

內地釋放積極信號 投資信心漸恢復

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積極信號，要求確保社保費現有徵收政策穩定，嚴禁自行對企業歷史欠費進行集中清繳。同時，李克強總理在2018年天津夏季達沃斯論壇開幕致辭中表示，中國政府正在研究明顯降低企業稅費負擔的政策。

另外，中共中央、國務院辦公廳發佈重磅文件，進一步激發居民消費潛力，市場憧憬未來國家或將出台包括家電下鄉和汽車、家電以舊換新在內的一系列擴大消費的相關政策。積極政策信號推動投資者風險偏好回升，港股市觸底反彈。回顧上行情，恒生指數漲2.45%，收於27,953點，國企指數漲4.27%，收於11,027點，港股日均成交金額為929.2億港元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣26億元。

過去幾個月，香港金融市場動盪反映了國內外風險因素上升。全球貿易摩擦持續升級和新興市場金融動盪，疊加中國經濟下行風險增加以及財政政策調整力度低於市場預期，重創中國資本市場投資者信心。因此，在當前宏觀經濟面臨一定下行壓力和較外部不穩定因素的背景下，市場期待實質性減稅與結構性改革，有效降低企業負擔，激發市場活力。上周，中央決策層釋放積極政策信號，投資者信心開始恢復。

政策支持 企業盈利可望提升

筆者認為，如果未來政策真正落實到位，更多更公平地惠及中小企業及普通消費者，將有力地重樹市場信心，港股長期投資價值更加凸顯。未來，國家要以更加積極有

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。

內需對經濟增長作用更凸顯

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，更好地應對中美貿易摩擦升級。經過前期的大幅調整後，港股市場底部進一步夯實。首先，南向資金重現淨流入。截至9月21日，本月南向資金淨流入人民幣44億元人民幣，扭轉了過去幾個月南向資金淨流出的局面（2018年4至8月

份，南向資金合計淨流出人民幣423億元）。內地與香港股市互聯互通是香港市場在價值重估的主要動力和催化劑。與海外投資者相比，內地投資者更熟悉香港上市公司，風險偏好更高。

公司頻現回購 港股估值吸引

中長期而言，隨著中國經濟的長期穩定發展和居民收入水平的不斷提高，中國財富全球資產配置需求日益上升，內地資金有望繼續南下。其次，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。2018年5至8月，月均回購金額達到43.6億港元，大幅高於今年前4個月月均8億港元的回購金額。截至9月21日，本月回購金額已達到30

億港元。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。

最後，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並不高。根據彭博一致性預期，截至9月21日，恒生指數2018年預測市盈率及市淨率分別為11.4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10.7%和19.3%；恒生國企指數2018年預測市盈率和市淨率分別為8.3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22.1%和37.2%。

(本文為作者個人觀點，其不構成任何金融或投資建議。)

地緣影響減 市場主導還看央行

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近日全球市場，不外乎兩大重點，繼續是地緣政治和貨幣政策。前者，其實廣義之下，可以包括貿易戰。何以故？貿易本是大家互惠互利才有，要限制貿易，顯然是有違互惠互利，而是追求單方面的好處，分配要多拿一點好處。如此說來，貿易戰不是地緣政治之一嗎？

歷史上看，經歷過經濟大衰退，又或資產價格大瀉後，央行的救市行動若以購買資產如量寬等，即會造成貧富懸殊的差距拉闊，1929年如是，2008年亦如是。如今看來，由金融海嘯後，造就另一次資產泡沫，然後是民粹主義冒起，以往難以想像的人物如特朗普竟可以上場當總統，以前不能想像的英國脫歐公投，凡此種種，背景都有政經互動。

說起地緣政治，不可不提油價。石油作為能源，以至全球政經形勢的一大關鍵，一直都是兵家必爭之地，博弈不絕，不單是油組與非油組，也有背後的多種考量，經濟因素只不過是其中之一，甚至不一定經常是主要考慮。故此，從分析上，必須明白，一般的供求分析，只考慮一般的商業或消費因素，未必可以把握全局，但所

