

又一年的存量流動性博弈

財經評述

交銀國際研究部

2018年還將是中國交易員面臨流動性約束、進行存量博弈的一年。過去幾年，表外業務的複雜性不斷增加，以規避監管和資本充足率的要求。與此同時，表外槓桿不斷累積。新出臺的法規針對這些表外槓桿，影子銀行的增長受到限制。如今，一些中小型銀行的表外業務甚至已經達到了與表內相似的規模。

隨着表外降槓桿，信貸增速也將減緩，市場利率中樞將保持高位，而一些與表外槓桿相對應的資產將被清算。這樣的宏觀環境很難很快地看到所謂的大牛市。

A股明年仍將保持不溫不火

中國股市還將不溫不火，並出現階段性的

波動：在過去的幾年裡，我們的股債收益率模型在預測市場趨勢時有出色的往績。這個模型顯示，在未來的12個月裡上證的交易區間大約是在2,800至3,900之間，同時區間的中位數略高於3,200——類似於今年。此外，該模型還顯示，2018年約一半以上的時間，上證仍將低於目前的3,300點。我們的關鍵結論是：2018年市場仍將不溫不火，同時因流動性條件變化，市場將不時出現短暫的波動。

小盤股的結構性行情：在流動性的約束下，小盤股將會有結構性的機會。這是因為大盤股在2017年大幅上漲之後，它們的相對收益已經趨於極端。隨着未來幾個月通脹壓力抬頭，信貸增速放緩，債券收益率很可

能在2018年一季度前仍難顯著下行。相對於無風險的國債而言，大盤股雖盈利穩定，但估值卻越來越高，並已開始失去明顯的投資價值。從大盤股向小盤股輪動的過程將會是曲折的——直到這一趨勢最終被大部分人認可為止。大盤股仍將有個別、而非系統性的機會。由於對增長和通脹反映的時滯，債券、股票和商品在2018年不同時段都各有「小熊」。

關注晚周期行業相對強勢

經濟有序放緩：短期看，中國的三年經濟周期，以及同時運行的盈利、盈利預測和大宗商品的價格周期，都將繼續放緩。這與近期晚周期行業（如原材料和能源）的潛在技

術性輪動相一致，直到市場領漲的接力棒被傳遞到必需消費、醫療保健和公用事業等防禦性行業為止。同時，在這個技術性輪動的過程中，晚周期行業的相對強勢可能會被誤讀為新一輪的增長周期又開始了。

中國經濟很可能有序放緩

隨着消費對經濟增長的貢獻不斷增加，同時經濟對房地產的依賴程度降低，中國經濟放緩將很可能是有序的。最終，當前過於樂觀的共識也將逐漸向增速放緩的現實收斂。自2015年末以來，中國的供給側改革和房地產去庫存的成功，無疑帶動了當前全球經濟的同步復甦。因此，中國經濟有序放緩的影響將再次波及全球，儘管衝擊的力度將比

擔心的要溫和許多。

外圍情緒極高漲 風險上升

海外市場還有新高，明年一季度前後很可能是市場風格轉變的時間點：在中國有條不紊地去槓桿的同時，全球央行開始準備加息。目前，市場認為這是對當前周期強勁的確認。

儘管增長周期能否延續仍未蓋棺定論，但除中國A股以外的海外主要股市的價格運行出現看漲的技術格局，暗示着未來海外主要市場還將出現新高。短期內，因交易情緒極端高漲，市場將面臨下行風險。2018年第一季之前的市場很可能與之後截然不同。在此之前和之後，市場的風格很可能南轅北轍。

通俄門逆轉 稅改仍有懸念

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

原本市場的焦點都集中在稅改上，但通俄門事件的進展出現攪局，讓風險資產普遍受壓，投資者紛紛擔憂，VIX連漲五日累升18.2%。

通俄門拖累風險資產

上周五，ABC新聞報道，前美國國家安全顧問Flynn可能願意出庭作證，指認特朗普在去年競選美國總統期間，指示其與俄羅斯方面接觸，內容可能不限於抗擊ISIS方面。如此一來，避險情緒大幅走高。原本已經突破兩萬四關口的道指急跌，最終跌0.17%，結束五日連陽，將周漲幅收窄至2.86%。標普當日跌5.36點，納指跌26.39點。

