

A股投資風格料起重大變化

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

五年一度的全國金融工作會議近期在北京順利召開。

和2012年的會議相比，出席本次會議的領導規格顯著提升，出席人員範圍明顯擴大，中央軍委有關部門和武警部隊領導首次出席。最高規格會議反映了中央對金融工作的重視程度。本次會議明確未來金融發展的重點任務是服務實體經濟、防控金融風險和深化金融改革，強調做好金融工作的四項原則是回歸本源、優化結構、強化監管和市場導向，為未來一段時期金融政策制定和金融發展指明了方向。

強調防控金融風險重要性

筆者認為，加強金融監管協調，防止發生系統性金融風險是本次會議的重中之重。金融

創新是2012年金融工作會議的重要主題，佔據了較大篇幅。在金融創新不斷發展的情況下，在監管中有可能出現空白和盲點。本次會議著重強調了保障金融安全和防範系統性金融風險對未來金融工作的重要意義。這對今後幾年內地A股估值體系、投資風格以及投資者偏好將產生深遠的影響。

自2017年3月下旬以來，「一行三會」密集發佈多個政策文件並召開工作會議，旨在控制防範金融風險。這或是令A股今年以來跑輸港股的原因之一。年初至7月21日，恒生指數和恒生國企指數漲幅分別達到21.4%和14.8%，而上證綜指和深證成指漲幅則僅為4.3%和1.8%。筆者認為，所謂的「A股跑輸港股」本質上是在金融監管加強背景下，A股市場的投資風格與估值體系發生了

一些變化。年初至7月21日，以藍籌、白馬股為主的上證50指數和滬深300指數漲幅則分別達到15.4%和12.6%，與恒生國企指數的漲幅比較接近，但以中小市值公司為主的A股創業板指數下降幅度達13.9%。

A股行情呈現「去偽存真」

筆者認為，在今後幾年保障金融安全和防範系統性金融風險的政策基調下，A股市場行情將是一個「去偽存真」的過程，市場整體估值體系將發生較大的變化，有望呈現結構性行情。內地A股投資者會更加關注上市公司的盈利能力和估值水平。今後A股市場中的「核心資產」，即白馬藍籌和行業龍頭股將迎來較好的行情，而那些熱衷於講故事（甚至弄虛作假）但沒有業績支撐的高估值

公司將會被投資者拋棄。目前，創業板仍然面臨估值整體偏高以及部分明星公司業績大幅下滑等問題。根據萬得統計，截至2017年7月21日，中小板及創業板中，處於虧損狀態的上市公司有88家，市盈率超過100倍的公司有288家，超過50倍的有751家。

本次會議提出「要把更多的金融資源配置到經濟社會發展的重點領域和薄弱環節」以及「把國有企業降槓桿作為重中之重，抓好處置『殭屍企業』工作」。筆者認為，「重點領域」可理解為行業龍頭公司和白馬藍籌等核心資產，而「薄弱環節」和「國有企業降槓桿」則意味着中國經濟平穩轉型需依賴結構性改革，今後國企改革和供給側改革有望加速推進，債轉股試點也將積極穩妥推進。投資者可重點關注改革主題投資相關

投資機會。

總體而言，股票市場方面，在今後幾年保障金融安全和防範系統性金融風險的政策基調下，筆者建議重點關注以下股票配置：

(1) 香港上市的績優科技和消費類股票以及港股特有的品牌認知度高的公司；(2) A股白馬藍籌以及行業龍頭股；(3) 受益於金融監管加強的大型金融股；(4) 內地與香港股市互聯互通主題股票；(5) 改革主題投資，包括國企改革受益股，供給側改革受益股和債轉股試點受益股等。

(本報有刪節)

(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。)

美緩步加息 貨幣環境特殊

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

美加息路徑並不只看一時數據，主要央行收水在即：一方面非美的主要央行都開始有意從超寬鬆的貨幣政策中走出來，一方面美聯儲則似乎要放緩加息的步伐，這讓現階段的全球貨幣環境進入一個比較特殊的狀態。

