朝核問題不會改變港股穩步向上趨勢

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，朝鮮半島緊張局勢升級，投資者避險情緒升溫，港股短期面臨回調壓力。上周恒生指數跌1.02%，收於27,668點；國企指數跌1.2%，收於11,150點，港股日均成交金額為876.4億元，較前周有所下降。展望未來3至6個月，筆者對香港股票市場仍然保持樂觀看法。恒生指數有望挑戰30,000點大關。

通過對話協商是唯一出路

其原因如下：首先，朝鮮半島地緣政治風險總體可控。朝核問題極端複雜，以和平方式通過對話協商解決朝核問題是唯一出路，朝核問題不會改變港股穩步向上的趨勢；第二，中國經濟呈大體平穩的增長態勢，人民幣匯率穩中有升，上市公司盈利水平明顯改善；第三，雖然港股自1月初至9月上旬的這波漲幅已達到26%左右，但是港股市場當前估值水平仍低於歷史平均水平，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力並沒有減退；第四，在目前香港股票市場估值相對較低及境內資產配置荒成為常態的背景下，內地資金仍將持續南下；第五，美聯儲升息步伐循序漸進意味着美國經濟擴張勢頭良好，同時美國總統特朗普的重大稅改計劃近期取得積極進展，為香港股票市場營造一個相對穩定的外部發展環境；最後，歐洲市場不確定性逐步消除，有利於提升投資者的風險偏好。

筆者認為，對於朝鮮半島地緣政治風險，投資者不必過分憂慮。在解決半島核問題上，軍事手段不是有效選項。事實上，自從1945年發明原子彈以後，世界上的核大國之間就再也沒有發生過直接對抗的全面戰爭。因此，以和平方式通過對話協商解決朝鮮半島核問題是唯一出路。

港股估值偏低續吸引北水

股票市場估值方面，雖然港股自1月初至9月上旬的這波漲幅已達到26%左右，但是港股市場當前估值水平仍低於歷史平均水平，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力並沒有減退。根據彭博一致性預期，截至2017年9月8日，恒生指數2017年預測市盈率和市淨率分別為12.4倍和1.3倍，較過去12年的歷史平均市盈率和市淨率分別低2.0%和18.8%，而恒生國企指數2017年預測市盈率和市淨率分別為8.5和1.0倍，較過去12年的歷史平均市盈率和市淨率分別低21.7%和42.5%。

南下資金方面， 2017年9月，南向交易繼續保持淨流入的態勢。上周，南向資金淨流入人民幣為78億元，而前周南向資金淨流入人民幣21億元。南向交易有望連續23個月實現資金淨流入。

截至9月8日，今年南向資金累計淨流入人民幣1,783億元，同期北向資金累計淨流入人民幣1,543億元。自「滬港通」開通以來至2017年9月8日，南向資金累計淨流入人民幣4,928億元，同期北向資金累計淨流入人民幣3,289億元。

今年上市公司盈利明顯改善

企業盈利方面，受益於中國宏觀經濟觸底企穩，國企改革提速以及結構性供給側改革深化等利好因素影響，2017年上市公司盈利將明顯改善。2017年中銀國際研究覆蓋的全部上市公司和非金融企業盈利將分別同比增長13.2%及30.9%，而2016年則分別同比下降0.3%和小幅上升1.6%。（本文有刪節）

(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。)

恐慌情緒暫緩和　市場隱憂仍在

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

市場一度受到地緣政治風險拖累，風險資產受壓，避險資產包括日圓和黃金等則積極受捧。但上周末恐慌情緒有所回落，市場情緒受到改善。

地緣政治風險成為新常態。近期首要擔憂是朝鮮半島局勢。尤其是在朝鮮發射導彈後，投資者紛紛轉投避險資產。加上9月9日是朝鮮國慶節，大家一度擔心會有導彈或核試驗出現，好在這個周末還是平靜地過去了。第二是美國政治風險。特朗普簽署法案，批准延長債務上限至12月8日，讓市場鬆了一口氣。倒是新的一場天災艾爾瑪讓美國擔憂，或造成重大的災難性影響，但目前來看颶風有所減弱。

金價連漲三周　回調壓力增

全球各類資產的反應非常快。金價原本走在從7月第二周開啟的升勢中，在8月底一舉突破原來的1,200美元至1,300美元區間，在九月初更直接將金價帶至1,330美元水平樓上。主動買盤力量強勁，上周五一度突破1,350美元，不過，高位沽壓加重，衝高回落。雖然仍是連漲三周，但1,350美元明顯是近期阻力，且本周一早段便失守5日線，有意考驗10日線，短線的確有調整需求。

