

# 港股領跑全球 人幣走強功不可沒

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

2017年以來，中國經濟保持穩步復甦態勢，人民幣匯率(指人民幣兌美元匯率，下同)穩中有升，內地資金持續南下，恒生指數今年以來已上漲28%，領跑全球主要股市。筆者認為，人民幣匯率走強是本輪港股強勢上漲的主要原因之一。

## 人幣升值刺激業務需求增

今年年初以來，人民幣對美元表現相對強勢，累計升值幅度達到6%左右，主要由於美元指數走弱、中國經濟發展保持穩中向好態勢和政府當局着力提振市場信心，避免中美衝突，人民幣匯率穩中有升。5月26日中國外匯交易中心宣佈考慮進一步改革人民幣

兌美元中間價形成機制，新加入「逆周期調節因子」，人民幣兌美元匯率顯著走強。

關於人民幣升值對行業板塊的影響，筆者通過以下三個角度進行分析：(1) 美元淨負債佔比較高；(2) 原材料/零部件進口依賴度偏高，進口量遠大於出口量且佔比較高；(3) 人民幣升值刺激業務需求增加。筆者認為，航空、造紙和旅遊行業最受益於人民幣升值。另外，化工、有色金屬、鋼鐵能源、基建、商用車和航運行業中的部分企業也將直接受益。

## 美元負債佔比高公司受惠

從美元淨負債(美元存款減去美元短期與

長期負債)佔比較高角度分析，人民幣升值將導致內地公司所持有的以美元計價的資產或負債下降。因此，美元淨負債佔比高的公司，其所負擔美元價值的利息將有所減少，財務費用將有所降低。2017年初至9月15日，人民幣對美元累計升值6%左右。如果人民幣對美元當前匯率保持穩定至年末，那麼那些美元負債佔比較高的公司下半年財務費用有望大幅減少。

航空航運最受益於人民幣升值，原因如下：1、航空板塊擁有較高的美元淨負債佔比，人民幣升值有利於降低人民幣計價的利息支出；2、航油的進口成本也將有所下降，帶動總成本下降；3、人民幣升值將提

升居民出境遊需求，下半年旅遊旺季的出境遊人數或超預期。同時，部分能源、基建、商用車、航運、有色金屬公司也擁有較多的美元淨負債，因此也將受益於人民幣升值。

## 生產成本降 盈利能力提升

從進口依賴度分析，對原材料/零部件進口依賴程度較高的公司而言，在人民幣升值的過程中，進口物品以人民幣計價的價格相對降低，生產成本下降，在其他成本項和銷售價格保持穩定的情況下，盈利能力將提升。在進口依賴行業中，造紙行業最受益於人民幣升值，因為該行業80%

的成本來自進口紙漿，進口量遠大於出口量而且佔比較高，人民幣的升值將大幅降低其生產成本。

從人民幣升值刺激業務需求增加角度分析，旅遊行業最為受益。因為人民幣升值可以提高內地居民在境外的購買力，刺激內地居民在境外的消費需求。在過去兩年人民幣承受下行壓力期間，出境遊人次同比增長速度處於低位，而在本輪人民幣升值的帶動下，預計未來一段時間內出境遊將成為熱點。歷史數據顯示，人民幣匯率與出境遊人次增速呈正相關，人民幣匯率走強將刺激假期出境購物遊的人數增長，尤其是北美和歐洲遊將持續復甦。(本報有刪節)

# 地緣風險消化快 環球股市續漲

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

在全球經濟有所好轉，且美聯儲開啟加息大門之後，全球主要央行都逐漸開始往利率正常化的道路走，全球股市整體呈現上漲趨勢，MSCI AC世界指數今年來累升15%。與此同時，地緣政治風險近來高企，這令投資者不得不小心謹慎，打擊了風險市場包括股市的氣氛。

然而，投資者開始學會進一步提高對風險事件的消化能力，在倫敦地鐵恐怖襲擊和朝鮮再度發射導彈之後，各類資產只是短時間的做出反應，避險資產很快回吐升幅，全球股市亦表現淡定，市場更多的目光回到貨幣政策上。

