

以「持久戰」擴開放促轉型

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，美國特朗普政府進一步升級對中國的貿易戰，公佈了將對額外2,000億美元中國商品加徵10%關稅的商品清單。本次2,000億關稅清單涉及6,000餘種商品，除了精準中國戰略性新興產業如通信、電腦、電子、機械設備等外，相當部分都是日常消費品和農產品，如箱包、空調、冰箱、輪胎、傢具、服裝、床墊、水果、蔬菜等。不過備受關注的手機產品並未包括在內。中國未立即宣佈反制措施，而表示將堅定不移地推動改革開放，維護自由貿易原則和多邊貿易體制。中美貿易戰擔憂情緒有所降溫，投資者避險情緒略有緩解，南向資金淨流入人民幣為60億元。上周，恒生指數漲0.74%，收於28,525點，國企指數漲1.17%，收於10,746

點，港股日均成交金額為937.8億港元，較前周有所下降。

港股「七翻身」仍有機

雖然特朗普政府擬對2,000億美元中國商品徵稅，但筆者認為投資者不必過度恐慌，港股仍然有望實現「七翻身」行情。歷史上，港股往往在5、6月份表現不佳，並在7月份出現反彈，有「五窮六絕七翻身」之說。在過去13年中，恒生指數7月份上漲12次，實現平均漲幅4.2%。本次2,000億美元商品關稅落地需要經過兩個月的時間徵求意見(8月20至23日舉行聽證會，8月30日公眾諮詢結束後才能生效)。而且本次關稅名單涉及大量日常消費品，美國消費者將為此承受高

額損失。因此，最後是否徵稅、對哪些產品徵稅，最終結果還存在較大不確定性。

貿戰增風險 股市料反覆

筆者認為，經過前期的大幅調整後，港股長期投資價值凸顯。股市市場當前估值水平不僅低於歷史平均水平，而且仍然是全球主要股票市場的估值窪地。即使與先前兩次全球金融危機時的水平相比，香港股市的當前估值也具有一定優勢。根據彭博一致性預期，截至2018年7月13日，恒生指數2018年預測市盈率和市淨率分別為11.4倍和1.2倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低11.1%和20.5%；恒生國企指數2018年預測市盈率和市淨率分別為7.5和0.9倍，較過去13年的歷

史平均市盈率和市淨率分別低29.4%和43.7%。不過，特朗普政府這次主動挑起對華貿易戰不同尋常，充滿複雜性、反覆性和長期性，可能會持續影響投資者的風險偏好，股票市場或將繼續大幅波動。

內需作用顯 開放利雙贏

中美貿易衝突對全球經濟、全球貿易和投資活動有重要溢出效應。因此，中國需要做好持久戰的準備，以進一步擴大改革開放的新舉措來推動經濟轉型升級，維護自由貿易原則和多邊貿易體制。未來，內需對經濟增長的作用將處於更加突出的位置，經濟轉型升級所釋放的巨大內需潛力有助於緩解短期經濟下行壓力，更好地應對中美貿易摩擦升

級。近期，中德簽署了20多項雙邊合作文件，涉及農業、教育、青年、衛生、化工、通信、汽車、自動駕駛等多個領域。

同時，規劃年產50萬輛純電動整車的特斯拉首家海外超級工廠正式落戶上海臨港地區，這表明中國將加快建立開放型經濟新體系，願在推動全球自由貿易發展方面承擔更大角色。進一步擴大開放國內市場可以提振國際社會對於中國經濟轉型升級和實現高質量發展的信心，在創造本地就業機會的同時也讓包括美國企業在內的所有外資企業分享中國巨大內需市場，實現互利共贏，共同維護國際經貿體系。

