

「逆周期因子」重啟 風險偏好改善

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，人民幣兌美元中間價報價重啟「逆周期因子」，投資者風險偏好有所改善。同時，港股中報密集披露，上市公司盈利總體繼續增長。上周五國家新聞出版署等八部門發文稱將對網絡遊戲實施總量調控，當天遊戲股大幅下挫。回顧上周港股市場，恒生指數漲0.78%，收於27,889點；國企指數漲0.89%，收於10,876點，港股日均成交金額為910.7億港元，較前周有所下降，南向資金淨流出30億元人民幣。

上市公司中期盈利續增

港股中報披露已進入尾聲。雖然今年上半年中國內地去槓桿緊縮效應顯現，經濟逐步放緩，但在中國經濟結構性供給側改革深化和國企改革持續推進等利好因素支持下，上半年港股市場上市公司盈利總體繼續增長。行業板塊方面，石油、鋼鐵、建材、食品飲

料、房地產和工業等板塊盈利表現較好；銀行和通信板塊盈利穩定增長；手機硬體、科技互聯網等板塊盈利表現則低於市場預期。

展望今後6個月，隨著近期內地貨幣和財政政策組合出現積極變化，上市公司盈利有望保持穩步增長態勢。2018年中銀國際研究覆蓋的全部上市公司（含中概股）和非金融企業盈利預期將分別同比增長13.8%和22.5%。筆者認為，「逆周期因子」重新啟動有助於緩解人民幣下行預期，改善投資者風險偏好，利好港股市場。

人民幣匯率的大幅波動對港股市場投資者的風險偏好產生重大影響。人民幣匯率的變化，在一定程度上反映了市場對中國經濟增長前景的預期。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、企業盈利和市場估值水平等基本因素變化影響。

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，疊加政策刺激力度低於預期，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。8月香港恒生指數下跌2.4%，8月南向資金淨流出242億元人民幣（7月南向資金淨流入17億元人民幣。截至8月31日，今年南向資金累計淨流入人民幣550億元，遠低於去年同期人民幣1,693億元的淨流入水平）。

土國對內地出口影響不大

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周期、貿易摩擦和地緣政治衝突等衝擊時的脆弱性。

筆者認為，土耳其金融危機對中國經濟的直接衝擊較小，因為土耳其債務敞口風險主要在歐洲，而且土耳其對中國出口的影響也不大，但是土耳其危機對港股市場投資者的風險偏好影響較大。

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。

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顯著降溫，港股市場短期仍然面臨一定向下壓力。

經過前期的大幅調整後，如果未來政策發力重樹市場信心（目前，內地財政政策調整力度低於市場預期，尤其是在減稅方面），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

水平，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。

港股低估值具一定優勢

根據彭博一致性預期，截至2018年8月31日，恒生指數2018年預測市盈率和市淨率分別為11.3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11.6%和20.9%；恒生國企指數2018年預測市盈率和市淨率分別為7.8倍和1.0倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低26.8%和41.1%。

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。

強監管環境 內房集中度提升

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

自2016年下半年以來，國家逐步加強了對房地產行業的調控，人民銀行、銀保監會等機構更是在金融領域強化了對房地產的監管，以此來配合落實好房地產調控工作。總的原則和方向是對房地產金融存在的違規行為進行重點整治，嚴禁違規發放或挪用信貸資金進入房地產，進一步嚴控房地產金融業務風險，加大對違法違規機構及人員的問責力度。2017年，以全國各級銀監部門為例，共開罰單3,452張，處罰機構1,877家，處罰1,547名責任人員，罰沒金額近30億元人民幣。

因此，近兩年以來，在上述一系列金融強監管和房地產調控升級的作用下，境內房地產行業發展呈現出以下特點。一是融資渠道全面受限，資金成本明顯攀升。2017年以來，在強監管、去槓桿等一系列的政策影響下，尤其是對商業銀行、信託等融資通道管理新規出臺之後，房地產企業融資通道全面收縮，資金成本節節攀升。