美數據失望 憂增長動能

近期，美國的各類重要經濟數據的確令人不滿意，包括通脹、零售銷售和製造業等，都讓投資者不得不擔憂美國經濟增長的動能，同時質疑加息的進程會不會受到影響。

美聯儲方面，美聯儲內部對於加息和縮表意見分歧，而主席耶倫在連續兩日的證詞上表現鴉派態度。截至目前為止，市場對於9月加息概率降至一成，12月加息概率為四成。

不僅如此，特朗普自從上位後一直成為媒體焦點，曾引發特朗普效應帶動動風險資產，但如今非但他曾允諾過的幾個重要改革包括醫改、稅改和基建等都不斷被延後，這讓投資者信心大幅回落，而且還深陷「通俄門」事件。

目前調查範圍可能擴大，而特朗普則在研究行使總統權力特赦，已經引起不少非議。不排除該事件未來還會進一步升級，政治不確定性極高。

如此一來，原本就疲弱的美匯指數加速下行，上周五更是失守94水平，沽壓頗大。而原本應該受到收水環境制約

的黃金則獲得上行動能而突破1,250美元。這就是美國市場現在面臨的現狀，政治不穩定，經濟動力受到質疑，美聯儲鴉派。

加息縮表言論難有驚喜

本周四凌晨市場將迎來8月利率決定。無論從市場預期還是當前的客觀現狀來看，基本上美聯儲都將選擇按兵不動，料對於整體市場的影響也相當有限。

關鍵是在於會後聲明中美聯儲的態度，尤其是對於經濟狀況以及縮表的言論需要密切留意。雖然不排除會有意外，但料總體很難有偏鷹派的傾向。

相對而言，或許本周五公佈的GDP數據反倒對市場有更大的影響。鑑於近期疲弱的經濟數據，如果這次的數據可以證明之前的弱勢只是短期的，暫時的，那麼無論對於市場信心還是美聯儲加息和縮表的進程的預期都或有較大的影響。

如果周五的數據樂觀，料對疲弱的美元將會形成較大的支持，或從低位反彈，而對近期不斷反彈的金價則將形成明顯的壓力。反之亦然。

收水成各地市場主旋律

另一邊廂，其他主要央行繼續維持收水的趨勢，不過有意學習美聯儲進行預期管理，不希望引起市場過大的波瀾，



美聯儲加息和縮表意見出現分歧，主席耶倫在日前的言論中表現鴉派態度。資料圖片

所以他們目前的態度也是反反覆覆，根據市場表現作出反應，以求最終能和市場達成共識。就如澳大利亞聯儲在會議記錄釋放鷹派言論，並引爆市場猜測是其正在為加息作準備，澳元獲得動能逼近0.8。

不過，上周五就有澳聯儲官員出面給市場降溫，表示沒必要跟隨全球趨勢上調，令澳元急回。也有央行意想不到的狀況，就如歐央行上週的利率決定後，

雖然德拉吉表示並沒有討論減少刺激，認為今年秋天會討論，似乎有意淡化大家對收水的猜測，但投資者並未改變加息的預期並繼續為此準備，反而更加興奮，推動歐元大漲，突破1.16。

當然，也有央行反其道行之的，比如日央行有意繼續寬鬆，而南非央行更是意外降息以刺激衰退的經濟。料隨着全球經濟狀況越來越穩定以及美聯儲的帶頭下，市場的主旋律還是收水。

內地電動車催生搶鋰熱

Katrina Hamlin 路透專欄撰稿人

內地力推電動汽車，點燃了投資者對鋰和鋰礦的買興。用於製造汽車電池的化合物——碳酸鋰的現貨價格較2015年幾乎上升了兩倍，而戰略供應之戰可能也已經打響。即便如此，做多鋰仍不是鐵定賺錢的買賣。

上半年電動車銷量增26%

中國政府想治理大氣污染，並幫助內地汽車廠商躍過內燃機瓶頸，打造全球汽車品牌。得益於支持性政策，2017年上半年內地電動汽車銷量增長26%，產量也增長了30%。根據諮詢公司AlixPartners的預測，2020年前將推出的100多款電動車型中，有一半將是中國車。

因此內地需要數十萬計的鋰電池。投資者已經注意到了。在深圳上市的天齊鋰業(002466.SZ)

今年股價漲幅超過90%。該公司是很少見的一家純鋰業公司。

現在收購交易似乎也正在緊鑼密鼓地進行，消息人士對路透表示，內地私募股權公司金沙江資本(GSR Capital)正尋求收購智利廠商SQM的很大一部分股權。花旗礦業分析師Clarke Wilkins表示，內地企業正在簽訂一系列新合約以鎖定供應。