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。

非美貨幣乏動能 黃金續偏弱

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

當前市場的焦點仍在貿易戰上，投資氣氛隨着事件的發展而起起伏伏，各類資產波幅擴大。

從今年3月特朗普簽署備忘錄，宣佈對中國涉及500億美元的商品徵收關稅，這場貿易戰正式開始。隨後雖然有高層談判，但效果甚微，特朗普似乎是打定了這場仗，當然中方也強力反擊，目前雙方在貿易方面緊張的關係並沒有緩解，而是擔憂加深。不光對中國，特朗普還將大炮瞄準了他的老鄰居和盟友，將這場爭端直接擴大至全球範圍。就在本周末俄峰會前夕，特朗普把歐盟列入了全球最大貿易敵人的名單。

黃金日圓避險買盤減

如此一來，風險資產不得不面對壓力，投資者擔心事態發展下去，會影響到好不容易從金融海嘯中恢復過來的經濟增長。按照往常，地緣政治局勢會令資金紛紛流向黃金和日圓，然而今年以來，他們的避險光環明顯減弱。

其實今年來發生了不少的矛盾衝突，但黃金只是多次嘗試了1,360美元，卻始終無法確認突破。直到美匯指數從4月下

旬開始加速走高，突破多個阻力位後，金價從高位連續下跌，重心不斷下移，7月更是幾次跌破1,240美元，表現相當疲弱。美元雖然在近兩個月動能有所減弱，有測試50日線支持，但還是相對頑強，令金價反彈無力。另一個避險資產日圓，雖然在2月升穿108至115的區間，但在4月又重新跌回原區間。美元兌日圓反彈動能增強，升穿一個個阻力位，上週更是突破112水平，後市甚至有機會測試區間阻力位。

貿戰暫未阻加息步伐

另一邊廂，雖然各主要央行先後分別表達了對貿易戰的擔憂，但目前為止並沒有停下貨幣政策正常化的步伐。加拿大央行在上周宣佈加息，為年內第二次加息，是此次加息周期中的第四次，然而短線加元並未獲得太大提振。美元兌加元自年內震盪走高，6月一度嘗試1.34水平，加上油價走軟，加元更是無力，恐怕還將受壓。

歐央行釋放鷹派信號。雖然有脫歐顧慮，英央行還是表示需要進一步收緊貨幣，市場目前預計8月加息的概率近九

成。但英鎊的動能卻相當有限，只是從1.3的低位反彈上來，始終運行在50日線下方，看來投資者對於脫歐和政局的不穩定有所擔憂。

歐央行官員認為可能在明年9或10月加息，包括德拉吉表達對經濟的樂觀，態度偏鷹，不過最新的會議記錄又多了一分謹慎，顯示出對當前市場不確定性的擔憂，將根據經濟數據來決定何時結束QE，給政策留出空間。歐元雖然有1.15水平的支持，但上行動能不足，反覆測試50日線，未擺脫上市市。

美元或成避風港

美國的加息周期逐步走到中後期。美元近期成為資金的避風港，新興市場貨幣維持弱勢。



美元近期走勢相對頑強，令金價反彈無力。資料圖片

10年期美債收益率在5月一度突破3%，隨後便從高位回落，運行在2.8%至3%的區間內，進入7月更是波幅收窄，主要在2.8%水平上方上落。更受到投資者關注的是，長短期美債收益率息差持續收窄，由於這往往是經濟衰退的信號，所以擔憂情緒上升，亦猜測美聯儲到底會不會繼續加息。

不過，從近期美聯儲會議記錄和鮑威爾講話的態度看，仍將維持按部就班加息，除非貿易戰真的損害美國經濟。

內地經濟「轉型提質」進行時

程實 工銀國際首席經濟學家

2018年第二季度，全球經濟形勢趨於複雜，金融市場震盪加劇。在此背景下，中國經濟的新韌性依然穩固。根據7月16日公佈的數據，總量走勢方面，雖然二季度中國經濟同比增速為6.7%，較一季度略有下降，但上半年總體同比增速仍維持在6.8%。

