

政治局會議增信心 憧憬政策續發力

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，在政治局會議釋放重大政策信號、中美貿易摩擦出現階段性緩和跡象以及人民幣匯率企穩反彈的重磅利好刺激下，港股市場出現報復性逼空大反彈。回顧上周行情，恒生指數漲7.16%，收於26,486點，國企指數漲6.25%，收於10,688點，港股日均成交量為1,179.6億港元，較前周有所上升，南向資金淨流出18億元人民幣。行業板塊方面，上周所有板塊均收漲，其中，資訊科技業收漲15.41%，表現最好，主要是由於前期跌幅較大以及美股科技股大幅反彈帶動；消費者服務業和消費品製造業表現也優於大盤，分別上漲10.34%和9.2%；相對而言，電訊業上漲0.77%，表現最差，主要是由於電訊運營商三季度業績低於市場預期；能源業和公用事業表現也差於大盤，分別上

漲2.4%和3.97%。

會議釋放重大政策信號

10月31日召開的政治局會議釋放重大政策信號，提升投資者信心。與7月31日的會議相比，本次政治局會議的主要不同點在於：1) 對於當前經濟形勢的判斷強調「經濟下行壓力有所加大，部分企業經營困難較多，長期積累的風險隱患有所暴露」；2) 並未提及去槓桿和房地產問題；3) 重點提及要「激發市場活力，促進資本市場長期健康發展」；4) 首次提及要「研究解決民營企業、中小企業發展中遇到的困難」。因此，市場憧憬未來內地政策將集中發力，疊加港股市場當前估值處於歷史底部區域，投資者風險偏好明顯上升。

同時，市場憧憬中美將就貿易戰達成階段性妥協。人民幣匯率大幅反彈，提振市場人氣。筆者認為，人民幣匯率波動影響市場對人民幣資產和中國經濟增長前景的預期，進而對港股市場表現產生影響。人民幣匯率變化，在一定程度上反映了市場對中國經濟增長前景的預期調整。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。

港股上周引發逼空行情

由於近期港股市場的整體沽空比率處於歷史最高位(沽空交易已成為一種擁擠交易)，重磅政策利好預期升溫大幅提升投資者信心，從而引發逼空行情，部分沽空者可

能不得已買入股票平倉，在一定程度上助推了上周的暴漲行情。根據彭博諮詢的每日沽空數據，2018年10月，港股市場悲觀情緒繼續升溫，港股市場日均沽空比率進一步攀升至15.4%，超越9月的14.5%和8月的13.8%，達到20年以來最高位(按照月度日均比率計算)。

貿戰影響投資者風險偏好

筆者認為，在當前港股市場估值處於歷史底部的背景下，如果未來內地重磅政策逐步發力，重樹市場信心，港股長期投資價值將更加凸顯。不過，當前港股市場信心仍然比較脆弱，投資者預期尚不穩定，對市場負面傳聞非常敏感。中美貿易前景方面，特朗普政府這次主動挑起對華貿易

戰不同尋常，並不是簡單從平衡貿易收支角度出發，意味着對華戰略定位已經發生重大轉變。

中國近幾年在高端製造和科技方面的快速發展已經引起美國的高度警覺，預計未來中美貿易戰充滿複雜性、反覆性和長期性，中美雙方或時打時停，以打促談，談不攏再打或成一種常態，可能會持續影響投資者的風險偏好，股票市場或將繼續大幅波動。另外，港股市場投資者以成熟的海外機構投資者為主，港股走勢受美股的影響較大，尤其是在美股大幅調整的時候。

(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。)

貿易談判不定 資產波幅擴大

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

在今年，貿易戰儼然成為全球投資者關注的焦點，各類資產也因此波幅擴大。其實早在特朗普競選的時候，高喊「美國第一」的特朗普就曾打過針對中國的牌，當時就揚言要向中國進口貨品實施45%關稅，但更多的是口水戰。直到今年3月中，衝突加劇，白宮確認特朗普政府尋求對華貿易赤字縮減1,000億美元。真正爆發是在3月22日，特朗普簽署備忘錄，基於對華301調查報告，展開大規模單邊貿易保護行為。

中國作出反擊，宣佈計劃對價值30億美元的美國產水果、豬肉、葡萄酒、無縫鋼管和另外100多種商品徵收關稅。那時，全球市場就擔憂起來，恐慌指數單日大漲三成，股市重挫，資金流向避險資產。隨後的幾個月，美國不光是和中國打貿易戰，也將矛頭指向全球其他國家。

中美話令股市亢奮

投資者擔心這樣下去，全球經濟增長會受到影響。尤其是中美兩大經濟體之間的較量，也不會是單方面受到損失，力是相互的，美國不可能做到毫髮無傷。在此期間，內地股市大幅下跌，港股也未能倖免，陷入下行趨勢，人民幣面對的壓力也明顯，破7的預期強烈。

