

7月宏觀數據分析：警惕消費下滑

沈建光 京東金融首席經濟學家

在上半年去槓桿政策支持持續深入的背景下，7月中國經濟延續了二季度以來的下滑態勢。7月國家統計局公佈的社會消費品零售數據乏力，與京東金融大數據消費指數呈現出的態勢一致。7月社會消費品零售總額同比名義增長8.8%，比6月回落0.2個百分點。汽車消費增速7月下行2%，與6月的-7%下滑相比，增速提升5%，仍舊是拖累消費增長的主要方面。

房地產相關消費表現較差。7月家電、傢具和建築及裝潢材料，銷售分別同比增長0.6%、11.1%和5.4%，比6月增速分別回落13.7%、3.9%和1.8%，這與同期房地產竣工面積回落10%表現相稱。

我們認為，消費回落體現了在整體經濟下行階段，伴着居民收入增速下滑，居民消費越加謹慎的態勢。與此同時，由於今年以來，去槓桿與金融嚴監管使得表外貸款進一步回落，現金貸、消費貸監管趨

嚴，P2P跑路事件屢有發生，也讓相當部分居民金融投資收益出現下滑，亦對消費產生了負面影響，需要警惕。

貿易前景存在不確定性

7月貿易數據好於預期。出口同比增長為12.2%，比6月份提升一個百分點，比去年同月份同比增速高了一倍；進口同比增長為27.3%，較6月增速提高13.2個百分點，比去年同期提升16個百分點。

中美貿易戰的負面影響尚未體現。7月中國出口美國累計同比增速為13.3%，基本與6月份持平，7月6日中美貿易戰第一輪340億美元商品徵收關稅落地對當前的出口影響並不顯著。我們認為，這主要是由於當前貿易訂單大多是數月前簽訂的，且出於對中美貿易戰的擔憂，出口廠商也存在搶出口的心態，即通過提前交付訂單以降低關稅加徵的衝擊，因此，當前對美出口

仍然保持穩定，並未反映貿易戰的衝擊。然而，考慮到7月發達經濟體PMI集體回落以及中美關稅不斷加碼的情況，未來中國出口形勢仍將面臨很大挑戰。

分產品來看，內地7月勞動密集型產品增速出現提升，如服裝衣着附件、鞋類、玩具的累計同比增速分別比6個月增長了1.3、0.8、0.4個百分點。高新技術和機電產品類來看出口有所回落。

這趨勢與美國對中國加徵關稅主要是高科技領域產品，勞動密集型產品暫時並未列入已經落地的對華加徵關稅清單的事實相吻合。

進口方面，農產品與大豆進口增速回落，而農產品恰恰是中國對美國貿易戰的主要反制手段。

7月汽車進口關稅下降帶動汽車進口大幅增加，7月份汽車進口累計同比增速為9.1%，較6月份的負增長增加10.5個百分

點。

實現「六穩」：基建不如減稅

經濟增長下行，中美貿易戰風險加大，內憂外困下，7月下旬以來，內地宏觀政策已迎來明顯轉向。7月31日中央政治局會議強調「六穩」，即強調「穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期」。結合上述經濟數據分析，我們認為，「六穩」其實反映了決策層對於當前中國經濟六個不穩的擔心。

展望未來，預計貨幣政策會比前期有所放鬆，從去槓桿轉向穩槓桿。實際上，近日山東德州的「無還本續貸」被樹立為金融創新，支持小微企業的典型，反映了在經濟下滑，企業面臨融資困境的背景下，政策急轉彎以維穩放鬆的意圖。

財政政策方面會更加積極，基建投資是主要發力點。7月底中央政治局會議提出，

把補短板作為當前深化供給側結構性改革的重點任務。近日湖北、廣東、浙江、山西等多地均發佈了基建補短板重點項目投資計劃，總投資規模超過6萬億元人民幣。鐵路基建投資也在加快推進，在鐵路機車車輛投資增長和基建潮加速推進的雙重刺激下，2018年鐵路固定資產投資額將重返8,000億元人民幣以上。

基建提速會對於穩定投資下滑有所幫助，但我們認為，實現「六穩」，基建不如減稅。倘若再度掀起一輪基建潮，雖然短期對經濟企穩的效果明顯，但也可能進一步增加政府債務負擔，讓前期去槓桿以及加強財政約束的努力遭遇挫折。相對來看，減稅空間較大，稅改作為供給側結構性改革的重要一環，並非短期政策刺激，是更為長效的機制改變，有助於為中國經濟釋放改革紅利，並幫助內地走出經濟周期越來越短的怪圈。（本文有刪節）