這表明，以供給側改革的深化激發中國經濟的內生動力，是當前抵禦外部衝擊的有效舉措。結構特徵方面，得益於經濟結構和生產效率的穩步優化，中國經濟的轉型升級正在開拓新空間，有望為下半年高質量發展夯實基礎。有鑒於此，2018年下半年，面對日益抬升的全球復甦不確定性，中國經濟將通過改革開放再出發，進一步增強內動、穩中求進。伴隨供給側改革的階段轉換，結構性通脹將迎來小高峰，在財政政策、貨幣政策和金融監管的新搭配下，結構性

去槓桿將從粗放式、運動式轉向「精細治理」。

盈利改善民投擴張

詳細來看，投資方面，上半年固定資產投資同比增速為6.0%，較一季度下降1.5個百分點，但是民間投資趨於活躍，同比增速較上年同期提振1.2個百分點。這符合我們此前報告預期，表明在滯後約一年後，持續的企業盈利改善正在引導民間投資擴張。消費方面，上半年社會消費品零售總額同比增速為9.4%，較一季度下降0.4個百分點，表明在經歷前一階段發力之後，消費引擎階段性轉弱。

相比而言，上半年最終消費支出對經濟增長的貢獻率高達78.5%，不僅高於去年同期資本形成47.1個百分點，亦超過一季度的水平，表明增長引擎仍從投資端向消

費端持續轉移。出口方面，2018年上半年，中國進口與出口的同比增速剪刀差高達6.6個百分點，貨物貿易順差已連續8個季度同比收窄。

外部壓力倒逼提速

這表明，隨着對外開放擴大和貿易再平衡，中國經濟增長對淨出口的依賴程度正在進一步下降。綜上所述，今年二季度，以供給側改革紅利為基礎，中國經濟的內生增長動力保持平穩，總體受外部衝擊的影響相對有限。轉型升級邁向新空間。在總量走勢保持穩健的同時，今年二季度，中國經濟的轉型升級亦在外部壓力下積極提速。生產效率的改善，疊加經濟結構的優化，有望為下半年中國經濟的高質量發展夯實基礎。

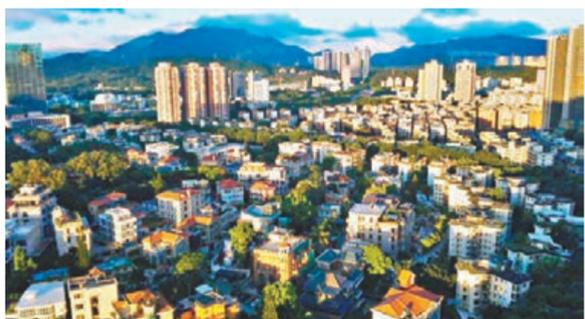
第一，生產效率勢頭向好。年初至

今，隨着生產端效率進一步提升，企業盈利能力的改善勢頭仍在延續。上半年，單位國內生產總值能耗同比下降3.2%，全國工業生產能力利用率比上年同期提高0.6個百分點。今年1-5月，規模以上工業企業的利潤總額同比上升16.5%，主營業務收入利潤率較上年同期上升0.35個百分點。

第二，結構調整持續發力。生產效率的高位穩定，主要得益於經濟結構調整的不斷深化。從工業內部來看，上半年，較之於規模以上工業，工業戰略性新興產業增加值的同比增速高出2.0個百分點；較之於製造業總體，高技術製造業投資的同比增速高出6.3個百分點，優勢較一季度更為明顯。這表明，隨着要素驅動力向創新驅動力轉型，中國製造業的高端化發展正在提速邁步。

(本文有刪節)

■內地一線城市上半年商品住宅成交面積同比下降25%。圖為深圳一住宅區。資料圖片



筆者今年一月份於本欄談及今年內地樓市走勢，並預料趨向平穩。半年剛好過去，讓我們再次展望下半年走勢。近月間，中美貿易戰正式展開，對內地出口數額影響幅度仍然有待確定，但是人民幣已應聲下跌，本文試展望貿易戰繼續開展對樓市影響。