有局限條件的設定，着實是有難度。

油價料續看漲 金價反覆走低

有別於以往，美國對於產油，甚至使用本身戰略儲備的態度，已漸趨開放，相關的供應增長，已陸續成為油組預測中的基本，而另一邊廂，原油供應的大生意，中東及油組等，自然有本身財政考慮，幾年前大減價增產，情非得已，如今在相對高價，雖不至於惜售，但態度上合理得多，加上復甦因素，紐約期油守穩70水平，逐漸看漲概率高。

另一值得留意的是金價。一般而言，金價反映本身具體實物需求和供應之外，故老相傳，起碼這百多年來，都是貨幣的一種角色，即使沒有金本位制，仍未完全改變變投資者看法，萬一對貨幣生疑，即有需求。

有趣的是，過去幾年，地緣政治活動不絕，但無助金價推升，只是反覆走低，顯然，貨幣政策主導性不言而喻。

美匯短期回吐 利好新興市場

撇開地緣政治，市場主要動能，仍是經



美國本周議息，9月加息早已成為投資者共識。

濟掛帥，央行貨幣政策的影響力，過去十年，明顯之至。本周美國議息，9月加息一事，早已成為投資者共識，無甚意外可言，早已留意的是，港匯的走勢會否持續轉強，抑或一下子的變化，尤其臨近月結季結也好，都是潛在的因素之一。

但，即使美匯短期受壓，只要美國加息步伐保持現在的節奏，則其對各地的息差擴闊當無意外，資金續往美元資產流入，危機時買美債，正當時買美股。短期而言，美匯回吐，新興市場或有一定支持，但相信影響短暫，大方向未改。

滬港金融業深化合作創共贏

陳曄 香港上海金融業聯合會秘書長

滬港金融業一直聯繫緊密，合作交流源遠流長。2014年11月，在上海市政府金融辦公室和上海金融業聯合會的直接指導下，十三家在港的上海金融機構聯合發起成立了香港上海金融企業聯合會。近四年來，滬港金融企業聯合會充分發揮窗口、平台作用，多次在滬港兩地舉辦大型論壇，推動滬港金融業實現信息共享、創新互動、合作共贏，成為聯繫滬港兩地金融企業的橋樑和紐帶。

香港上海金融企業聯合會的理事單位都是在香港發展多年的中資金融機構，資金

雄厚，在香港的銀行、券商、資產管理及保險公司等領域積極拓展業務，已成為香港金融業發展的一道亮麗的風景線。

連串金融論壇探討新機遇

隨着香港國際金融中心的不斷鞏固和上海國際金融中心的持續建設，香港上海金融企業聯合會先後在2015年3月，舉辦了以「中國黃金市場走向全球」為主題的滬港金融業合作交流研討會；2015年8月，協同內地、香港和台灣多家機構共同主辦「2015上海金融高峰論壇」，促進內地、

香港和台灣金融界的深度對話；2016年12月，舉辦了以「新形式下滬港金融合作的機遇和挑戰」為主題的第一屆滬港金融論壇；2017年10月，舉辦第二屆滬港金融合作論壇，邀請香港、上海逾100位金融業界精英代表出席，共同探討如何借力「一帶一路」政策加強滬港金融互聯互通；2018年1月，以「新時代文化金融創新」為主題，舉辦了2018陸家嘴文化金融論壇；2018年6月，先後舉辦了2018文化科技金融論壇和「特色金融服務特色小鎮」論壇，暢談金融與文

化科技的融合，探討金融服務實體經濟的新型模式。

共為推進「帶路」獻計獻策

這些金融論壇的舉辦，既是中國提升國際影響力的戰略需要，也是中資金融機構國際化、綜合化發展的重要契機，順應了經濟全球化、文化多樣化、社會信息化的潮流，為兩地金融企業提供更多交流機會、相互促進、共同提高，共同為推進「一帶一路」政策獻計獻策，開啟了上海香港兩地金融合作的新篇章。