美元資產看漲 新興市場受壓

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

由土耳其其危機蔓延開來，新興市場整體的風險升級，再度引起投資者關注。其實新興市場危機已經不是第一次，最近的一次是今年二季度。尤其是美匯指數從4月中下旬開始加速走高，讓新興市場面對新一輪的拋售，表現相當疲弱。

相對於其他國家，美國的經濟增長優勢明顯，無論從經濟數據還是高層的態度，信心都是十足的。年內繼續保持一共四次加息的預期，且下個月行動的概率很大，和其他國家的貨幣政策差距也正在擴大。美元資產受到資金追捧，風頭蓋過了其他。

與此同時，新興市場貨幣不斷受挫，各國央行按捺不住紛紛出招守住本國貨幣，當時阿根廷就曾在一周內加息三次，向IMF求助，央行多次干預，才暫時穩住比索的跌勢。土耳其里拉、巴西雷亞爾和印尼盾等也創新低，除了美元走強的影響外，也有自身經濟基本面不佳的拖累。

新興市場貨幣捱沽

這次的導火線是土耳其。表面看是美國對土耳其的制裁讓緊張情緒急升，股匯均受壓。里拉加速下跌，一度低見7.2362。但實際上問題早就存在，過去幾年土耳其對外的債務大幅增加，陷入債務危機的是企業債，讓救助機制變得更加複雜，加上總統開啟第二個五年任期，權力高度集中，並將親信安排入內

閣，一手遮天，讓投資者失去信心。現在土耳其報復美國，向其加徵關稅。可能是市場過度反應，這幾日里拉倒是做出反彈，目前已經升回6以上。

里拉的重挫也讓其他新興市場貨幣面對沽壓，南非蘭特跟隨，加速下跌，本周一度低見15.5517，觸及兩年低位。這幾日雖然沒有急跌，但繼續維持跌勢。印尼盾一直維持跌勢，本周直接跌至14,600水平，今年以來已經下跌逾7%。阿根廷披索延續跌勢，近期進一步下跌，一度突破30水平，從年初以來已經累積了六成的跌幅。

MSCI新興市場貨幣指數從4月下旬開始加速下跌，好不容易在7月份穩定一陣後，近期又沽壓加重，從4月以來累積近8%的跌幅。MSCI新興市場指數從1月高點1,278.53回落之後就保持弱勢，目前已經下跌近兩成。這樣的跌勢也讓內地市場擔憂情緒加深。人民幣從6月中開始加速走低，近日土耳其里拉暴跌引發的危機，增加了人民幣拋售的壓力。一是經濟數據展



■新興市場貨幣不斷受挫，土耳其里拉加速下跌，一度低見7.2362。

資料圖片

現出基本面的下行壓力，二是美國加息的同時，內地與之的貨幣政策差距擴大，在岸人民幣一度突破6.93，離岸更是突破6.95，目前市場對於人民幣破7的預期進一步加深。

暴跌易引發骨牌效應

綜合來看，其實本質都是類似的，自身經濟不夠強勁，有些國家甚至已經有相當

大的隱患，這時候有一個突發事件作為導火線，就讓危機爆發。加上面對美國加息大環境，升息步伐保持不變，且經濟增長有明顯優勢，不光是新興市場貨幣，非美貨幣都面對下行壓力。所以土耳其危機可能暫時會被市場消化，但它不是第一個，也不會是最後一個，而一個市場的暴跌也很容易引發多米諾骨牌效應，短線實在不宜沾手。

手遊板塊迎價值重估

康證投資研究部



■騰訊業績較預期遜色。圖為騰訊當紅網絡遊戲《王者榮耀》。

資料圖片

內地遊戲開發商經歷了艱難的一周，就在騰訊（0700）公佈業績前夕，內地傳出負責審批遊戲的國家廣電總局及文化和旅游部，目前正進行架構重組，監管部門關注部分遊戲涉及暴力或賭博成分，因此暫時凍結了網絡遊戲版號和備案的審批，使

戰。市場預料內地收緊遊戲審批的情況將會持續，組內龍頭如騰訊即使擁有廣闊的遊戲玩家基礎，一旦不獲監管部門放行便失去變現能力，對業務收入亦構成影響，而此舉對小型的遊戲開發商影響更甚。