回籠資金續降 資金鏈條緊張

二是回籠資金規模持續下降，資金鏈條緊張。據統計，從2017年下半年開始，房地產企業銷售回籠持續放緩，資金鏈面臨嚴峻考驗。2017年房地產企業回籠資金增長8.2%（較上年回落7個百分點），個人按揭貸款下降2%（較上年回落48個百分點），銷售回籠資金已受到較大影響。

三是行業集中度提高，整合併購加速。2017年境內房地產企業TOP10集中度（按銷售金額）為24.1%，較2016年上升5.8個百分點；TOP100則大幅上漲10.7個百分點，達到55.55%，首次超過五成。後續隨著房地產行業的持續調整，更多的兼併重組將會出現，行業集中度也將進一步提升。

償債高峰期 債務兌付壓力增大

四是進入償債高峰期，債務兌付壓力增大。2018年房地產企業陸續進入債務還款高峰期。債券方面，據估算2018年需償付規模為1,613億元人民幣，2019~2021年需要償付的規模分別為2,807億、3,998億和4,037億元人民幣。開發貸款方面，2015年、2016年分別新增7,600億和6,200億元人民幣，該部分開發貸款也將於2018年逐步進入還款期。

對於當前政策和市場的多重壓力，境內房地產行業如何找準自己的位置和方向，如何實現在陣痛中破局發展才是最關鍵的問題。結合當前複雜的局面，未來境內房地產行業的發展或有以下幾個趨勢和方向：一是房地產信託投資基金將成為行業融資的發展方向。房地產信託投資基金能夠滿足中國的不動產的證券化需求，是未來房地產金融重要發展方向之一，受到國家支持，無論是金融機構還是房地產企業，都應積極加強合作。



■ 未來房地產開發企業的集中度將加強，TOP50以外的開發企業生存空間將進一步被壓縮。圖為內地正在開發中的房地產項目。

房價高企 居民租房意願續增強

二是房租市場將大有可為。在房價居高不下的情況下，居民租房意願將不斷增強，後續市場空間大，目前國家政策也支持住房租賃市場發展。

房地產企業應與金融機構攜手探索新的商業模式，創新融資產品及金融工具來拓展住房租賃市場，形成新的業務和盈利支撐點。

三是行業集中度將持續提高，產品分類也將更加精細化，管理水平進一步提升。未來房地產開發企業的集中度將進一步加強，TOP50以外的開發企業生存空間將進一步被壓縮，行業集中度提升之後將直接推動產品服務的分化，如一些主題性地產、複合型地產將會更加清晰，如醫療地產、養老地產、旅遊地產、教育地產等等，產城模式結合城鎮開發將進一步形成。

地緣風險高企 美元資產佔優

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

地緣政治風險和貨幣政策繼續交織影響着市場，市場情緒也隨之反反覆覆。地緣政治風險雖然已經不是新鮮事，不少投資者也開始習慣，但還是有不少影響。之前還只是一些小國之間的摩擦，不足以拖累全球。但眼下，特朗普將矛頭對準了另一個超大經濟體中國。此外，和歐盟以及俄羅斯之間的關係也存在風險。雖然和墨西哥已經達成協議，但與加拿大在上周的談判未果，可以看到目前的世界經濟紛爭劇烈，且誰也無法準確預知結果。

貿易戰影響逐步顯現

從政治角度來看，至少在11月中期選舉之前，中美關係恐怕不會有什麼好消息，現如今的談判和溝通意義不大。但如果從特朗普的野心來看，不知道這場戰爭會演變到何地步，但相信還是會在雙方博弈下找到一個均衡點，但勢必不會有任何一方