昔日柏林 今日倫敦 明日大灣區

張宏業 特許測評師、中國房地產估價師



以城市建設規模和速度，大灣區的廣州已經超越倫敦和柏林。

筆者剛放完長假，穿梭於德國柏林和英國倫敦，體驗一下柏林和倫敦兩大歐洲歷史名城的今昔風貌！馬不停蹄地我上週五六安排及帶領澳門房地產評估業協會，回訪了廣東省資產評估協會。在本會會長帶領下，澳門房評會加入粵港澳大灣區專業知識人士聯盟平台，透過此番回訪本會具體地談論如何跟兩大協會建立未來交流、培訓、互訪、互認的具體安排！

筆者首次踏足德國，選擇先去德國首都柏林。柏林是德國最大的都市，人口約三百五十萬，是國家的政治、文化、旅遊中心。1871年普魯士建立的「德意志帝國」，這裡成為了首都。在納粹政權登場後，其繁榮美景開始崩解，戰後柏林更因此被分割為東西兩部分。

在1961年8月13日，柏林一夜之間被築上「圍牆」，往後的28年間柏林圍牆將東西德人民物

登堡門正門前的五星級酒店，可以每天走訪這所代表兩德再次統一的名勝。縱然柏林名勝處處，但是令我更懷念是日耳曼民族的精神面貌，表情嚴謹、行動紀律、管理精良，但不失友善態度，略帶風趣幽默！不知是否受到二戰氣氛薰陶下，柏林總帶給我一份憂鬱、一份難忘、一份留戀。

最進步朝氣的歐洲仍在倫敦

柏林的經濟規模跟人口不成正比，全國經濟發展仍較為落後。上世紀末起，聯邦政府將大量政府人口遷入柏林，大量興建各種設施，令城市經濟高速復元，間接地助長住宅樓價快速回升，促進柏林成為近年全國房價升得最快的城市。去年起，國際性代理已開始在香港代售柏林市中心的高層住宅，單價不高且收租回報理想。

柏林仍是代表昔日的歐洲繁華，最進步的、最朝

氣的歐洲仍在英國倫敦。因為業務關係，我每年都造訪倫敦，感受城市每年在進步中。這座約8.8百萬人口的現代大都會，縱然仍受到「脫歐」大型財經企業搬離的影響，筆者還感到生機處處、建設不停，人民精神面貌非常正面進取。深信英國最終無論是硬或軟「脫歐」，盎格魯-撒克遜子孫定可撐得住，從重重艱難中必可殺出一條血路，再見政經光輝前路！

大灣區正奔向光明經濟大道

其實以城市建設規模和速度，大灣區的廣州已經超越倫敦和柏林。周五晚訪問團倫空步行廣州珠江新城的花城大道，盡覽城市最新型市政和商業發展，彷彿置身世界名城中。沒錯的，這是大灣區龍頭城市廣州的中心點，正引領着大灣區奔向未來光明經濟大道。我們特別安排珠江旅遊節目，讓團員「近距離」、「高起點」地檢視珠江兩岸新型建設。廣州塔晚上亮起了燦爛燈光，將整個廣州市照得明亮。著名的珠江新城東西塔變身為兩條明亮

的「大光管」，帶給裡面上班的、居住的、用餐的使用者無敵河景，感受不一樣的體驗。

最令筆者注意的是珠江岸邊樹立兩支超高未入住的建築物。據了解，它們是兩幢全新的高級住宅大廈，天天俯視着整條珠江的流動。有幸地，周六早我們團友被安排參觀這兩幢超豪宅大廈的樣板房。大廈具備豪華會所，使用高速日本電梯直通每戶。每戶面積約三千平方米，叫價五千萬至六千萬，視乎景觀、方向、樓房因素！這項住宅建設標誌着廣州進入豪宅時代，以滿足新致富人士的需要！

身為粵港澳大灣區專業人一分子，澳門房地產評估業協會正式參加大灣區專業知識人士聯盟平台，今年輪回訪開始跟省資產評估協會和市評估協會構建正式交通渠道，促進我們交流、互訪、培訓、互認各種活動。未來粵港澳大灣區經濟建設還有賴專業人士努力推進，大家一同努力吧！