白銀和黃金聯動性強。同樣在八月底突破近期阻力17.5美元，並在上周五一度升穿18.2美元，不過很快回吐升幅，並測試5日線。短線內仍有進一步下探的空間，不過料20日線承接還是有力。

累積升幅大　避險貨幣受壓

同樣有避險屬性的日圓和瑞士法郎亦回落。美元兌日圓沽壓加重上周內累挫2.19%，尤其是上周五一度低見107.32，跌破近期108至115的運行區間。好在低位有承接，加上恐慌情緒回落，今早美元兌日圓便反彈回108樓上，有意測試5日線。美元兌瑞士法郎上周挫2.14%，沽壓頗大，更低見0.9421，好在本周一早盤便回補了前一日的跌幅，運行區間還是在0.94和0.98之間。

美國國債全線下跌，10年期美債收益率在上周跌5.31%，本周一反彈回2.09%附近。30年期收益率上周跌3.88%，本周一反彈回2.7%水平。另一邊廂，風險情緒改善。亞洲股市普遍造好，包括日韓股市，港股更是急漲逾1%，美股期貨上揚，歐洲股市早段造好。美匯指數從今年以來的表現頗為疲弱，重心進一步下移，直到上周五更是低見91.011再創低點。

■風險情緒改善，美股期貨昨日亞洲時段造好，亞洲股市普遍造好，其中港股更是急漲逾1%。圖為紐約證券交易所交易員。　彭博社

美元短期可望技術性反彈

隨着避險情緒減弱，美元從低位作出反彈，收窄跌幅，更在本周一反彈回91.5附近，短線內，美元跌的較多，加上市場情緒改善，有技術性反彈的空間。

美國所面對的內憂外患仍舊存在，這些都並不支持其有可觀的上行空間。目前投資者們雖然有機會喘口氣，但仍舊時刻保持警惕，尤其是聯合國安理會稍後會就向朝鮮實施新制裁進行表決，不排除朝鮮會作出反擊，它就像一顆不定時炸彈。如此一來，料避險資產在近期還是有一定買盤支持，調整空間有限。

人行貨幣政策暫時被動偏緊

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師、特許財務分析師

上周，美元利率有較明顯的下跌，特別是中長期美元國債利率下降較多。原因仍是市場加息預期的下降，以及美國經濟與政策不確定性上升。人民幣方面，雖然央行在公開市場收回部分資金，但人民幣利率較為平穩。但8月的CPI與PPI要高於預期，這使得未來利率政策將很難放鬆。

美元指數持續下跌，人民幣匯率漲幅驚人，但難以持續。相對於美元利率的下降，上周美元指數的下降更引人注意。美元指數從上周末的92.856下跌到91.335，最低達到91.009，美元對歐元、日圓、英鎊和加元都有明顯的貶值。上周的美元指數下跌了1.64%，為歷史較大單周的跌幅。

歐日經濟較佳　美元吸引力降

美元指數持續下跌有幾方面原因，最主要的原因還是市場對於本屆美國政府和美國經濟的失望，而歐洲經濟的表現要好於預期，日本經濟表現也相對較好，這些使得美元的吸引力有所下降。而且，最近取消美國政府債務上限問題，也可能對美元的匯率帶來一些影響。

伴隨着美元的貶值，人民幣匯率出現了快速的升值，而且升值速度為歷史所少見。最主要的原因自然是美元匯率的下降，但上周人民幣不僅對美元出現了明顯的升值，單周對美元升值了1,000個基點左右，而且人民幣對歐元、日圓和英鎊也有所升值。對於世界主要貨幣的升值，使得人民幣匯率指數近期出現大幅上升。

雖然8月的外匯儲備連續第7個月上升，但8月的進出口數據不盡理想，特別是出口增速持續下滑。最近人民幣匯率大幅上升，已經完全背離了之前對一籃子貨幣緩步貶值的通道，也不符合中國緩解出口壓力的目標，而且人民幣的大幅升值實際上帶來了緊縮貨幣政策的效果。

如此快的升值，有可能是之前看空人民幣的市場參與者預期出現逆轉，進而出現了大量止損盤的結果，這帶來人民幣短期供需力量的大幅變化，推動了人民幣即期匯率的快速升值。

實際上，上周的美元/人民幣的遠期匯率的升值幅度要明顯低於即期的幅度，顯示對美元/人民幣更長期限的匯率預期變化要低於即期匯率的變化幅度，這暗示上周如此快速的人民幣升值很難持續。

港元受壓支撐內地上市公司股價

港幣兌美元匯率壓力下降，人民幣大幅升值有利於內地公司股價。由於上周美元指數大幅下降，美元/港幣回升到7.813的水平，美元與港幣的利差也保持了平穩，近期港幣匯率和加息的壓力暫時消失。

