

# 貿戰陰霾揮之不去 下半年經濟前景添憂

財經評述

黃思華 中銀香港經濟研究員

中美預定在7月6日互相向對方產品開徵25%的關稅，初步規模為340億美元，關稅將從威脅層面升級至影響實體經濟活動的保護措施。同時，美方正對160億美元商品的關稅建議進行公眾諮詢，中方亦準備了對等的產品清單，以回應美方下一步行動，反映雙方的貿易角力隨時有擴大的可能。

關稅增加將直接提高企業的營商成本，而保護主義升級所帶來的不確定性將阻礙金融市場及投資表現。商品貿易增長是2017年以來環球經濟廣度復甦的推動力之一，美國的保護措施一旦令貿易增長趨勢逆轉，環球經濟增長出現放緩的可能性將顯著上升。作為外向型經濟體，香港將難免受到負面影響，令2018年下半年的經濟前景相對不明朗。

## 料短期對港影響微

中國內地及美國是香港的首兩大貿易夥伴，2017年兩大經濟體佔香港對外貿易總額比重分別為50%及7%。其中，經香港往來中美之間的轉口貨品總值約450億美元，相當於香港GDP的13%及總出口的9%。因此，中美之間貿易活動對香港的外貿表現有舉足輕重的影響。

然而，大部分中美經香港轉口的商品都不在雙方首輪的關稅清單上，美方就合共818項產品加稅，主要涉及電機、機械及交通工具，中方提議徵稅的545項產品主要是農產品、汽車及水產品。據估算，首輪關稅所覆蓋的貨品只佔香港總轉口權重0.1%至

0.2%，所以短期對香港經濟的直接影響估計不大。

## 不明因素影響市場情緒

雖然將實施的關稅不會對香港造成明顯直接影響，但企業及投資者十分關注中美貿易糾紛會否升級至全面貿易戰，特別是美方的立場反覆不定，而且美國總統特朗普指出，若中方採取報復行動，美國將對另外4,000億美元的中國內地進口產品加徵10%關稅，即接近九成來自中國內地的商品需要額外支付關稅。

由於內地對美國出口約有三分之一的外國增加值，所以大規模對中國進口實施關稅將令環球供應鏈造成負面影響，香港的轉口貿易

必然受到拖累。此外，對外貿易活動增長放緩，運輸及離岸交易（香港兩大錄得順差的服務貿易活動）亦會面臨下行風險。

另一方面，貿易戰升級的擔憂已迅速傳導至內地及香港的金融市場，令兩地股票市場大幅回落。自3月22日美國公佈301調查結果至7月4日，上海、深圳及香港交易所的總市值分別下跌13.2%、14.7%及9.5%，即分別蒸發約4.4萬億及3.4億萬元人民幣及3.3萬億港元。

金融資產價格下跌不單影響近日的新股訂價及市場情緒，連帶的負財富效應更有機會限制企業投資及個人消費進一步擴張。再者，貿易關稅的消息亦對外匯市場造成大幅波動，亞洲主要貨幣對美元在2018年上半

年急促轉弱，部分市場如印尼及菲律賓都採取加息以支持其貨幣表現，匯率波動及利率上升將影響港商的貿易成本及其在海外市場的投资回報。

## 影響料下半年漸現

2018年首5個月主要經濟指標（包括：對外貿易、零售銷售、失業率、房地產投資等）顯示，香港第二季經濟表現仍可保持較高增長。

不過，內地與香港金融市場持續受壓，這將對香港的增長前景帶來下行風險，6月香港採購經理指數跌至47.8的兩年低位，中美貿易戰對香港經濟的影響預料將在下半年於宏觀數據上逐漸浮現。

# 金價飄忽跡難循 油價堅挺節節高

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球貿易戰不斷升級，擔憂情緒也不斷加深，投資者變得更為謹慎，風險資產普遍受壓，然而黃金並沒有獲得太大的支持，反而重心下移。黃金主要受兩方面因素制約，一是地緣政治風險，避險情緒往往令資金流向黃金，推動其價格走高。二是貨幣政策，在加息的大環境下，無息收的黃金往往不得不面對下行壓力。對於第一個因素，其實年內，市場發生了很多風險事件，但也最多只是將金價推升至1,360美元，便再也沒有足夠的動能令其作出突破。即使到近期，貿易戰的擔憂令包括股票和商品的風險資產均受壓，但卻沒有給原本是避險天堂的金價動能，更多資金選擇了美元資產。

## 美元黃金負關聯

第二個因素，目前仍在貨幣政策正常化的趨勢內，但和去年不同，相較歐日等國，美國的經濟增長更為樂觀，加上美聯儲也同樣對經濟前景保持樂觀，不少投資者預計今年一共將有四次加息，美元資產重新獲得青睞。