開始有傳言說11月G20兩國領導人會見

面會談，投資者還是持觀望的態度，但直道到上周，雙方打了電話，釋放樂觀的態度，這下突然給市場帶來希望。股市興奮，上周五恒指一早裂口高開564點，開市後不久已躍上兩萬六關，最終以全日最高位收市，全日爆升1,070點，回補了10月11日的缺口，終於結束了五周連跌的弱勢，給連續下跌六個月的大市重新看到一些希望。

內地股市也反彈，不但重返2,600點，更是直接考驗50日線，上周連續上漲四日，將周升幅擴大至2.99%。人民幣有直接的反應，原本正朝破7的趨勢，但近日開始加速上漲，在岸和離岸人民幣突破6.90。

受貿易戰關係影響的商品市場裡，銅價相當敏感，在6,000美元止跌後作出反彈，動能強勁，上周五大漲3.17%至6,283美元，將周升幅擴大至2%。

然而，美國官員在這時候又給市場降溫。白宮首席經濟顧問庫德洛指，距離達成協議仍有一段頗長距離，並否認特朗普要求內閣起草對華貿易協議。美股原本也是延續升勢，但這個消息一出，加上蘋果令人失望的業績最終還是拖累其在周五結束三連陽。本周一，亞洲股市也出現回落。恒指跌破剛剛收復回來的兩萬六，內地股市也偏軟。離岸和在岸人民幣重新跌



■ 本周美國中期選舉成為全球焦點，若共和黨失利，之前可能談好的一切或都要被推翻。

回到6.92關口。

全球聚焦中期選舉

其實，仔細去想，貿易戰至今，已經不是簡單的經濟上的博弈，也不會一個電話說解決就解決了，其間一定是反反覆覆。首先，要面對的第一關卡就是本周的美國中期選舉，相信包括歐盟和日本，當然還有中國都在等待這個結果，如果共和黨失

利，之前可能談好的一切都要重新推翻。但是就算民主黨有優勢，可能對華政策還是會延續特朗普的，因為已經得到了好處，最多會溫和一些。

而現如今，相信特朗普身邊的人也是一團亂，各持觀點，未來我們肯定還會得到非常雜亂的消息。所以，在一切落地之前，只能保持謹慎的態度，資產波幅在第四季度將更加大。

港交所擬加強上市公司財管的思考

季輝 香港上海金融企業聯合會常務副秘書長、香港麥振興律師事務所合夥人

港交所一貫重視香港上市公司的財務披露制度，要求每一間上市公司每年都必須按時向投資者披露年度審計報告和半年度財務報告，GEM板公司還必須披露季度財務報告。如果香港上市公司要更換核數師，必須通過董事會批准並且具有關公告。港交所對於財務制度的嚴格管理是確保香港上市公司質素的重要保障。2018年9月28日，港交所出臺了一個新的諮詢稿，建議規定上市發行人如果發佈核數師無法表示意見或否定意見的財務報表，該上市發行人必須停牌。筆者感到該項建議對於香港上市公司有四個方面的警示作用。

打擊造假及財務造假

首先，該項建議有利於打擊造假上市公

司，促進上市公司履行持續上市責任。目前，有一些造假上市公司在上市後無法維持正常的經營，在財務資料方面也無法滿足上市公司的標準。按照該建議，如果上市公司的財務資料被發現不真實、不準確，無法給投資者提供高品質和有可信度的財務資訊，那麼該公司可能面臨除牌風險。該項修改措施的出臺使得上市申請人必須嚴肅對待上市申請，杜絕投機行為，保障上市公司上市後符合持續上市要求。

其次，該項建議有利於打擊上市公司財務造假，促使上市公司加強內部財務制度的規範和管理。根據該項建議，如果核數師對上市公司就一個財政年度發出的財務報表發出或表示會發出無法表示意見或否定意見，港交所一般會要求該上市公司的證券停牌。因

此，上市公司應當嚴格管理內部財務制度，在財務報表的準備工作中嚴肅、細緻，禁止一切失實陳述和錯誤資訊的發生。

第三，該項建議有利於促進上市公司加強與外部專業人士的溝通，保障上市公司的內控制度合理運營。根據該項建議，如果上市公司發現其財務報表附有核數師無法表示意見或否定意見，該上市公司應當立即與核數師解決關於財務報表的重大失實陳述。筆者感到，上市公司的董事有責任積極且及時履行董事的勤勉職責，及時與核數師溝通，盡快發現問題，解決上市公司在與財務有關的內控制度方面的缺失。