美匯指數也急跌，跌破93關口，低見92.604，雖然之後收窄升幅，但仍疲弱運行在93水平以下。安全資產受捧，歐美國債價格短線走高，美元兌日圓加速回落，一度低見111.41，跌0.33%結束三日連陽。金價一度受捧，直逼1,290美元關口。不過事情又出現反轉，ABC新聞就其早前的報道做出澄清，表示與俄羅斯官員接觸是在大選之後，避險情緒暫時回落。

稅改通過令市場反彈

另一個焦點在稅改法案上。特朗普從上位以來，雖然簽署不少行政命令，但真正有分量的卻沒有，所以稅改對特朗普的政績來說相當重要。特朗普從今年4月公佈了一頁A4紙的稅改計劃，到9月公佈的九

頁稅改框架，市場態度不斷在改變。原本在上周四進行的投票被臨時延後一日，可見其中的艱難。

經過漫長地談判，美國共和黨稅改法案終於以51:49獲得通過。投資者都大大鬆了一口氣，美元、美債收益率和美股期指均在消息後做出反彈。加上通俄門轉折，美匯指數在周一早盤很快就反彈回93水平，升穿5和10日線，目前挑戰百日線支持。美元兌日圓也重拾上行動能，今早一舉升穿50日線並突破113水平，表現偏強。亞洲股市獲得支持，港股絕地反彈，曾低見28,803.19後反彈回29,000上方。金價面對的沽壓增加，不但失守1,280美元，更有進一步下探的趨勢。白銀更是在上周跌破16.5至17.5美元的運行區間後進一步跌離區間支持，延續弱勢，支持位下移至16美元。

冀減稅吸引美企回歸

特朗普推行史無前例的減稅方案，從個稅等級劃分、標準抵扣額、遺產稅以及企



美國參議院通過大規模減稅法案。圖為警察在美國華盛頓國會山巡邏。

資料圖片

業稅下調等手段，希望減少企業稅賦，並把散落在海外的美國公司召回來，不僅是美國自己的企業，也會吸引到全球優質的企業湧向美國，這對於勞動力市場、實體經濟、老百姓的收入提高和消費拉升等都將是有利的，從而形成一個良性循環。

但在減稅背後，就像加息的影響一樣，

這會令其他國家也不得不考慮跟隨美國步伐進行減稅計劃，甚至形成減稅競賽。當然，我們也需要關注美國政府面對的債務問題。其次，最重要的還是，參眾兩院的稅改版本分歧不小，雙方還要坐下來解決這些問題，才有可能讓這個法案在年底前落地，不到最後就勢必存在不確定性。

不宜迷信「大時代2.0」

劉碩基 興證國際證券環球市場交易部經理

11月22日，恒生指數衝破30,000點，逼近2007年高位31,958點。市場氣氛普遍樂觀熾熱，內地資管新規出臺，預料南下資金會進一步增加，有望帶動港股再一步突破高位。

新股方面，閱文(0772)和易鑫(2858)等騰訊系列每每錄得超額認購，暗盤交易量亦非常活躍。種種跡象皆表示港股升勢動能尚未冷卻，因此最近不少大行預期大市尚未見頂，中信里昂表示恒指今年底可升上31,000點，高盛亦預期可以見32,000點。

很多人想預測將來市況以從中獲利。其

實所謂預測，簡單說即從過去發生的現象中找尋規律，從而判斷將來該現象可能發生的時間。

大行唱好不宜過信

所謂技術分析，亦是從股市過去成交價的大數據中進行統計，以求出有價值的「訊號」來判斷市況趨勢，從而買賣獲利。

假使你觀察港股歷史就會留意到，過去二十年港股一向有「逢七必升，逢八必跌」的規律。1997年恒生指數曾在8月升上接近17,000點後開始長達一年的

跌浪，跌到1998年8月差不多6,500點才跌停；2007年一句「港股直通車」令恒指亦在10月高位逼近32,000點後開始長達一年的跌浪，跌至2008年10月近10,600點才跌停。

今次的升市，由2016年12月最低21,488點開始至最近11月22日高位30,199點，未有出現超過一個月的調整。對上一次出現此情況就是2007年的大牛市。

但大家留意，從11月22日到12月1日，八個交易日內從高位下跌1,171點，跌幅之大以及時間之短為今年首次。

《聖經》上曾寫道：「已有的事後必再有，已行的事後必再行，日光之下並無新事」。隨着美聯儲開始縮表，歐洲央行預期開始收緊量化寬鬆政策，各項因素將令港股未來一個月市況更加波動。面對此情況，風險管理意識尤為重要。不管賬面是盈是虧，投資者宜先行離場，仔細觀察市況再部署未來一年的投資策略。

