

土國危機影響 港股市場信心仍匱乏

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，土耳其金融危機引發全球股票市場波動，市場避險情緒再度上升，美元走強，新興市場貨幣下挫。香港股票市場方面，投資風險偏好再度下降，人民幣對美元匯率也隨之承壓，南向資金淨流出人民幣為91億元，港股市場大幅下行。上周恒生指數跌4.07%，收於27,213點；國企指數跌3.92%，收於10,514點，港股日均成交金額為1,044.4億港元，較前周有所上升。

土耳其金融危機折射出高外債的新興市場國家，面對美元升息週期、貿易摩擦和地緣政治衝突等衝擊時的脆弱性。2008年全球金融危機後，美歐極度寬鬆貨幣政策環境刺激大量資本流入新興市場，新興市場自身結構改革進程滯後，普遍經歷債務快速增長過程。隨著美元進入升息週期，資本回流美元資產，新興市場面臨貨幣貶值和債務泡沫破裂風險。土耳其經濟發展嚴重依賴海外融資。

環亞經濟數據 (CEIC) 顯示，截至2018年第一季度末，土耳其外債總額為4,667億美元，佔GDP的比重高達53%。從歷史經驗看，在美國加息週期進入後盤或接近尾聲時，部分基本面脆弱、外債依賴度較高的新興經濟體將面臨更嚴峻的挑戰，股市匯市可能會雙雙暴跌，進而引發債務危機並迅速傳導到其他國家，最終或將導致區域性或全球性金融危機的爆發。

土債風險敞口主要在歐洲

土耳其金融危機對中國經濟的直接衝擊較小，因為土耳其債務風險敞口主要在歐洲，而且土耳其對中國出口的影響也不大。國際清算銀行的數據顯示，截至2018年第一季度末，外國銀行對土耳其總體風險敞口在2,233億美元，其中67%來自歐元區（西班牙、法國和義大利分列前三位）。美國、英國和日本銀行的風險敞口佔比分別為

8.1%、7.6%和4.9%。但是土耳其危機對港股市場投資者的風險偏好影響較大。香港股票市場投資者目前仍以成熟的海外機構投資者為主。

海外資金易受國際、國內等諸多因素影響，例如中美貿易摩擦、美聯儲加息、歐債危機、內地經濟形勢以及新興市場資產價格及匯率變動等，任何風吹草動都將加劇香港市場海外資金的外流，令香港股票市場產生波動。當前，港股市場信心較為匱乏，部分較為悲觀的投資者擔心土耳其金融危機將蔓延至其他新興市場，最終會演變成一場1997年-1998年的大規模金融危機。

大規模金融危機概率較小

雖然筆者認為未來6個月出現這種情況的概率較小，但在中美貿易摩擦升級的背景之下，投資者的擔憂情緒短期很難改變。此外，美聯儲加息週期已至中後盤，如果未來

美元升息步伐進一步加快，新興市場股市估值以及貨幣可能會面臨更大調整壓力。

貿易摩擦需有持久戰準備

近期，內地貨幣和財政政策組合出現積極變化，港股市場底部進一步夯實。不過，隨著中美貿易摩擦再度升級以及土耳其金融危機擔憂情緒蔓延，當前港股市場信心仍然較為匱乏，投資者風險偏好短期難以大幅改善，港股市場短期仍然面臨較大向下壓力。

筆者認為，面對貿易摩擦和新興市場金融動盪，國家需要做好持久應對的準備，要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。

同時，要以更加積極有效的財政政策來大幅改善企業盈利水平和增加居民消費能力。這將有助於在資本市場上顯著提升企業估值水平和創造巨大的財富效應，從而可以更加

有效地擴大內需以及支持實體經濟發展。未來，內需對經濟增長的作用將處於更加突出的位置，經濟轉型升級和更加積極有效的財政政策所釋放的巨大內需潛力有助於緩解短期經濟下行壓力，更好地應對複雜多變的世界經濟形勢和國際勢。

港股當前估值具一定優勢

經過前期的大幅調整後，如果未來政策發力重樹市場信心，港股長期投資價值將進一步凸顯。港股市場當前估值水平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。

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。

美每季加息一次 風向留意央行年會

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期地緣政治風險升溫，受到的關注度，從新聞焦點的角度看，可能大過對央行行動。但從對資產價格的影響來看，未嘗真的有多大震盪，反而是貨幣政策的變化進程。過去十年來，在金融海嘯拯救危機時，非常時期有非常手段，如今回復正常時期，自然有正常手段，當中的期望管理，央行與市場如何建立信任，都明顯地影響着市場走勢。大趨勢由避險轉為逐利，資金由債轉股是其一。而各種看來成為新聞頭條的風險事件，並無令傳統的避險情緒升溫，相關資產價格不升反跌，是其二。

下月加息概率保持逾九成

事實上，筆者去年起多次表示，2018年內，美聯儲將每季加息一次。而從目前的經濟數據看，這個加息步伐最終成為事實的機會甚高。是的，美國本月議息雖暫時按兵不動，但美聯儲聲明屬於正面積極，肯定就業市場表現，認為經濟增速強勁。而以利率期貨的表現看，目前9月加息的概率相當高，保持在九成以上。