美匯指數尤其從4月下旬開始加速走高，不但升穿制約已久的90水平，更是愈升愈有，在近一個月升至94至96區間內，其中6月底還高見95.531，動能相當強勁，從4月開始就一共累積了近兩成的漲幅。而黃金與之呈現出相當大的負相關性，同期下降了近一成。

## 「紀要」數據惹關注

金價在美元走強後，也從高位1,360



金價並未受惠近期貿易戰升級等政經因素，走勢飄忽難料。圖為內地民眾在選購金飾。

資料圖片

美元水平回落，一路震盪下行，5月跌破1,300美元的區間支持後，稍作調整，便於6月中加速下跌，技術指標向淡，本月初更一度跌破1,240美元。好在美匯指數暫時作出調整，給黃金喘息反彈的機會，但目前動能明顯缺乏，受制於1,260美元。

然而，我們即將等到美聯儲會議記錄以及非農報告，兩者料對美元和金價都將有較大影響，尤為關注會議記錄是否為今年還會不再加息兩次帶來線索，料金價恐怕仍有下行空間。

另一邊廂，油價隨着供求關係的改善而不斷從低位反彈。貿易戰的擔憂也一度令油價受壓，因為大家擔心一旦事態擴大，會影響到全球經濟復甦的進程，從而影響到油價的需求端。所以油價在5月尾6月初回吐漲幅，紐油反覆測試百日線支持。

## 「特招」壓價難得逞

然而，特朗普在退出伊朗核協議後，試圖在政治和經濟層面進一步孤立伊朗，力促各國禁止從伊朗進口石油，而

伊朗則警告如果真的如此，將阻止中東地區其他產油國出口原油。加上庫存數據下跌，油價不斷獲得利好消息支持，很快收復了6月初回落失地，甚至創新高。雖然特朗普已經三番四次在推特發文試圖干預油市，希望油組國壓油價，但卻事與願違。

整體來看，油價目前仍在上行通道中，紐油短線嘗試挑戰75美元水平，再創新高的概率大，布油短線阻力在80美元，目前在高位進行整理，有上行空間可期。

# 上半年A股優秀板塊回顧分析

康證投資研究部

2018上半年成績單出爐，在宏觀經濟相對韌性的情況下，上證指數在年初漲至3,587點，並創下「熔斷」以來新高，隨後掉頭向下，更在上月接連失守3,000點、2,900點甚至2,800點等重要關口。

從圖表中可見今年上半年，上證指數累計下跌459點，跌幅達13.9%。在3,528隻A股中有2,916隻個股下跌，佔比高達82.7%，當中更有1,805隻跌幅超過20%。市場震盪走勢主要源於風險擾動因素增多，包括中美貿易戰、獨角獸上市、信用風險等。

## 休閒股逆勢走高

可是，面對A股市場如此艱難的環境，依然有部分板塊逆勢而上，表現不俗，它們分別是休閒服務、食品飲料及醫藥生物。從圖表中可見，在上月A股全線回落的背景之下，休閒服務、醫藥生物以及食品飲料三個板塊，於上半年累計漲幅仍分別有9%、3.1%、0.1%。

儘管根據總市值加權平均計算板塊漲跌幅，休閒服務行業取得漲幅冠軍，惟行業內37間公司當中有27間下跌，佔比達73%，而僅有的10家上漲企業中，漲幅超過20%的只有4家，當中中國國旅(601888.SH)更獨樹一幟，半年累計漲幅高達49.6%。

由於該公司市值佔比超過行業的三分之一，因而拉高了整個板塊的表現，這未足以代表整個行業普遍景氣，只能反映業內其他企業競爭力有所欠缺。

## 受惠政策醫股前景佳

醫藥板塊上半年漲幅居前，主要由於醫藥行業增速回暖，盈利能力改善，疊加關注一致性評價和醫保放量兩大主要投資主題。

數據顯示，醫藥板塊今年首季歸母淨利潤同比增速30.5%，業績高速增长的企业數量比去年明顯上升。該產業利好政策不斷落地兌現，如自今年以來國家

機構整合、創新藥加快審評審批、進口藥減低關稅、藥店分類分級及仿製藥供應保障等政策紛紛落地，使得產業變革大步向前，支撐其優秀表現。

食品飲料行業與百姓生活息息相關，經濟波動對企業經營影響明顯小於其他行業，因此板塊良好的抗壓性表現充分。

隨着消費升級加速，令白酒行業的增長勢態持續，另外乳製品需求保持強勁，成本端亦有改善，加之啤酒產量回暖，提價及產品結構優化，使行業盈利能力提升，因此拉動了食品飲料板塊於上半年的表現。