考慮到美元持續大幅貶值，港幣在2017年對一籃子貨幣仍是明顯貶值的，特別是近期對於人民幣匯率有大幅的貶值。由於香港股市大部分是內地上市公司，其持有的是人民幣資產，但這些公司的股權在市場是以港幣計價。港幣兌人民幣的大幅貶值，將有利於內地上市公司的股價水平。

從滬港通、深港通的情況看。上周南下與北上的交易額均有回落，但仍在上升的通道之內。從資金淨流入來看，南下的資金有所回升，而北上的資金則在下降，不過規模均較小，不會對兩邊市場走勢帶來影響。但上周港股的交易額下降了16%，顯示資金面有所弱化。

（本文有刪節）

認受性成疑　比特幣大波動

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

比特幣由2017年頭開始由約1,000美元，已上漲至今達4,000美元以上，回報達3倍以上，隨着這種虛擬貨幣的認受性愈提高，投資者已開始注視虛擬貨幣。簡單說說比特幣，它就像打電子遊戲一樣，破解了數學算式就可以得到一枚比特幣，當每有玩家破解一次，難度會被提高，因為總數設定上限為2,100萬個，這可以說是成本上的上漲，現時大約有1,640萬個比特幣在市場流通。而參與者可分為礦工、投資者兩類，礦工因為要投資大量高端設備，所以大部分人會選擇直接投資。

比特幣不會生產利息，不像上市公司一樣會產生收入，本質有點像黃金，但沒有經濟數據可以作為分析走勢之用，亦沒有央行在背後支持，長遠來說上漲可以說是沒有原因地盲目追捧，它會受不利的消息大幅下跌。如2014年黑客攻擊比特幣交易平台，2017年頭中國三大比特幣平台正式收取交易費，9月中國更禁止了ICO (initial Coin Offering)，ICO即虛擬貨幣像類似股市的新股發售募集資金一樣的融資行動，更有傳中國要關閉比特幣交易所。但參考歷史走勢，每次大幅下挫後比特幣都會突破歷史新高，這原因可能是由於現時比特幣沒有做空的方法，所以參與者都是傾向樂觀，走勢都是單向性發展。

虛擬貨幣避險角色日漸明確

在近年的風險事件中，虛擬貨幣用作避險資產的角色日漸明確，如2013年塞浦路斯金融危機，近期的朝鮮地緣政治危機都會令比特幣價值大幅上漲。根據coinmarketcap，coindesk，cryptocompare等網站數據，上月朝鮮事件發生時，韓國人瘋狂買入另一種虛擬貨幣以太幣，佔了全球交易量的40%，超過了最大的中國和美國玩家。中央銀行對貨幣政策的不穩定性亦為比特幣帶來上升的借口，如美國在利率取向的決策一直表現搖擺不定，英國脫歐事件令英鎊下挫超過15%，環球貨幣近年的大幅波動更令投資者湧進新的貨幣體系作避風港。

機構投資者增倉存做空可能

比特幣的風險是存在的，如國家的認受性，沒有經濟數據去分析走勢等，說到認受性，如中國的打壓。但歷史往往告訴我們，愈是打壓的東西愈會上漲，現時認受的國家多是歐美日澳，接受比特幣的商戶更有microsoft (MSTF)、Dell(DELL)和Expedia (EXPE)等。如果日後巨頭如Amazon (AMZN)，Ebay(EBAY)等公司都願意用比特幣作交收，會吸引更多機構加入。隨着虛擬貨幣市值的上升，美國期貨交易委員會(CFTC)亦表示，批准比特幣在2017年秋季作正式的期貨以及期權交易，一旦開通機構投資者會大舉增倉，令比特幣在金融市場的定位更明確，但這亦會為市場增添波動，因為比特幣可以給予投資者做空的可能。

可能大部分人都未能接受虛擬二字，但現今是科技新時代，科技公司充當領頭羊的角色不斷改變人類的生活，虛擬實景、虛擬貨幣、人工智能、無人駕駛，引用華爾街名句「bull markets climb a wall of worry」，當身邊每個人都在討論都在使用時，那個時候才是尾聲。

人民幣升勢仍能保持

姚浩然 時富資產管理董事總經理

受內在及外在因素帶動，近月人民幣的升勢強勁，對在中資股估值有正面作用。內在因素方面，中國首兩季GDP表年增長同為6.9%，相對於全年增長預期6.5%，首兩季表現非常理想。內地亦先後兩次獲國際機構上調經濟增長預期，反映內地經濟基本因素轉強。