如此一來，美元資產繼續吸引資金，美元更成為代替黃金的避險天堂。

美元代替黃金成避險天堂

美匯指數從4月下旬開始加速走高，50日線支持有力，維持升勢。經歷了一段調整後，近日動能又增加，爬上96關口。

當然，也有部分投資者猜測，美聯儲可能在加息步伐上保守一點。不過，從目前狀況看，除非有極端情況發生，否則，按上述速度是最為合理。當然，在9月底的議息前，除了數據外，本周還有兩次讓大眾一起檢視風向的機會，一是美聯儲會議紀錄，二是Jackson Hole全球央行年會。

關注鮑威爾周五發表講話

一年一度的Jackson Hole全球央行年會，將在每年8月下旬舉辦。原本是一個地區型經濟政策研討會，隨着會議主題轉向貨幣政策，並傾向邀請央行行長，聯儲主席曾數次發表重要政策聲明，被視作政策變化的晴雨表。加上媒體全程與會，更是擴大了會議的影響力，成為



■美聯儲主席鮑威爾將在周五央行年會上發表講話，主題是經濟變革中貨幣政策。

資料圖片

全球政經形勢又一舞台，以及大家關注的經濟事件。美聯儲主席鮑威爾也將在周五年會上發表講話，主題正是經濟變革中的貨幣政策。

歐貨幣政策將走向正常化

隨着美聯儲保持加息步伐，美國與其他國家，在貨幣政策上的差距勢必拉開。歐央行在本月維持利率不變，同時

確認QE將在12月底結束。德拉吉對目前歐元區經濟狀況表示滿意，預計下半年經濟強勁增長。

雖然，歐盟和美國就貿易問題達成協議暫時停戰，但德拉吉還是偏謹慎，認為貿易風險依舊顯著。

而近日土耳其和意大利等國的危機，或也將成為歐央行考量的因素。未來貨幣政策也將走向正常化，但需要時間。

香港住宅樓價敗象漸現

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

八月中，財政司司長陳茂波於網誌上指出，下半年香港經濟有着兩大不明朗因素：國際貿易摩擦、美國貨幣政策和資金流變化。貿易爭端的外溢效應可能令資產價格受壓，本地經濟會直接和間接地被影響，或會來得更快、更廣泛，預料下半年P很大機會上調。這是近期特區政府最鮮明的經濟表態，也是回應了過去二週內超過十五間銀行宣佈上調H按封頂利率及按揭息率。

下半年銀行樓按料放緩

財政司司長警告仍然「言猶在耳」，美息差已促使資金持續外溢，金管局近日連番「入市」大手吸納港元，以維持港匯穩定。客觀上息差連番擴展，主觀上半年本地銀行業務理想，下半年剩下借貸額不多，是適當時候加高按息來爭取理想回報，也是乘勢逐漸減低按揭成數，以減低銀行風險來應對不斷爬升的各種樓價。下半年香港物業按揭業務放緩是不難預測的，正給住宅樓價加

添下跌壓力。

客觀數字也在指向敗象漸現。反映香港住宅的中原指數，連升多月後最近首次錄得負增長。近年政府連番「加辣」後，香港住宅成交量，尤其是二手市場，不斷創新低，唯有一手市場「獨領風騷」，仍然維持「價量雙長」，也令同區二手樓小業主感受「牛氣沖天」，採取連番加價的推售策略。一手樓價上升，二手樓接洽力再升，再回到一手業主加價，這是過去住宅樓價上揚的循環法則。港府最新的辣招是「空置稅」，的確迫使發展商主力推售豪宅盤，並且加快銷售中小型住宅新盤。

發展商去貨心態趨積極

促銷最直接有效的方法是低開叫價。上周末，新地解封南昌站上蓋現樓促銷約120伙，今輪的折實平均呎價比去去年十二月低開約一成，並且提供大手客現金回贈優惠及首兩年低息吸客，正反映發展商「去貨」心態較為積極。筆者斷

定發展商（尤其是大型本地）未來維持加快銷售速度，一手樓價持續受壓。

這邊廂是一手大業主積極推售，另邊廂大屋苑二手業主正爭先減價來吸納剛需買家，近期成交的沙田第一城和黃埔花園單位，小業主願意減價不多於一成是典型的例子。

另一個現象是香港住宅土地市場回歸「本地化」。坐擁巨大售樓收入，長實剛成功擊破四個財團，奪得市值高達361億元的港鐵黃竹坑站物業發展項目第三期，是集團相隔近三年後再度投得港鐵上蓋物業的開發項目。近三年，不少中資過江龍憑着強勁人民幣和理想內房售樓利潤，以高價於本港投地，並且屢次創下高昂地價，把較為保守「本地薑」打敗，也間接造成近三年的住宅地產狂潮。

中資勇態投地或成歷史

踏入今年第二季，人民幣因着美元強勢開始轉弱，又加上美國強行開打貿易戰，

中國的經濟之「三駕馬車」之出口開始失速，今年中國經濟整體逃不出放緩基調。全球利息趨升和人民幣勢弱也令香港資產變得不太吸引，內房公司減少進軍香港住宅市場是可期的。上周尾保利置業以33億元奪得油塘高道地皮，每呎約9,260元貼估值下限，也反映中資勇態投取住宅用地已成為歷史。