# 人幣匯率底部漸現 關聯行業反彈可期

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師



人民幣匯率的波動對航空業財務情況有直接影響。

資料圖片

上周，美元並未走強，但A股、港股與人民幣匯率都有明顯下行，特別是人民幣匯率降幅較大，但政府對於股市匯市的下跌沒有明顯干預，與2015年有明顯不同。

同時，政府上周推出了自貿區外商投資准入的負面清單，大幅增加了開放領域，這一方面是為了應對貿易戰的壓力，也是中國自身進一步開放的需要。

## 多因素共同作用

近期的美國經濟數據較為一般，上周美元的利率穩中略降，美元匯率也基本持平。但上周美元兌人民幣匯率仍出現大跌，雖然周五有所反彈，但全周在岸與離岸人民幣匯率均下降了1.9%以上。

這是新興市場國家貨幣整體對美元貶

值的一部分，原因是美元利率與匯率在2018年來的持續走強。

對於人民幣來說，近期突然貶值，原因還包括：貿易戰的可能、人行未跟隨美國加息，定向降準的策略選擇，以及近期偏弱的宏觀經濟數據。

此輪人民幣貶值與2015年匯改時的貶值有較大的不同，最主要的就是中央政府基本未對市場進行干預。首先，此次CNH HIBOR保持平穩，未出現之前的脈衝式上升；其次，在岸與離岸人民幣匯率的價差也未有擴大。這均是與2015年的情況有較大的區別表現。

周一開市後，在岸與離岸人民幣匯率仍在明顯下行，且下行幅度要大於美元指數的漲幅，人民幣仍在繼續貶值。

第一季度中國內地經常項目出現逆差，再加上6月的PMI數據也有明顯

的下降，這些可能進一步影響了市場對於人民幣匯率的信心。

## 受制匯率行業多

資本市場對於人民幣匯率貶值的反應較為負面，雖然人民幣貶值會在中長期有利於產品的出口，但在目前中美貿易戰很可能爆發之時，很難判斷匯率貢獻的大小。而中國內地部分行業有較高的外幣負債水平，人民幣匯率的波動會對其財務情況有直接的影響。具體來看，主要是航空、電子、石化和有色金屬行業受到影響較大。

根據我們經濟學家的觀點，目前人民幣匯率已經接近其波動的底限，進一步貶值的空間有限。如果人民幣匯率後面明顯反彈，那上述這些行業有可能出現明顯反彈。

(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。

# 多重利好 國產電影票房勁增

李育禹 比富達證券(香港)市場策略研究部 研究員

今年上半年，受國產電影票房強勁增長影響，內地電影票房增速進一步擴大，引發市場廣泛關注。當前，內地銀幕數量穩居全球首位，且不斷向縣級城市滲透，覆蓋人口數量不斷增長。依託人口紅利及居民消費能力提升，電影票房增長仍具潛力，值得關注。

據國家統計局數據，今年一季度，內地居民人均可支配收入7,815元(人民幣，下同)，扣除價格因素後實際增長6.6%，人均消費支出5,162元，扣除價格因素後實際增長5.4%，人均可支配收入及消費支出持續增長。

銀幕數量方面，截至6月底，內地電影銀幕較2017年底增長4,847塊至55,623塊，穩居世界首位。其中3D銀幕49,190塊，佔比88%。內地縣級城市影院共4976家，縣級影院銀幕20,742塊，分別佔比49%及37%。銀幕數量增加及居民消費能力提升，為電影票房增長提供了基礎。

早前，內地影視行業爛片橫行，對行業發展產生一定負面影響，票房增長一度陷入停滯。自2017年開始，「內容為王」成為行業共識，發掘不同年齡及背景觀眾的口味，打造高質量電影成為行業關注的重點，國產影片質量提升顯著，相關影片票房亦錄得良好表現。

## 「內容為王」成共識 迪園模式可借鑒

據國家電影局發佈的數據，今年上半年，共有5部國產電影票房過10億元，19部國產電影票房過億元，展現出較大發展潛力。受眾多優秀作品帶動，上半年國產影片票房按年大升80.1%至189.65億元，佔總票房比例提升至59.21%，成為票房增長主力。

截至2018年6月底，內地電影票房按年升17.82%至320.31億元，增速較2017年全年提升4.37個百分點，觀影人次按年升15.34%至9.01億。在觀眾觀影習慣已逐漸形成的背景下，優秀影視作品帶動票房續創新高。

不過，當前內地電影市場以票房收入為主，衍生品市場仍處於發展初期階段，對比美國票房收入僅佔電影行業收入三成，差距較大。過於依賴優秀影片票房表現，增加了行業發展的變數。未來，圍繞電影開發的遊戲、零售、餐飲等收入佔比料不斷提升，迪士尼、環球影城等模式亦可能被借鑒。

綜合來看，受銀幕數量增長、居民觀影習慣的形成及國產電影質量提升等多重利好因素影響，今年內地電影票房或保持強勁增長勢頭，產業鏈相關公司料直接受惠。未來，依託龐大的電影市場和眾多優秀的影視作品，電影衍生品市場有望迎來較大發展，值得留意。



《戰狼2》獲評2017中國-東盟電影節最佳影片。

資料圖片