

# 內地宏觀政策寬鬆信號逐漸增強

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，國務院常務會議釋放進一步寬鬆信號，要求未來實施更加積極的財政政策，保持適度的社會融資規模和流動性合理充裕，投資者投資風險偏好回升，港股市場觸底反彈。上周，恒生指數漲2.05%，收於28,804點，國企指數漲3.41%，收於11,047點，港股日均成交金額為849.9億元，較前周有所上升，南向資金淨流入29億元人民幣。

2018年上半年，中國去槓桿緊縮效應顯現，非標融資大幅收縮，信用緊縮，債務違約風險加大。中國經濟逐步放緩，基礎設施投資大幅下滑，汽車銷量也明顯放緩。同時，中美貿易摩擦逐步升級，中國外部環境不確定性上升。內地宏觀政策的寬鬆信號逐漸增強，港股市場政策底部基本確立。2018

年5月份以來，在中美貿易摩擦升級以及去槓桿緊縮效應顯現的背景下，港股市場投資者的風險偏好大幅下降甚至出現恐慌，港股市場下行壓力加大。

## 轉為穩槓桿中性偏寬鬆政策

近期，資管新規指導意見和銀行理財新規出台，意味着過去兩年的去槓桿緊縮政策，已逐步轉為穩槓桿中性偏寬鬆政策，未來非標融資大幅下降以及信用緊縮的局面有望緩解，債務違約風險將下降。同時，國務院常務會議要求更好發揮財政金融政策作用，要求未來實施更加積極的財政政策，在推動基礎設施投資方面，除了要求通過加快專項債發行和使用推動基礎投資早見成效，還要求

金融機構按市場化原則保障融資平台合理融資需求，避免出現「半拉子」工程。經過前期的大幅調整後，隨着國內貨幣和財政政策組合出現積極變化，市場風險偏好有望回升，港股市場底部進一步夯實。

## 港股長期投資價值可望凸顯

港股市場底部特徵也更加明顯，港股長期投資價值凸顯。首先，5月份以來，港股市場回購金額大幅增加，在一定程度上表明上市公司管理層認為公司當前價值被低估了。截至7月27日，本月回購金額已高達108億元，大幅高於6月29.1億元和5月17.2億元，以及今年前4個月月均8億港元的回購金額。從歷史數據來看，回購金額大幅

上升往往伴隨着股市階段性底部的出現。其次，南向資金重現淨流入。

截至7月27日，本月南向資金淨流入31億元人民幣，扭轉了過去3個月南向資金連續淨流出的局面（2018年4月-6月份，南向資金分別淨流出90億元、43億元和65億元）。最後，港股市場當前估值水準不僅低於歷史平均水準，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地。即使是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7月27日，恒生指數2018年預測市盈率和市淨率分別為11.6倍和1.3倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低9.1%和18.9%；恒生國

企指數2018年預測市盈率和市淨率分別為7.9和1.0倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低26.1%和41.0%。

## 下半年基建投資將明顯回升

行業板塊方面，隨着財政政策發生積極變化，下半年基礎建設投資的增速將明顯回升，有利於保持當前經濟的平穩增長。工程建築、工程機械設備、鐵路設備、鋼鐵和水泥板塊將直接受益於基建投資加速，投資者可以重點關注。

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。

# 慎防貿易戰擊穿金融泡沫

百家觀點

左智卿 中國華融（澳門）國際股份有限公司投資管理部董事總經理

歷史經驗已十分清晰地告訴我們，貿易戰絕不會有贏家，反而是隨着貿易戰的持續，金融資產的估值將面臨慘烈的調整。需要慎防的是，一旦資產價格泡沫遭遇釜底抽薪，低效益企業將難以獲得持續融資，淪為爛屍企業，進而破產出局，最後是全面恐慌直至引發危機。