今番香港住宅狂潮是成在中資，但是未來也是敗在中資。中國資金的迅速流失會左右未來香港住宅樓價。未來下降幅度還看人民幣匯價（何時破七，破幅多大）、中美貿易戰如何結束、香港的未來樓價管理措施、香港政府造地進度等等。

如果如市民期望的特區政府會於香港住宅市場實施「限購」，即只准本地居民購買住宅物業，則價格跌勢肯定加劇，各位投資者和準買家必須小心。大家回到基本好好利用入息計劃如何逐月供借款。一項投資是可用持久地負擔才是最重要的。

塑膠戰輸家 製造商風險最大

Seema Suchak、Elly Irving 施羅德可持續投資分析師

我們的研究分析了塑膠戰中的部分潛在贏家與輸家。近來，塑膠的使用受到嚴格審查。受「2050年前海洋中的塑膠將會多於魚類」及「聯合國致力絕海洋塑膠廢物」等新聞頭條的推動，消費者及監管部門已將注意力集中到這個最近才受到主流傳媒重新關注的問題。有關塑膠的憂慮已超過公共關注及監管部門行動的臨界點。

目前為止的影響較為輕微，並集中在範圍較小的領域。雖然個別塑膠產品已成為公眾關注的焦點，但該問題涉及的範圍已遠遠超出膠袋、塑膠顆粒或吸管。我們對整體塑膠市場進行廣泛分析，評估可能面臨最大壓力的消費包裝領域，包括那些供應相關產品及原材料的公司。

雖然消費公司在廣泛關注中已受到最明顯的影響，但塑膠價值鏈其他環節（包括包裝公司及原材料供應商）的影響或會更加強烈

及具有顛覆性。我們已審視整個價值鏈以評估潛在風險，包括受此影響的公司以及部分領導企業採取的措施。我們預期塑膠包裝製造商將會受到最大影響。

消費公司尋找替代材料

消費公司需要以其他材料替代即棄用途的塑膠，或者重新設計或減少包裝以降低塑膠使用量。有大量公司已宣佈計劃改變使用產品包裝的方法。例如，Costa Coffee的控股公司Whitbread已推出一項全國回收計劃，可口可樂已承諾將於2030年前在西歐收集及回收所有包裝材料，而麥當勞計劃在2025年前全部使用可再生或可回收包裝材料。改造設備、調整供應鏈及部分材料價格上漲將會造成成本上升。然而，我們的分析顯示那些已開始因應這些趨勢作出調整的公司將會受惠。透過減少包裝使用量、提高消

包裝公司面臨更大挑戰

目前，37%的消費包裝為塑膠，該行業的前景明顯面臨挑戰。另一方面，有能力開發可持續替代品的領導企業（如生物塑膠或提高可回收性）將會從挑戰中變得更加強大。它們應該能夠建立擁有獨特優勢及定價能力的產品，以取代目前對傳統商品塑膠類別的依賴。雖然部份大型企業已指示其創新部門研發更具可持續性的包裝，但我們認為創新過程太過緩慢，無法在不損害整個行業的情況下擺脫對傳統塑膠的依賴。我們對個別包裝公司的營運利潤分析後發現領導企業的價值，其中狀況良好的企業將會受到較小影

響，而表現落後的企業將會有一分之一的盈利面臨風險。

化學品企業正開始開發可降解（compostable）的生物基塑膠（bio-based plastics）以及可減少材料使用量的不同類型的聚脂。生物塑膠及可降解材料開始增強動力。從2013年至2030年，生物塑膠市場有望實現30%的年複合增長率，而化石類塑膠的平均增長率為3%。它們的缺點包括難以回收、製造成本更高以及尚無法大量生產，但纖維素轉化技術的改善預期將會增強產品質素、數量及成本優勢。隨着製造商面臨消費型客戶的壓力，更多創新型公司應會獲得市場佔有率。其中大部分受益者很可能從目前的業界領導中脫穎而出。

廢物回收公司或會受惠

廢物利用及回收公司或會受惠於廢物回收

及循環再用的需求增長。近期中國實施的廢物進口限令，再加上塑膠廢物面臨的政治及監管壓力增大，有望為回收行業帶來潛在的跳板。新地區、新應用及新產品或會帶來7%至9%的市場增長。從分散及競爭激烈的行業中選出贏家並不容易，而我們認為採取本地化的解決方案是成功的關鍵。

石油是塑膠生產的主要原材料。然而，全球石油產量中4%至8%用於塑膠生產，其中約有一半用於包裝。因此，對該市場的影響或較為溫和，不過該問題使能源行業面臨的挑戰變得複雜。

即棄用途的塑膠製品在現時的消費產品行業及價值鏈中已變得無處不在。我們預期壓力將會從目前重點關注的特定類別擴散至為全球環境帶來挑戰的更廣泛的產品類別，而這些產品已開始從生態問題轉向經濟增長動力因素。

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。