美國經濟存不確定性

姚浩然 時富資產管理董事總經理

雖然貿易戰憂慮仍然存在，但是在沒有新發展的情況下市場不妨探討一下另一個影響金融體系的重要因素——利率。美國聯儲局即將舉行議息會議，預計會後將加息四分之一厘，美國國庫債券息率隨着聯儲局不停加息的前提下亦不斷上升，惟市場擔憂息率或會出現倒掛，暗示美國經濟有機會進入衰退期。

長債與短債息率息差收窄

息率倒掛即長債的息率低於短債的息率。執筆時美國10年期國庫債券息率為3.076%，與美國2年期國庫債券息率2.809%只相差26.7點子，而這個息差有收窄趨勢，八月底時曾經縮至18.9點子。若縮窄情況持續，息率倒掛便有機會出現。在正常情形下，長債的收益(息率)應比短債的收益多，因為投資者(買債人)資金投資年期愈長，收益要求便愈高。因此，若投資者在息率縮窄時亦情願買入長債時，反映投資者可能對未來經濟增長不樂觀，或認為未來通脹可能會下降，所以息率倒掛才會成為經濟衰退的其中一個指標。根據以往統計數據，經濟衰退通常在息率倒掛加上貨幣政策收緊之後發生，現時息差走勢趨平和聯儲局貨幣政策已收緊了一段日子，而筆者亦發現息率倒掛與S&P500指數存在關聯性，S&P500指數通常在息率倒掛約1年9個月後見頂下跌，因此筆者預期短期內美股仍有機會創新高，惟投資者需密切留意其經濟數據。

加息走勢存疑 或接近尾聲

此外，美元的走勢亦反映了市場對美國經濟的看法。美國近期經濟數據良好，不論經濟增長、就業或通脹皆處於理想水平，加上加息周期，美元應穩步上升。然而，美元指數卻不升反跌，跌至現時約94水平，反映市場可能對美國未來有以下看法：1) 加息走勢存疑，加息周期或已接近尾聲；2) 貿易戰的關稅將逐漸對美國企業產生負面影響，美國經濟展望或面臨向下修訂的壓力；3) 美國稅改的效用已反映；4) 民主黨有望掌控眾議院，令特朗普推行政策更困難。以上種種均反映美國的不確定性，加上歐元及英鎊走勢利好，亦抑壓了美元的升勢。美元的偏弱為新興市場貨幣帶來喘息的機會，人民幣走勢保持在6.85水平附近，港元亦迎來大幅反彈，短期對股市有穩定作用。總括而言，即使美國存在不確定性，但相信短期走勢仍然向好，相反內地、香港股市仍然會較為反覆，恒指在28,000點有較大阻力。

特朗普讓美聯儲再度偉大

Gina Chon 路透熱點透視專欄作家

美國總統特朗普正在讓美聯儲再度偉大。特朗普選擇提名經濟學家梁奈利(Nellie Liang)出任美聯儲理事，讓理事會成員的七個席位進一步邁向五年來首次全部補滿。梁奈利在金融穩定領域的專長，讓特朗普新任財政部官員的經濟學家。

這使得美聯儲由此處於強力的地位，引領經濟逐步穿過趨熱的貿易緊張情勢與新興市場的動盪。特朗普政府昨日(24日)開始新一輪對約2,000億美元中國輸美商品加徵關稅，中國方面則對600億美元進口自美國的商品徵收關稅。

特朗普欽點的這些美聯儲官員，也是該機構獨立性的忠實信徒。特朗普曾數度表示，美聯儲不該在美國貿易爭端如火如荼之際升息。然而，美聯儲今年已加息兩次，並暗示本周議息會議將再度加息。

特朗普講歸講，但不論是他或白宮都無意對殺這些優質的被提名人，截然不同於對待其他政府機關的方式。在這樣一個最終可能陣容整齊的理事會中，多樣化且令人眼前為之一亮，能夠讓美聯儲在下次危機來臨時派上用場。

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。