面對以特朗普首先挑起的貿易戰，全球各大機構都在緊密關注並作出相應的評估。7月12日，瑞銀經濟學家發表了一份48頁的報告顯示，貿易戰可能會使全球經濟增速減少108個基點。美國經濟學家塞思·卡彭特預測，在貿易戰中，美國股市將下跌21%，歐洲股市將下跌25%，亞洲股市（日本除外）將下跌24%。同時由於進口價格上漲，供應鍊會受到一連串影響，全球通脹率也將升高。在貿易爭端升級的狀態下，全球通脹率將升高約18個基點；在貿易戰狀態下，則將升高34個基點。

## 專家憂美經濟將迎來衰退

與此同時，國際貨幣基金組織的專家也預計美國未來三年或將迎來衰退，尤其是美國近期的減稅和支出舉措可能自2020年起引發更大風險，即便樂觀估計也將會導

致經濟增速從今年的2.9%放慢至1.5%。而彭博新聞社則預估，在中美貿易戰的背景下2018年和2019年全球國內生產總值（GDP）增速分別為3.3%和3.2%，該增速較此前的預期降低了約1/3。

對於中國而言，在經濟全球化的發展格局下，經過數十年的改革開放取得了舉世矚目的成果，並一躍成為全球第二大經濟體。因此，在來之不易的成績面前，以及當前貿易戰的「剪不斷、理還亂」的環境下，我們更應當高度關注金融風險，穩定投資者信心，防止出現金融動盪，將細小的金融隱患及時發現、妥善處理。

## 提前全面評估並尋求對策

具體而言有以下幾方面建議：一是在政策上未雨綢繆，提前對一些宏觀經濟政策預案展開深入研究。如貿易戰必然會給國際收支、經濟增速等帶來負面影響，那就需要提前做好全面評估以及應對之策，引導市場對負面信息的正確解讀，穩定市場信心。

## 適度提高匯率機制靈活性

二是適度提高匯率機制的靈活性，做好



歷史經驗告訴我們，貿易戰絕不會有贏家，反而是隨着貿易戰的持續，金融資產的估值將面臨慘烈的調整。圖為美國紐約交易所交易員。法新社

緩衝處理。由於貿易戰不可避免將影響進出口，並給部分行業帶來衝擊。因此，應考慮一旦對美出口急劇下降，在匯率層面是否可以提供不同程度的緩衝。在實現「有管理的浮動匯率」外匯管理目標和保持匯率穩定的同時，也顧及到資本的流速和往來渠道。

三是建立相應的風險緩釋機制，穩定市場秩序。在市場經濟的原則下，風險不應

該完全由政府承擔，否則金融市場效率無法提高，自我反應和修復的能力也將大大減弱，從而導致金融風險持續積累。

## 宜建立相應風險緩釋機制

因此，面對因貿易戰可能引發的重大經濟調整，除了政府人為干預緩解壓力，市場也應主動地對負面因素進行識別、消化、應對，最終實現平穩著陸。

# 美增長強勁 市場反應冷靜

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

貿易戰陰霾下，投資者擔憂影響從金融海嘯反彈的經濟，關注各國數據，希望以此為判斷，當然也包括美國數據。

## 提前透露樂觀信號

上周最受關注的美國二季度GDP報告，有意思的是，數據公佈前，白宮首席經濟顧問表示，此次的GDP增速將會很快，但被問及具體數字時則表示概不知情。這已不是第一次，在經濟數據公佈前，提前向市場透露樂觀信號，就如特朗普在5月非農數據公佈前，在社交媒體上發文走高，但動能相對有限。

上周五公佈的二季度GDP，的確強

勁，年化季環比初值為4.1%，升至四年新高，前值由2%上修為2.2%，略低於預期的4.2%。這麼一份報告，美國經濟增長強勁，特朗普減稅政策看到推動力，值得鼓掌，超出很多人預期。7月美國密歇根大學消費者信心指數低位反彈。隨後，特朗普選對創新高的GDP評價，認為未來增速還將強勁。

## 美元軟 金價偏穩

市場反應並不那麼熱烈。數據公佈後，美匯指數並沒走高，而是短線快速下跌，黃金小幅上漲，美債收益率快速走低，美股小幅高開。其實，美匯指數在數據公佈前一日是造好的，市場有憧憬，美元重新

