

人幣匯率走勢 港股休戚相關

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，人民幣匯率（指人民幣對美元匯率，下同）下行壓力加劇引發市場擔憂，投資風險偏好再度下降，恒生指數連續三個交易日下跌。同時，中國去槓桿緊縮效應顯現，非標融資大幅收縮，投資者擔心信用緊縮將導致經濟失速以及債務違約風險加大。2018年上半年新增社會融資額人民幣9.1萬億元，同比下降18%。上周五下午，投資者憧憬資管新規指導意見和銀行理財新規出台，有望緩解非標融資大幅收縮的局面，恒生指數由跌轉漲。上周，恒生指數跌1.06%，收於28,224點，國企指數跌0.59%，收於10,683點，港股日均成交金額為804.6億港元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣為12億元。

在中美貿易摩擦升級、美元指數走強以及中美貨幣政策出現分化的背景下，人民幣匯率過去一段時間出現下行的現象，對港股市場形成較大壓力。筆者認為，人民幣匯率波動對港股市場的影響主要體現在以下幾個方面：

港股內企多 佔比幾近半

第一，人民幣匯率波動影響市場對人民幣資產和中國經濟增長前景的預期，進而對港股市場表現產生影響。人民幣匯率變化，在一定程度上反映了市場對中國經濟增長前景的預期調整。截至2018年6月底，港股市場中內地背景的企業有1,085家，包括256家H股，164家紅籌股，665家內地民營企業，佔全部上市公司數量的49.0%，總市值的67%和成交金額的80%，港股市場基本面受內地經濟金融形勢的影響較大，而內地經濟金融因素是決定人民幣匯率走勢的核心變量。

因此，內地經濟、政策因素同時影響人民幣匯率和港股走勢，從而使兩者表現出一定相關性。

第二，人民幣匯率波動可能受全球風險偏好和資本流動因素的驅動，而全球風險偏好

和資本流動因素也會對港股產生一定影響。人民幣資產和港股均是新興市場風險類資產，當全球風險偏好上升/下降、美元走弱/走強和資本流向/流出新興市場的時期，人民幣和港股均傾向於走強/走弱。

波動具關聯 基本面定市況

第三，過去13年人民幣匯率變動歷史表明，當人民幣（預期）較大波動時，恒生指數大概率會大幅度漲跌。當人民幣（預期）匯率保持平穩或小幅貶值時，恒生指數的表現主要受到經濟增長、貨幣政策、企業盈利、市場估值水平、投資者風險偏好和地緣政治等因素變化影響。

第四，人民幣匯率波動影響港股市場內資上市公司的基本面，從而對港股市場表現產生影響。行業板塊方面，人民幣匯率調整將對房地產、航空和造紙行業產生較大的影響。首先，從美元淨負債(美元存款減去美元短期與長期負債)佔比較高的角度分析，

人民幣匯率調整將導致內地公司所持有的以美元計價的資產（或負債）貶值/升值。因此，美元淨負債佔比较高的公司，其所負擔美元債的利息將有所減少/增加，財務費用將有所降低/上升。

部分房地產、航空、能源、基建、航運、有色金屬公司擁有較多的美元淨負債，因此將受益於人民幣匯率上升或受損於人民幣匯率下降。

其次，從進口依賴角度分析，對原材料/零部件進口依賴程度較高的公司而言，在人民幣匯率調整的過程中，進口物品以人民幣計價的價格相對降低/提高，生產成本下降/上升，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/下降。

在進口依賴行業中，造紙、化工、有色金屬、鋼鐵等行業中的部分企業成本端原材料較為依賴進口，將直接受益於人民幣匯率上升或受損於人民幣匯率下降。

不同行業 影響各異

第五，人民幣匯率變化對跨境業務佔比较高的內地公司具有一定影響，表現為匯兌損益或者匯率變化對進出口訂單數量和價格產生影響，進而影響到公司盈利基本面。

內地傳統的勞動密集型產品出口行業，比如紡織服裝、玩具、傢具和家電等，將受益於人民幣匯率下行。

第六，從業務需求變動角度分析，境外旅遊和留學板塊受人民幣匯率變動的影響較大。人民幣升值可以提高內地居民在海外的購買力，刺激本國居民在海外的消費需求，但在過去人民幣匯率承壓下行期間，出境遊人次同比增長速度處於較低位。

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。

特朗普與央行「到底誰怕誰？」

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點



■雖然在加息和強美元問題上與特朗普意見相左，但美聯儲短期內似乎不會改變原定藍圖。

過去十年，全球金融市場無不時刻留意央行對於金融海嘯的善後工作，以調整本身的投資方向。是的，若說這些年來，都是為其善後，一點不為過。由當日的救市，非常時期，非常手段；到今日的退市，逐漸把上述非常規的方法，在可行的情況下，由市場撤退，應是最重點事項。

正因如此，聯儲局一眾大員一言一行，隨時觸動投資者的神經。

當然，近一兩年，隨着特朗普上場，欲把原有各種遊戲規則都翻動一下，其對資產價格帶來的刺激，起碼是短暫的刺激，一點不遜於央行保守而拘謹的表態。這解釋了為何當特朗普發表言論，批評聯儲局