今年以來，美國受到表現不理想的經濟數據拖累，加息預期進一步收窄。不僅如此，美國面對較高的政治風險，特朗普政府內外皆遇風險，無論是白宮內部還是改革，抑或是對外的國際關係，都讓投資者不放心。美聯儲內部分歧也不斷，且副主席意外辭職，三號人物杜德利未重申年內的加息可能性，加上美聯儲主席之位誰來接棒充滿未知數。

## 歐亞股匯齊鳴 新興市場凌厲

如此一來，資金開始不斷地流向歐洲和新興市場。相比美國，歐洲經濟數據呈現穩定增長，政治和經濟的基本面企穩，資金持續流入，這與去年因為恐慌脫歐問題而出逃形成強烈對比。歐元在年內已經累積14%的升幅，Stoxx50今年以來上漲7.4%，DAX今年來上漲近一成，9月開始動

能增強。新興市場經濟加速增長，企業盈利前景樂觀是基本面支持，尤其是之前人民幣大漲，也讓亞洲貨幣跟着造好，亞洲股市造好。MSCI新興市場指數已經累升28%，近日突破1,100。

## 港股連升八月 A股進入慢牛

港股在連漲八個月之後，9月初有明顯的調整壓力，受制於兩萬八，好在本周一受到重磅股的帶動下做出突破，創28個月新高，成交亦有配合。

內地A股從5月開始確認底部後震盪走高，不過目前對3,400點有些猶豫，但民間配資和加槓桿重新開始活躍，場外資金正逐步進場，監管層放鬆估值期貨顯示對市場的信心，目前整體以慢牛格局為主。

## 數據改善稅改有望 美股強勁

不過，隨著美國經濟數據略有改善，特朗普稅改有望，市場重新亢奮，資金回流美股市場。根據EPFR統計顯示，美股基金連續兩周錄得淨流入。

美股表現強勁，上周標普首次突破2,500關口，道指創今年最大單周漲幅。而今年以來，標普累升11.7%，道指累升12.7%，納指累升20%。美股的高估值讓部分投資者望而卻步，但它至今沒有因此停下上漲的腳步，尤其是大市值成長股受到追捧，畢竟美國企業盈利能力強勁加上大的經濟恢復的氛圍，讓它



市場短期焦點放在美聯儲議息結果，並關注對有關縮表和通脹預期的言論。

雖然面對不小的回調壓力，卻依舊向好，繼續吸引資金。

## 後市看美縮表通脹預期言論

當然，接下來，市場焦點在美聯儲議息決定上。對於周四的議息決定，

按兵不動是大概率，但更要關注的是決策者們有關縮表和通脹預期的言論，目前12月加息概率回升至近五成。此外，日央行決定，新西蘭和德國大選在即，當不確定因素一一落地後，還將回歸基本面。

# 內地短期降準機會低 留意美議息

姚浩然 時富資產管理董事總經理

人民銀行上周五公佈，截至八月底，廣義貨幣供應量(M2)餘額164.52萬億元(人民幣，下同)，同比增長8.9%，較路透社調查9.1%低。M2增速連跌多月，創下歷史新低，某程度顯示投資的氣氛減弱。市場有聲音希望人民銀行透過降低存款準備金率，釋放資金流動性，降低資金成本，紓緩M2增速下降的情況。然而，筆者認為內地短期降準的機會較低，人行傾向使用其他工具，降準是較後的選擇。

## 應付貨幣需求 人行工具多

目前，人行持續以大額逆回購向市場注入流動性，似乎想透過運用短期工具解決流動性問題。人行近期大力向市場放水，於上周淨投放2,600億。於本周一亦投放3,000億，當中包括2,800億元7天期逆回購及200億元28天期逆回購。就此而言，筆者認為人

行似乎想透過增加短期工具的額度，解決資金緊絀情況。尤其，內地稅期、政府債券發行繳款及中期便利即將到期等因素較為周期性，並不需要以降準這一種中長線的措施解決。而且，人行有很多應付短期性及周期性貨幣需求的措施，包括公開市場操作、短期流動性調節工具(SLO)、常備借貸便利(SLF)、中期貸款便利(MLF)等等。相對降準，似乎這一系列的短期工具較合適，一方面可以解決資金緊絀，以免資金成本繼續上升，而另一方面，可減低向市場發放貨幣政策由緊轉鬆的含意。