是毫髮無傷的。市場還是對中美消息相當敏感，就如上周有消息指最快在本周對2,000億美元的中國貨品徵收關稅，消息令風險偏好回落，股市受壓。每次有利淡消息，內地及香港股市均面對壓力，人民幣也不得不下跌。滬指從今年1月高位回落之後就跌勢不斷，上周有意挑戰2,800關口卻未能突破，繼續在50日線下方，八個月已經累積了17.6%的跌幅。

貿易戰的影響正在進一步顯現出來，除此之外，經濟增長所面臨的下行壓力，讓股匯均受壓。雖然目前匯市有央行不時地介入，短線還算穩定，但政策偏鬆，投資者不改變下跌預期。而股市雖然估值在低窪，但市場氣氛不樂觀，恐怕仍要在低位震盪，並未到好的入市機會。

另一邊廂，美國雖然樹敵不少，但美元資產還是有吸引力。一是美國經濟數據的

確普遍強勁，尤其是和其他國家比較更有優勢。

美元資產續有吸引力

二是美聯儲決策者們維持樂觀態度，加息的步伐並不改變。加上地緣政治風險升溫，美元資產的避險屬性進一步增強。

不得不說，在其他股市疲弱的時候，美股還是相當強勁。雖然今年1月末2月初有加速下跌，但很快就靠穩並走高，道指上周一度突破26,100，連漲兩個月，從年初至今上漲5%。納指和標普更是已經回補了年初的跌幅。在科技股的帶動下，納指也不斷創新高，突破8,000關口，已經連漲五個月，年內累計17.5%的漲幅。標普同樣強勁，突破2,900關口，這八個月累漲8.52%。

美股已經牛了十年，翻了三倍，不時有聲音說漲到頭了，要跌了。但美股至今仍

在往高位上攻，依舊是資金追捧的對象。

另一邊廂，10年期美債收益率則繼續在2.8%至3%的區間上落，缺乏明確的方向。美匯指數從4月中加速走高，8月中又動能增強，直逼97關口，雖然短線有調整，但還是連續上漲五個月，上行趨勢不變。

新興市場如履薄冰

與此同時，新興市場也醞釀着危機，時不時地爆發。土耳其之後，又是阿根廷，股匯均受壓，並引發其他市場的恐慌，像多米諾效應一樣。MSCI新興市場貨幣指數連跌五個月，累挫7.54%。MSCI新興市場股指數除了7月反彈，過去7個月也累積了15.83%的跌幅。

雖然各有導火索，但本質都是類似的，自身經濟出現問題，有非常大的隱患。加上美國貨幣政策正常化持續，新興市場如履薄冰。

前有可能是自2016年以來的、新的7年中周期裡的第一個3.5年短周期。這個中周期將在2020/21左右再次下行，並伴隨着嚴重的危機。

我們職場中根深蒂固的賣方樂觀主義精神引導着我們更傾向於後一種可能性，即一個自2015年末以來、重新煥發活力的、新的7年中周期還有下半場。但無論如何，未來的日子裡，將是亂雲飛渡之時。

中國經濟周期限制投資空間

從我們目前能夠得到的、過去20年的所有數據中可以看出，中國經濟周期的長期趨勢是向下的，每個周期的高點和低點都在不斷地下降。

這個長期的下行趨勢其實不難理解：中國

巨大的投資規模，以及快速增加的槓桿壓抑了新投資的邊際回報，限制了經濟發展中進一步有效投資的空間。

我們認為周期的持續時間長度與房地產建築施工周期有關。比如，建設一座30層高的住宅樓，建築完成時間約為9-12個月，水電安裝需要3個月左右，再加上安全檢查和各項審批的時間。完成時間約為1.5-2年。其後需要約1年時間消化房屋庫存，使房地產的庫存投資周期約為3年。

我們注意到，從2015年底到2016年初左右開始的3年周期明顯已經達到頂峰並且正在迅速放緩。在未來幾個月裡，經濟放緩的勢頭可能會加劇，並變得更加明顯而引發引起市場共識的注意力。在過去幾個月裡積聚的避險情緒將很難消散。（本報有刪節）

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。