首先回顧過去六個月樓市走勢。上半年房地產市場調控政策持續深化，在各地的限購限貸、預售限價等嚴厲政策下，重點城市新房市場供求不相稱，新房成交面積持續回

落。據初步統計，2018上半年，50個代表城市新建商品住宅市場均成交量在2,740萬平方米左右，同比下降約一成。

交投續受遏「人才房」退潮

不同級別城市，表現各異。據初步統計，一線城市商品住宅成交面積同比下降25%，當中京滬成交面積處於歷史最低點，深圳依賴去年基數較低仍可錄得兩成增長，但仍處於低位區。二線城市月均成交面積約7萬

平方米，同比下降7%。值得一提的是，某些二線重點城市曾經推出「人才房」計劃，掀起一陣市場高潮，但是中央有關部門着手處理後，又再回復平靜運作。三線代表城市上半年棚改力度仍然持續，成交規模絕對值處於歷史相對高位，上半年月均成交面積在32萬平方米左右。綜合來說，商品住宅成交量已受壓，有賴嚴厲市場調控政策做成，積極抑制非理性需求。

三線領跑勢減

價格方面，根據中房地產指數系統對百城調查顯示，上半年百城價格累計只有上漲2.62%，較去年同期大幅收窄1.57%。三個級別城市中，領漲者是三線代表城市；一線、二線及三線代表城市上半年累計上漲分別是0.14%、4.22%和4.75%，較去年同期收窄1.02%、0.95%和1.57%。大家請注意三線城市仍然領跑，但是漲幅收窄也是最為顯著的。

在持續深化的調控政策下，預料房價趨穩，成交面積持續回落。一二線熱點城市延續上半年走勢，成交和價格穩中有降；三四線由於棚改貨幣安置比例將有所下調，下

半年市場降勢益加明顯，量價齊穩中帶降走勢浮現，領跑者角色漸淡！

下半年樓市還看地價

無可否認，未來房價走勢取決於土地市場！今年上半年，內地各類用地推出量增加，其中住宅用地推出量同比增長超三成，其中一線、二線和三線城市上半年同比增長6.7%、25.3%和23.4%。可喜的是，住宅用地成交面積均價同比小幅上漲，溢價率繼續下降，證明地價急促上揚走勢基本上受控，未來房價上升因素也在消失中！

在房地產市場調控政策持續深化同時，長效機制建設穩步推進，如集體經營性建設用地入市、不動產登記聯網，房產稅開徵時間表、地方政府宣佈長效房屋政策等等。上海、北京、深圳等一線城市在未來住房的比重，基本上定下三分結構，即普通商品住房、政策性支持住房(類似香港的資助性房屋)、租賃住房是4:4:2，同香港公營比例同樣是4:6:1是。

中央政府的「房是用來住，不是炒」的大方向，繼續落地各主要城市，並有序、有

效、有目標地全面推進，實是全民之福！

貿戰累經濟 利淡因素顯

上述預測並無加入中美貿易戰影響因素。從今年三月中美貿易戰開打後，美元持續升值，上周五在岸人民幣兌美元收盤報6.69兌1美元，累計貶值約7%，創下去去年八月以來的最低，預料人民幣仍有下跌空間。

經濟增長三頭車馬之一的出口增長是最受貿易戰打擊的，預料會拖低全年中國的經濟增長率。

再者，下跌的人民幣也會重燃投資外流的勢頭，都是利淡中國房價的因素。當然這些因素應該於下季數據浮現，而且具體幅度還取決於中美貿易戰整體規模及時間。肯定是利淡中國房價的因素，影響有待確定。筆者總結今年下半年中國住宅房價是趨於平穩，但是交易量會不振。中美貿易戰添加房價下降壓力，內地樓市穩中偏淡的局勢是幾乎可以肯定的。

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。