## 關鍵看M2及SHIBOR走勢

不過，儘管筆者認為短期降準機會低，但中長期看，降準的機會存在。因為，近日人行加大逆回購額度後，上海銀行同業拆息(SHIBOR)未見明顯回落。截至本周一早上，長短期SHI-

BOR走勢不一，短期如隔夜、7天、14天和1個月SHIBOR分別上升1.20至6.02基點，而中長期的SHIBOR則普遍下跌，反映內地短期資金尤其緊張，導致短期融資成本繼續上升。如果情況在人行多管齊下向市場放水後，仍未能得以控制，筆者相信人行為保證市場流動性充裕，防止影響實

體經濟及金融業震盪，降準會是中長期的一個手段，一切還看將來M2及SHIBOR的走勢。

而港股方面，恒指目前在28,000點水平阻力頗大，相信港股在等待本周末美國議息會議結果，如會議結果較偏鴿，港股有條件上衝2015年大時代高位。



人行有很多應付短期性及周期性貨幣需求的措施，並不需要以降準這一種中長線的措施解決。

這些外向型第三產業失去了內地旅客的垂青，可以肯定會造成大量公司倒閉、從業員失業和行業收入銳減。

## 帶旺相關行業 推動經濟繁榮

經濟增長造就持續繁榮，但也會吹起資產泡沫。從內地物業市場賺取豐厚利潤後，一部分投資者肯定轉戰海外，首個落腳地自然是港澳地區。如以樓宇售價指數比較，私人住宅單位由2011年的182.1急升到2015年的296.8，及後輕微回吐到2016年的286.1，五年間累積升幅達57.1%，是排行全世界增幅的首五名內。樓價短期內急升引致年輕人置業難，換樓客延遲計劃、香港人普遍地「愈住愈細」，正是人民怨氣的主要原因。新任特首深明房屋問題的嚴重性，市民都期望著土地和房屋小組可以制定短中長方案。除了置業難外，本地年輕人同樣面對創業

難！香港中文大學和浸會大學的研究指出，2016年參與創業的香港人較2009年新增了2.06倍，早期創業比例增至9.44%，其中香港租金和人力成本高、創業融資觀念落後、本地市場細小又保守等等都是本港創業者的盲點。

## 未來出路粵港澳經濟大融合

為了保持中期經濟增長，廣東省政府鼓勵省內各行業跟西部省區市聯合發展，包括四川、貴州、雲南、廣西、重慶等等，佛山西站的增容正是打造成廣東省西向的主要轉折高鐵路，務求聯合大西部地區創造下個經濟新時代。未來香港的唯一出路就是粵港澳經濟大融合。(本報有刪節)

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。

# 數字反映內地與港經濟日趨緊密

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

香港回歸中國已二十年，今天兩地經濟關係肯定是密不可分，而且未來是愈來愈緊密了！

於2017年2月，特區政府統計處公佈「香港統計數字一覽」，可見兩地經濟關係的緊密情況。

按主要國家/地區劃分的商品貿易，從內地進口、香港產品出口去中國內地、轉口到中國內地分別從2011年到2016年(以十億港元計)由1,696.8到1,916.8(進口)、30.7到18.6(出口)和1,716.7到1,924.9(轉口)。單以2016年計算，進口、出口和轉口中國內地佔上當年的28.7%、28.1%和33.6%，是香港最主要的單一商品貿易國家/地區(除了亞

太區經濟合作組織外)。在過去五整年間，本地生產總值仍然保持平穩增長，從2011年到2016年逐步由(以十億港元計)1,934.4增至2,489.1，內地和香港貿易總量持續增長肯定是主要因素之一。

## 內地已成訪港客主要來源地

旅遊、會展、零售、餐飲是本地主要第三產業。如按居住國家/地區劃分的訪港旅客計算，內地已成為主要訪港來源地，2011年到2016年是從28.1千萬人次大幅攀升到42.78千萬人次，締造了佔比由67%上升到75.5%。五年間，訪港旅客增加了約14.7千萬人次，絕大部分增長是拜內地旅客所賜。



內地已成為訪港旅客主要來源地，連帶本港旅遊、會展、零售、餐飲行業同樣得益。