升穿50日線，上漲0.59%，但在上周五反而回吐0.12%，好在仍保持在50日線上方，延續近期間歇性調整狀態。雖然動能不如之前，不過仍在上行趨勢中。

黃金繼續低位徘徊，反覆測試1,220美元。上周五隨美元走軟，黃金從1,220美元下方反彈上來，但整體走勢缺乏明確的方向。考慮貨幣政策正常化趨勢不變，黃金進一步下行的概率更大。10年期美債收益率在上周初增強動能，升近3%水平，但上周五結束兩連陽，繼續週阻3%一線。

## 未來增長遭到質疑

市場反應從兩方面考慮：一、市場早有

預期，資產提前反映，但當數據落地後，倒是利好出盡；二、投資者質疑，二季度的GDP表現會不會曇花一現，未來經濟增長是否可持續，或將開始放緩，包括貿易戰的影響，還將進一步顯現。

在報告中也看到了一些細節，貿易戰影響不小。出口上漲，為二季度GDP貢獻了1.06個百分點；大豆出口則拖累GDP增速。此外，樓市下滑，繼續令市場擔憂。

正是對未來增長質疑，令投資者冷靜，資產價格波幅有限。鑑於目前情況，還是要給美國經濟予以肯定，至少相對其他國家優勢明顯，年內仍有兩次加息機會，美元繼續保持升勢。

# 港股維持上落市格局

姚浩然 時富資產管理董事總經理

中美貿易戰暫時未有新進展，雙方皆向歐盟招手，歐盟處上風當然會歡慢板與兩國慢慢協商，筆者預計短期內這三角關係會持續，而港股在這陰霾下應該會繼續受壓。此外，上周五(27日)起大市成交偏弱，全日成交額只有約700億港元，反映投資者觀望氣氛濃厚。相信市場近期的關注焦點為美國聯儲局議息結果和企業季度業績。

聯儲局將於本週稍後時間議息，市場已預期這次議息結果維持利率不變，並預期9月會加息1次，關鍵在於其對12月加息的看法。

早前歐央行議息結果如預期維持利率不變，並重申至少明年夏天前不會加息，消息本應有利美元強勢，惟美國總統特朗普早前批評中國及歐盟在操控匯率及壓低利率，令美元上升，削弱美國競爭優勢，對美國不公平。

## 美下半年料難加息2次

特朗普高調開腔後，美元即時回落，美元指數回落至95水平以下。歐元兌美元則在1.15水平形成強大支持，美元指數幾次升抵95以上亦難以企穩。

此外，筆者對美國12月能否加息仍有保留。美國商務部公佈今年次季GDP初值年率化增長4.1%，雖符合市場預期，但是通脹指標個人消費支出物價指數僅增長1.8%，低於市場預期之2%；撇除能源及食品等核心個人消費支出物價指數則增長2%，同樣較首季終值2.2%放緩，反映美國通脹增長速度未必能支持下半年加息2次，筆者相信美元短期將進入整固階段，有助紓緩人民幣貶值壓力，而港股近期走勢較受人民幣走勢影響，若人民幣兌美元守穩在6.9之下，對港股有支持作用。

環球股市正處業績期，港股亦不例外。現時人民幣偏弱和貿易戰陰霾夾擊下，即使企業業績理想，港股走勢亦難以大幅反彈，但投資者可趁機留意一下績優股。若然如筆者所料，美國下半年未能加息2次，那麼人民幣走勢便會有利，屆時加上不錯的企業業績，港股走勢有望一洗頹風。惟預計短期內港股將維持上落市格局，直到8月中旬後企業業績陸續公佈完畢，以及美國最終是否向中國進行第二輪總值約2,000億美元商品徵收關稅。

# 中美貿易戰勢必衝擊房地產

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

今年年初，美國正式再次拉開貿易戰幔。三月中雙方展開對峙形勢，五月進入談判階段，未久六月十五號發動實質性貿易戰，並且最近更揚言對所有中國進口商品徵收關稅。

中美兩國領導人各自拉攏其他貿易夥伴，期望收集更多籌碼，進行下輪雙方談判。國家主席習近平分別走訪非洲和金磚國家領導人會晤，以擴闊出口國基數，減少依賴美國出口總貨值，並且表明中國堅持反對貿易保護主義嚴重打擾國際貿易的正常運行。

