於內地市場來說，財政刺激政策的具體內容及其實施力度將是決定股市下一步走向的關鍵要素。

市場預測，如果內地在未來幾周內宣布進一步擴大財政支出計劃，則內地股市有望實現額外的增長空間。因此，對於投資者而言，密切關注財政政策動向及全球經濟環境變化顯得尤為重要。



● 投資者應為2025年結構性波動性可能捲土重來作好準備。隨着通脹及利率回落，經濟增長放緩可能利好優質股及增長股，預料這兩類風格的股票有望於未來數月內跑贏大市。圖為交易員在美國紐約證券交易所內工作。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。