的加息帶來強美元等，立即對市場帶來無限聯想。可不是嗎？兩個都是焦點所在，加在一起，自然是焦點中的焦點。

事實上，就算並非絕對前無古人，美國總統直接表態評論，尤其負面地評論聯儲局的是和非，都算罕有。當然，說起來，任憑他怎說，只要仍在位，聯儲局作為技術官僚和專業決策者，按理都不應受影響。

是的，美聯儲目前的工作，其實是一體兩面，一面是非常規的，一面是常規的。非常規的，也就是從量寬中退市縮表，也就是把貨幣政策正常化，為當年非常時期的非常手段，逐漸回復正常，另一面便是常規的，就算沒有金融海嘯或其他系統性風險的影響，本身經濟周期一樣存在，當局一樣有各種調節工具，作為正常時期的正常手段，如此一來，目前逐步加息，或多或少算入這類。

縮表勢在必行 數據利好加息

前者，也就是量寬後的退市縮表，是必須進行的，尤其基於當前歷史性的低失業率環境，而目前亦未見系統性風險，應該是愈早進行愈好，畢竟，經濟周期的確存在，而天知曉哪天這些工具又再派上用場？在不必用時，必須讓彈藥好好收起來，以備不時之需。後者，基本上是數據

說了算，目前是有利於年內加息四次的。故此，無論有沒有貿易戰，無論有沒有特朗普的言論，結果一樣，應該對美元樂觀一點，對美元資產樂觀一點。事實上，就算退一萬步而言，當金融海嘯來臨，投資者仍是把錢投到美債上去，而當衰退的風險減輕，便逐步增加美股的比重至今。

有趣的是，單從新聞頭條的角度，特朗普的一連串言行，以至當中涉及的風險和不確定性，固然是人人留意，但對金融市場的影響，見微知著，其實仍是央行才是主導。可不是嗎？就以象徵意義重大的金價為例，兩大因素決定了金價走向。一方面，是避險需求，背後來自地緣政治或其他不明朗因素。原則上，它某程度上支持着金價。另一方面，是貨幣政策正常化，從量寬這種非常時期的非常手段中撤退出來，並改以加息這種正常時期的正常手段，去應付所需。原則上，它壓低金價升勢，因為持有無息可收的資產，機會成本將一直增加。整體淨效果明顯：即使新聞事件眾多，無助金價向上突破，反而徐徐下移。

因此，即使特朗普不喜歡加息和強美元對貿易的影響，在短期或可見將來，美聯儲不至於改變原定藍圖。更何況參考之前一年多，一連串風險事件，金價突破了沒有？真金白銀的反應，最值得參考。

港交所擬訂持續上市新規

李輝律師 香港麥振興律師事務所合夥人

2018年6月29日，港交所發佈了關於《借殼上市、持續上市準則及其他《上市規則》條文修訂》的諮詢。通過本次諮詢，港交所擬定改革現有上市公司維持上市地位的標準。該項修改旨在促進香港上市公司保持一定水準的業務運營和財務盈利能力，從而維持資本市場的整體素質以及正常運行。

港交所目前對於香港上市公司有一定的上市標準和要求。比如上市公司的主營業務應當突出，在上市之後，港交所也要求上市公司應當保持足夠的業務運作來維持其上市地位。香港主板上市規則第13.24條規定，「發行人須有足夠的業務運作或擁有相當價值的有形資產及/或無形資產（就無形資產而言，發行人須向港交所證明其潛在價

值），其證券才得以持續上市。」與此同時，港交所也相繼出台了一系列關於主板上市規則第13.24條的上市決策，從三個方面對上市公司是否符合第13.24條的要求作出具體的規定。

為上市地位維持業務或違規

近幾年，港交所發現不少上市公司的控股股東將上市公司主要業務進行出售套現，上市公司內剩餘的業務僅夠符合基本的持續上市要求，業務運作也僅保留很低的水平。這些投機炒賣的行為嚴重擾亂了香港資本市場的秩序，也嚴重影響了香港上市公司的素質。港交所的指引信GL96-18明確規定，如果上市公司已經終止或者出售原有業務或

者開展新業務，且該行為令人質疑該上市公司經營該等業務僅為維持上市地位，則港交所可能認為該上市公司不具備持續上市地位。

具「三特徵」或停牌

港交所於2017年出台了(1)上市決策LD105-2017，(2)上市決策LD115-2017，以及(3)上市決策LD116-2017。按照上述上市決策的規定，上市公司不能滿足持續上市準則的公司有以下特徵：(1)該上市公司的業務運營或收入水平極低，導致公司錄得淨虧損；(2)該公司現有業務的運營倒退並非短暫性，且連年虧損；及(3)資產產生的收入及盈利不足以支持上市公司繼續保持上市地

位。如果同時出現上述三種情況，該上市公司將被認為沒有實質性的業務，不能遵守第13.24條的規定，港交所將按《上市規則》第6.01(3)條將其證券停牌，以保障投資者的利益。