上周末，美國和歐盟就貿易問題上達成協議，由「互相敵對」化成「彼此相愛」，應該最終避免貿易戰。較早前歐盟亦與日本簽署「歐盟—日本經濟夥伴協定」，雙方將幾乎互免所有產品的關稅。近期的種種跡象所見，美、歐、日之間互降關稅，有合攏對抗中國之勢浮現，對中國貿易未必是好事，勢令美國對中國採取更強硬的態度。況且美國中期選舉在即，特朗普擁護上升的民意勢頭必會加大制華貿易戰的力度。

## 港外向型經濟影響較大

香港位於粵港澳大灣區的出口，中美貿易戰對當地房地產市場有着不少衝擊。根據中國同策研究院的調查，2017年中國主要城市出口依存度統計數顯示，大灣區內的七個城市包括一線的深圳（80%）、廣州（33%）和三線城市的東莞（98%）、惠州（66%）、中山（60%）、珠海（59%）和佛山（30%）（百分比是出口依度量化比例），全部高達3成以上。

近期貿易戰對這些城市宏觀經濟影響較顯著，當城市人民收入受影響，繼而減少住房和各種消費，會拖累房地產市場表現。澳門的經濟不太外向型，相信貿易戰的影響較微；但是香港仍然是南中國的主要出口/轉口港之一，中美貿易戰升溫肯定降低本地經濟增長勢頭。

## 人行放水非進入房地產

回顧過去三年中國房地產市場，筆者發現2016年是整體升勢最凌厲的。政府立即推出連番房地產調控手段，最後於去年成功壓住房價急升局面，絕對是「得來不易」。當前國家「房住不炒」的基調不會容易逆轉，控房價政策將長期執行。

應對中美貿易戰衝擊，中央政府倡議「微放水」救市，部署透過三大招式如支持擴內需調結構促進實體經濟發展、聚集減稅降費及促進就業舉措如鼓勵民間資金參與交通、油氣、電訊等基建。中央政府會盡力避免以往人行放水的資金流向房地產行業，主力傾向支援出口行業，而非進入房地產行業中。

粵港澳大灣區的城市是有危亦有機。中美貿易戰肯定打擊外向型城市的經濟增長和消費前景，但是也締造良機執行產城融合發展戰略。透過發展未來新興技術產業、養老、消閒、教育、健康醫療等產業，並且加大灣區內內需產值，可有力彌補貿易戰的經濟損失。

中美貿易戰出現最壞情況是中國被排除在外，貿易戰升級為匯率戰，引起人民幣快速貶值，以抵消美國加徵關稅的影響。香港作為中

國人民主要投資、旅遊、購物、經商的重點地方，人民幣貶值會嚴重減低國人「走出去」的能力和意慾。

## 料將不利中資「走出去」

在中美貿易戰的陰影下，中國企業尤其是國企/央企會減少大舉投資香港房產市場，預料下半年大宗內地公司投資本地豪宅和高字樓會有所收斂。

經過豐收的上半年物業成交量，不少商業銀行的供貨數目已近乎足額，下半年他們只「求質、不求量」，透過增加借貸利息換取較高回報，形成購買者需要增加首期和降低項目投資總額。業主可以將大型房產「斬件」出售，例如住宅的分層發售或辦公室的拆細面積求售，都是吸引投資者的有效手段。

人民幣貶值也打擊內地人來港消費意慾，並且減少赴港次數，會衝擊香港零售、飲食和酒店行業，對這幾種物業資本值和租金值形成下行壓力。縱然香港中低零售貨仍在增長中，但是留意下半年可否保持平穩上升。

中美貿易戰會否再激烈，最終開打為匯率戰，都是左右下半年香港以至大灣區其他城市的經濟增長。如何轉化為機會，是大灣區城市政府共同課題，必須相互合作，才能保障經濟繼續平穩發展，並且減輕資產泡沫短期爆破的傷害。

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。