同時間，收緊海外投資亦減少資金外流，中國外匯儲備規模由2月開始連升7個月，截至8月底，中國外匯儲備為30,915.3億美元。而外在方面，美國聯儲局鷹派副局長費希爾的辭退，接二連三的颶風拖低經濟增長，導致市場對美國加息預期明顯下降，推動美匯指數回落，由高位103.8回落至91水平，人民幣於8月相對美元升值大約2%。這幾方面成為構成人民幣8月凌厲升勢的主要催化劑。

截至上周五，人民幣兌一美元在岸價匯價升穿6.49後，更升穿高至6.435兌一美元。對中資股，尤其擁有大量人民幣資產的公司，估值得來正面支持，支持大市。

新措施降遠期售匯成本

不過，上周五，人民銀行宣佈本周一開始，將外匯風險準備金率由20%調整為零，降低進行遠期售匯的成本，筆者相信是一個調節人民幣貶值預期的措施。遠期售匯規模反映市場對人民幣貶值的預期，如規模變大，將會推低即市人民幣匯價，反之亦然。

兩年前，匯改實施後，為降低這種預期，穩定人民幣匯率，外匯風險準備金應運而生，增加遠期售匯的成本，從而達到控制遠期售匯規模的目的。現在，在人民幣接連上升的背景下，人民銀行取消這個徵費，目的非常明顯。消息一出，本周一人民幣價格便應聲下跌，在岸人民幣兌美元收報6.5239，大跌622點子並跌穿6.52阻力位。

人幣貶值預期不會大升

不過，筆者認為，基於本文第一段指出的內在及外在因素，以及中美經濟增速差距擴闊等種種原因，市場對人民幣的貶值預期不會大幅上升。所以，即使降低遠期售匯成本，規模亦不會因而明顯擴大。

相反，筆者相信若內地經濟基本面保持穩定的話，人民幣於今年內仍有一定的升幅。建議投資者短期內，尤其要留意中國國慶、中共十九屆人大的內容，9月21日美國議息會議等等國際大事，以考慮未來經濟及貨幣政策的大方向。

商品價格大漲乏力　中國進口放緩是根源

Clyde Russell 路透專欄作家

中國8月原油、銅、煤和鐵礦石的進口依然相對強勁，但9月8日公佈的海關數據也顯示，大宗商品進口在一定程度上正在喪失動能。原油進口量3,398萬噸，相當於每日進口約800萬桶，這是大約8個月來的最低水平，也低於7月的每日進口量818萬桶。雖說煉廠維修停工、當局環保督查都有其影響，但中國原油進口似乎確實喪失了一定動能。

煤炭的情況也類似，今年進口增長一直表現出色。中國8月煤炭進口2,527萬噸，較7月的1,946萬噸增長近30%，但比去年8月減少5%。從年初至今角度看，2017年1月-8月煤炭進口增長14.2%，但增速低於7月的18.2%和6月的23.5%。就鐵礦石而言，8月也相當強勁，進口從7月的8,625萬噸增加至8,866萬噸。但今年前8個月，鐵礦石進口同比增幅為6.7%，低於7月的7.5%和6月的9.3%。

總而言之，從中國原油、煤炭及鐵礦石進口情況可以看出，增長速度雖然依舊強勁，但近幾個月卻在逐漸放緩。這幫助解釋了大宗商品價格為何在近幾個月大漲，現在又為何開始看似有些乏力。

中國完全主導鐵礦石價格

對於煤炭和鐵礦石而言，情況尤為如此。中國是最大的煤炭和鐵礦石進口國，該國的進口需求是主要的價格推動因素，中國還完全主導着鐵礦石，其鐵礦石進口量佔到全球海運鐵礦石的三分之二。

據海關數據，中國8月未鍛軋銅進口39萬噸，與7月和6月進口量相同。8月未鍛軋銅進口同比減少12.7%，降幅略少於7月的15.2%，但兩者均遜於6月的增長3.6%。倫敦金屬交易所(LME)期銅從4月初觸及的今年以來低點至9月4日觸及的近期收盤高位6,917美元，已上漲26%。9月8日LME期銅重挫3%，收盤價回到每噸6,693美元，價格下挫部分是因為市場對中國貿易數據感到失望。

銅價近期漲勢料難以延續

雖然中國的確能影響銅價，但並不像對煤炭和鐵礦石那樣有支配性影響。這意味着儘管中國進口數據喜憂參半，但銅價還是上漲，對供應的擔憂幫助提振了銅價。但在最大銅進口國中國的需求沒有增長的情況下，難以看到銅價會延續近來的漲勢。

總體而言，考慮到中國進口的大宗商品年初以來大多強勁上揚，很難說中國對進口大宗商品的需求較為低迷。但或許可以說，最近幾個月部分商品的進口增長動能似乎已經喪失，雖然這並不意味着大宗商品價格正處於回落邊緣，但要維持漲勢確實更難了。

（本文有刪節）

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。