根據港交所於2017年10月發佈的上市決策LD112-2017的規定，如果一家上市公司發生下列情況將被認為是沒有可持續發展的實質業務：(1)該公司的業務記錄不能支持未來表現；(2)該公司的業務過於依賴關聯人士或者特定員工帶來的業務；及(3)該公司錄巨額費用或收入的釐定基準及有關交易的真實容易令人質疑。如果發生上述問題，該上市公司將可能被港交所認為不具有可持續發展的業務。(二之一)

世盃帷幕落 政經啟示多

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

七月十五日，是今屆世界盃足球的決賽日。法國以四比二擊敗克羅地亞，相隔二十年再圓奪冠美夢，也是兩年前失意於歐國盃後的得意之作。

法國是西歐地區的大國之一，但是長驅殺入決賽拿到亞軍的克羅地亞只是一個420萬人口的東歐小國。南斯拉夫瓦解後，克羅地亞的獨立之路是人民用血淚編成的，磨練出全國人民刻苦耐勞的堅忍性格，是大國人民欠缺的，也是今屆世界盃賽事力克眾強敵的元素。

「逆境波精神」港青堪借鑒

不少外國和香港傳媒將兩個年輕總統決賽的感性表現譽為冠軍爭奪戰最動情一幕。當天大雨滂沱，兩位年輕總統冒着大雨，與兩隊球員們逐一擁抱祝賀，用身體語言表示互相欣賞彼此的努力及盡力表現，是人類文明最感人情懷。打逆境波和強頑鬥志不是現代香港新生代欠缺嗎？不是每名創業者和企業家必須具備的素質嗎？不是香港年輕人努力

融入大灣區就業/創業/興業的應有精神嗎？筆者感覺克羅地亞能力克英格蘭，善於打逆境波是致勝關鍵，正是兩個國家歷史的順逆寫照。

今次世界盃大贏家肯定是法國，殺退群雄以教練及前中後場幾名重心將士居功至偉，尤其是門將洛里斯、中場普巴和翼鋒麥比比貢獻良多。法國隊的非洲裔球員比例極大，表現出色，一躍成為國家英雄，有望紓緩國內反難民情緒，發揮團結、穩定國家的效用。

法足捧盃 馬克龍喜得「及時雨」

過去數年，法國經濟情形面對嚴峻挑戰。經濟增長不再，失業率居高不下，恐怖襲擊不絕，引發國民對傳統政黨倒戈，年輕的馬克龍乘勢當選法國總統。在年輕總統的政治蜜月期逐漸淡出中，法國奪冠是他的「及時雨」，將有助減少社會和種族矛盾，短期刺激經濟增長，買下珍貴時間令馬克龍處理連串棘手的國內問題。

誠然這次奪冠會令法國人民短期「感覺良好」，但是難徹底解決深層社會問題。在英國進入具體脫歐程序中，德法兩大歐洲勢力將面對難料的政經衝擊，兩國經濟是喜是愁還未知，非洲移民問題還是未變，始終需在政治和社會層面順應，不要重複1998年捧盃後的慘痛經驗。歐洲的穩定是世界和平不能缺少的部分，也是中國用以制衡美國的有力後盾。

失落16年的歐國盃，法國教練迪甘斯成功使已隊來個「大翻身」，憑藉着堅持的「穩守突擊」的戰術。他相信球隊先立於不敗之地，再使用天才橫溢的麥巴比和基沙文充分發揮天賦的突圍能力，每每於關鍵時刻爭取決勝入球。縱然有欠華麗，但是效益巨大，一舉重拾失落廿年的冠軍寶座。同樣地，這份現實主義不是現代成功企業所必備嗎？先求企業生存，捱過一道道難關，伺機獲取機會，一擊即中，達到最後勝利。

「後世盃」俄經貿勢趨多元

主辦國俄羅斯當然是另一個大贏家。如筆者前文關於世界盃所論述，這次決賽周已短期提振俄國經濟，未來兩年肯定吸引大批旅客光顧莫斯科、聖彼得堡等十一個城市，催旺當地相關的酒店、餐飲、旅遊、交通行業。但是更加重要的是，連續幾年主辦多項世界級體育盛事，非常有效地提高俄羅斯的國際地位，打破西歐列強和美國對俄羅斯的政經封鎖措施、拉近俄羅斯與其他國家，尤其是中國的外交和經濟聯繫，長期有助加大俄羅斯與中國的貿易數字，希望可減少經濟過分依賴天然資源的收入比重，停止貨幣「盧布」連連貶值的命運。世界盃足球決賽周是體育的競投，但是也是國家軟硬實力的寫照。無可否認，決賽四強全是歐洲球隊霸佔，誠然不是偶然的事，背後有着臨場



■法國奪冠成馬克龍「及時雨」，助其獲得處理連串棘手國內問題的寶貴時間。

表現、民族質素、教練戰術、球員決心和整體合作等等因素。不論場內外，賽事中及完成後，也不難發現不少鏡頭，在在說明不同國家的整體軟實力、民族質素、領導表現。讀懂世界盃這本書，無論身心都獲益無窮。

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。