監管部門重組有跡可尋

其實內地負責審批遊戲的監管部門，進行架構重組有跡可尋。根據今年3月中旬中央公佈的《深化黨和國家機構改革方案》，計劃將新聞出版廣電總局重組，其中的電影和新聞出版的管理職責，將劃歸中宣部管轄，包括遊戲版號審批的職能。除了因監管部門改革拖慢遊戲審批之外，內地政府早前有意整頓網絡遊戲市場，例如文化和旅游部先後排查包括騰訊旗下的遊戲，亦數次約談網絡遊戲公司。

騰訊在本周初宣佈將上線僅5天的《怪物獵人：世界》下架，集團管理層表示，遊戲早前已經獲得當局審批，但上線之後發現其中部分內容不符合監管要求，公司將修正後再重新申請審批，此外外交事件亦影響個別遊戲的審批程度，去年內地因「薩德」事件而頒下「限韓令」，自此韓國的遊戲企業難以在內地發行遊戲，而騰

訊旗下的熱門遊戲《絕地求生》，正是與韓國遊戲商Bluehole Studio合作開發，前者一直未獲批銷售遊戲的道具未能變現，外界相信與「限韓令」有關。

以往網絡遊戲的監管比較寬鬆，隨著過去十多年智能手機普及化，開發商的遊戲收費及廣告收入因玩家人數增長而急速上升，成就了不少科網公司發展，遂使投資者能給予較高估值。

中短線前景暫未見樂觀

然而面對目前監管風險升溫，以內地市場為主要收入來源的遊戲開發公司已首當其衝，像博雅互動（0434）及雲遊控股（0484）早前股價便創一年新低。IGG（0799）來自北美洲及歐洲的收入佔比較亞洲重，受影響相對較輕。預料內地監管部門重組完成之前，遊戲審批進度仍然緩慢，手遊板塊投資價值將迎來重估，中短線前景暫未宜樂觀。

堅實的支撐。預計消費增速維持平穩，因全球經濟復甦相對緩慢，出口增速上升仍有壓力。

港股波動頻繁逐漸加劇

相反，近年來香港股市頻繁波動且逐漸加劇。縱觀近4年多來的香港股市走勢，最明顯的特徵就是波動異常，大起大落。上市公司行業結構仍舊比較單一，市值高度集中。香港股市上市公司中第三產業比重過大的市場結構，港股的投機性也高於其他國際性股市。有位日本學者曾經就把香港股票市場叫

做「亞洲最大的金融賭場」。

正是由於這種高度的投機性導致了香港股市的大幅波動，一年的高低波幅時常數千點至上萬點。內地公司的市值在港股的比例越來越大，目前已佔據香港市場半壁江山，「中國概念」甚至已成為香港市場的主題。「香港已經成為名副其實的中國國際金融中心」，摩根大通中國研究部主管、首席經濟師龔方雄說，這反映港股和內地股市的關聯性也越來越大。

在兩地投資、資金安排，以至稅務處理等方面，投資者可向有經驗的會計師諮詢。



■內地裝配式建築滲透率仍低，發展空間巨大。

資料圖片

互聯互通加快兩地資金互相投資

陳美眞 會計師、國際女企業家協會義務司庫

近年內地資金進入港股及本港資金進入A股規模激增。一方面，近年不少內地企業選擇於本港上市，加上滬港通、深港通等互聯互通的便利渠道，令兩地的資金和周轉更加頻繁。

另一方面，由於香港居民買賣內地上市公司股票取得的收益，僅在香港一方繳稅，以避免雙重課稅，再者香港低稅率的吸引力，也加大了港人投資內地股市意慾。

據港交所（0388）本月初公佈的中期業績報告，上半年滬深港通持續旺勢，特別是隨着內地A股於第二季被納入MSCI指數，滬深港通日均成交額錄得季度最高紀錄，較今

三頭馬車拉動作用明顯

要投資內地股市，需先了解內地經濟情

況。2017年中國經濟形勢總體表現超出預期，經濟結構出現改善，新舊動能加快轉換，有力推進了供給側結構性改革，發展質量和效益不斷提升，經濟穩定運行韌性較強。2018年中國經濟將由高速增長階段向高質量發展階段轉變，消費、投資、出口三頭馬車對中國經濟增長的協調拉動作用依舊明顯。

內地《證券日報》認為，2018年經濟增長壓力將主要來自於投資領域，房地產投資在調控之下將有所下滑，製造業投資在強化實體經濟吸引力與競爭力的要求下將有所回升，基建投資作為經濟的托舉力量仍有比較

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。