他們並不是唯一押注鋰具有戰略價值的。6月澳洲政府首次宣佈直接對鋰礦進行投資的計劃。環境和能源部長Josh Frydenberg表示，鋰對於澳洲「至關重要」。

現貨價格只反映部分需求

但投資人購買起來卻並不方便。沒有期貨市場，少數鋰生產

商控制着一個錯綜複雜的供應鏈，私下定價的機制也不透明。現貨價格可能只反映了實際需求的一部分。

鋰價格誘人 投資須謹慎

另一個難題是大宗商品價格上漲和電池成本下降之間的脫節。從2010年至2016年，電池成本下降了80%左右。

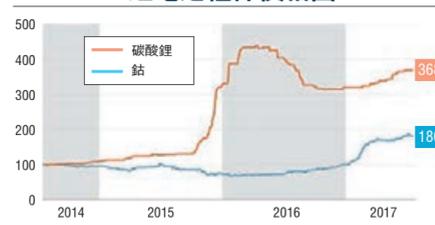
分析師們稱，高昂的鋰價還沒有傳遞下來。據麥肯錫估算，2016年一副電池組的成本約為13,600美元，因此電池是電動汽車成本的一大塊。除非新技術改變成本狀況，否則市場將做出調整：電池價格將上漲，鋰價格將下跌，或電動汽車生產商的利潤率將萎縮。

鋰價格誘人，或許吸引投資人高歌猛進，但他們必須小心。

鋰供應商股價大漲 — 特別是中國



鋰電池組件價格圖



資料來源：路透社

港股中長線料續強勢

姚浩然 時富資產管理董事總經理

於過去十個交易日之中，在多家藍籌，如騰訊、瑞聲、工商銀行等等大力支持下，恒指連升九日至26,700水平，形勢甚好。截至本周一(24日)，恒指於7月上升了接近1,000點，如無意外，本月將會是連續第七個上升月份。受惠中美股市繼續造好，港股表現勢如破竹，加上成交明顯好轉配合，筆者預期恒指中長線繼續造好。不過，於27,000點或見首個阻力，短期升勢可能減慢。

中資業績惹市場憧憬

內地方面，首兩季實體經濟表現理想，連升兩個月後，相信中港股市繼續有上升空間。上星期本欄提及的第二季GDP，上半年工業增加值及固定投資規模等數據均比預期理想。上證指數和國企指數由5月至今，分別低位反彈約

200點至3,250點水平和895點至超過10,800點水平，升幅接近八至九個百分點。國際貨幣基金組織(IMF)認為，寬鬆貨幣政策及有效的供給側改革利好內地經濟增長，因而半年內第二次上調內地2017年經濟增長預測至6.7%，經濟表現得到國際肯定。短期內，中資企業將陸續公佈中期業績，隨着內地經濟基本面改善及硬着陸風險下降，再加上在得到IMF的肯定，業績惹投資者憧憬。因此，筆者預期國內企業的股價能夠更上一層樓，利好內地和香港股市。

美國三大指數齊破頂

美國方面，投資氣氛熱烈，上星期三三大指數齊破頂，納指更連升十日。上星期，摩根士丹利公佈上半年業績，收入及盈利均超出預期，

再加上美國醫改法案再一次失利，帶動醫療板塊造好，道指受惠。而投資氣氛利好下，科技龍頭如Google、Facebook、阿里巴巴等股價走勢亦見強勁，納指連升十日，周五收報6,387點。聯儲局本星期四(27日)將舉行議息會，投資者留意會後聲明，以分析後向。

恒指在6、7月份在25,200點至26,100點已徘徊了一段時間，筆者認為恒指已企穩前阻力區，即26,100點以上，相信港股反覆向上走勢維持不變。升穿了徘徊區頂部阻力後，量度首個阻力為27,000點。

筆者預期港股於第三季仍有力向上試高位，恒指第三季目標向上修訂為27,500點至28,000點，第三季上旬至中旬表現較佳，第三季下旬需要留意聯儲局會否公佈縮表時間表，對股市氣氛或多或少有影響。



投資氣氛利好，科技龍頭如阿里巴巴等近期股價走勢亦見強勁。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。