持盈保泰長勝關鍵

別忘記，跌市往往突如其來，殺投資者一個措手不及。對於變幻莫測的市況，持盈保泰才是長勝關鍵。

需求看好 香港民生店舖仍值得投資

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

二零一七年好快過去。踏入十二月份，傳統的購物旺季即將開始。

本港零售市場已經過了整整三年不景年了。自從二零一四年起，整體零售總銷貨值持續下滑，但在二零一七年中觸底向上，今年頭九個月，總銷貨值錄得三千二百五十億元，首次三年多後按年微升約百分之二。

整體零售市場回暖是有下列因素。首先今年首九個月內地客量升2.5%，加上人民幣轉強使內地客消費力明顯改善。外交上，日韓兩國和中國政府交惡，促使赴日韓內地客大幅減少，自然選擇最鄰近最熟悉的香港和澳門旅遊和購物。歐洲地區治安不景，更加專門打劫中國和亞洲旅客；歐元也持續升值，都使內地客減少赴歐出行消費。整體上，內地客增加來港消費，都是促使本地零售業好轉的主要因素。

股樓好景 市民消費更爽手

反觀本地購物客，大體上可分奢侈品和民生用品兩大類。樓股市道持續景氣，財富效應促使市民消費更爽手，願意購買較貴的珠寶、鐘錶、衣物和手袋新款產品，選購這類貨品並不是網購行為可以替代的。從進口手錶、名牌手袋和衣物的頭九個月進口本地

總貨值同樣三年來錄得首度正增長來推算，今年聖誕零售市場會是三年來最理想。尤其是近日香港股票市場大幅上升，個別重磅股錄得雙倍股價，預計聖誕節和明年農曆新年高檔消費品市道審慎樂觀，可維持單位數增長率。

另一個因素是一線店舖租金自上次觸及高位後，拾級而下到今年第三季已有約三至四成跌幅。一線店舖租客的經營成本大幅改善後，零售商可以彈性打折扣，吸引大批內地客和本地高消費一族光顧。

財團青睞屋邨商場收益穩

今年最大宗商場買賣剛於上月底落實。領展房託基金宣佈以二百三十億元成功出售十七個屋邨商場，較物業於九月底估值高52%，回報率大約3%。買家是由基匯資本牽頭財團，包括投資銀行高盛、阿聯酋阿布扎比投資局和中國長城基金。根據筆者記憶，這也是極稀有的中外基金公司聯手投資香港民生商場，足以證明她們覺得屋邨商場收益穩定，且通過整體裝修和改善租客質素，可以達到租值平穩上升和價值持續向上。

以往，領展也是出售商場的常客，但是買家全是本地資深投資者。這麼巨大的商場整

體轉手是首宗，吸引超過十組買家競投，最後一舉以理想價值水平轉手給中外基金，足見民生商場投資已被機構投資者納入正常投資的其中一類選項。

據一位房託基金經理估計，網購佔本地零售市場約6%，比起美國的12%未算厲害，但亦有相當份額。剛過去美國的感恩節購物活動中，網購和實體店購物基本上已相當接近，形勢上網購不久會蓋過實體店購物，這正是實體店以至大型百貨公司和大型商場面對的巨大挑戰。如何吸引顧客光顧商店或商場決定未來實體購物命運。

有兩個網購趨勢對民生商場有利的。部分零售商開拓O2O模式，線上訂貨線下提貨，增加鄰近民生區商舖的存在價值。某些網店業務穩定後，通過開設實體店以求接觸更多客戶，並且讓客戶可以實物地體驗產品功能和外觀。既然是求接觸居民，民生商場租金合理，自然成為網購企業租用對象。

網購無法替代實體店服務

實體店戰勝網購活動，主要可以透過接觸產品。某些店舖服務根本無法被網購替代，如美容院、髮型屋、補習社、琴室、兒童學習中心、診所、地產代理、遊戲設施等等。



香港市民和遊客在銅鑼灣商業區遊覽購物。

資料圖片

如果透過商場內各種人對人服務、豐富商場內各種娛樂、遊戲、網購的產品體驗，商場絕對是居民和遊客光臨的理想目的地之一。店舖物業仍是值得投資，只要回報率合

理，收入穩定增長。現時本地民生舖和民生商場是較為值得下注類別，一線商舖待價值回落到同新訂租金水平掛鉤後，才是入市時機。

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。