促使完善除牌制度

第四，該項建議有利於促使完善上市

公司的除牌制度，建議優勝劣汰的管理格局。根據該項建議，如果發現上市公司有重大財務報表失實陳述，該上市公司會被要求停牌。按《上市規則》的規定，主板上上市公司如連續停牌滿18個月，GEM板上上市公司連續停牌12個月，將會被聯交所要求除牌。上市公司如果解決了導致核數師無法表示意見或發出否定意見的問題，同時港交所已經確信核數師不會再就這些問題發出無法表示意見或否定意見，港交所可以讓該公司復牌。

港交所的上述修改建議擬定在2019年1月1日之後財政年度的初步業績公告中實行。筆者感到該項措施加重了香港上市公司發佈失實財務資料陳述的法律後果，這將促使上市公司更加重視核數師的意見，保障香港上市公司財務資訊披露的可信度，從而加強對於投資者權益的保護。

熊市尚未真正見底

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

港股受美股大跌拖累跌幅多達3千多點，年內高位累計跌幅多達9千點，其後在11月因為外資流入A股抄底以及特朗普在社交網發文暗示貿易戰有新進展，港股成交量放寬千點。相信有經驗的投資者都清楚知道這種升幅多是由淡友補空帶動，貿易戰解決與否仍是未知之數，距離月底G20大會日子還有很長，中間的時間有機會出現變數，加上之前跌市已有積存大量貨價，這種龐大的阻力要短時間內突破不是一朝一夕的事，技術上跌市要真正確認見底有需要等市場消化這突發事件產生的升幅後再次試底不成功並突破阻力才是叫做真正見底。

港股的定位是一個被動市場，被中美市場牽着走，成交金額相比在國際舞台上都是相對小，易於操縱，當日11月2日港股受到特朗普言論而大升可是美國投資者卻十分理性，

因為蘋果(AAPL)公司業績的預期擔憂而下跌，成熟的投資者和市場都知道股市升跌的基礎是由企業盈利帶動，而不是一句要等一個月後才知會實現的社交發文。

高PE跌市時轉成風險

說回美股，支撐美股上升的主要火車頭FAANG，都已相繼倒下，在牛市中，企業交出亮麗報表時，投資者可以接受高的PE，可是，當跌市形成而企業交出不出好成績(Netflix(NFLX)和Amazon(AMZN)的PE多達80以上)便會轉成風險，要知道美股升勢都是這幾名成員支撐，美股在10月下跌10%後出現反彈，但回升沒有成交量的配合警示美股仍存在很大的下跌風險，聯儲局在加息立場強硬亦沒有因此跌市過急而發聲，筆者相信美股在9月的升勢可是美國投資者卻十分理性的牛市。

明年內地樓市料續偏淡

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

筆者於本欄目在7月中曾經發表了今年內地樓市的回顧和展望，預料下半年內地樓市穩中偏淡。處身在今年第四季度中間，正是展望明年內地樓市的時辰。

首先回顧前三季度房地產數據。明顯地供求出現失衡情況：供過於求。前三季度，全國房地產開發投資同比增長9.9%，但是銷量增速則開始低位放緩至同比只上升2.9%，且有繼續放緩勢頭。中長線的走勢會是開發商減少投資額去平衡供求，以免出現大幅減價局面。

銷量放緩正在衝擊房企短期資金回籠。今年前三季度，房企到貨資金同比增長7.8%，增速比前8個月上升0.9%，但是細心分析資金來源，便有着不同體會。其中，內地貸款下降5.1%（現在房企於內地貸款困難）、利用外資下降61.7%、自籌資金增長11.4%、定金及預收款增長16.3%和個人按揭貸款下降1.2%。

房企融資成本攀升

從五項絕對值考量，自籌資金和定金及預收款已各佔上35%，共計約70%，其是否充足直接決定房企企業生死！長期來看，房企面臨融資成本不斷抬升的問題，國家對資金流入房地產行業政策也決定其未來擴張或收縮程度。

如筆者於7月份文章中提及未來房價走勢取決土地市場。據中指三百城土地市場數據，三季度流拍面積佔推出面積的9%；9月房企拿地溢價率持續走低至7.19%，創近年新低。這正反映各類調控政策落地且發揮應有威力，高地價情形不再，市民對未來房價持續上升的預期不斷減退，未來房價將易跌難升。

表象證明支撐房地產高速發展的所謂三大紅利正在消失中：人口、金融和政策紅利。人口和政策紅利已說得不少，值得一提是金融紅利，中美貿易矛盾也催化金融紅利提早消失。不論國內外，融資面已從寬鬆轉為緊縮。內地更是嚴控資金違規流向房地產，地產公司融資成本只有攀升：2016年內地上市公司私募債平均發行利率在5%以下，但是今年下半年已經升至7%以上；信託融資綜合成本更達13%以上。國外融資情況也不容易，例如恒大正考慮發行共計15億美元債券，五年期債券息率高達13.75%，嚴重吞食內房股的邊際利潤率。

未來可以預計，房企只可走精品化、效率化、多元化道路，不再盲目追求高產值和跨地域，地產結合其他產業如休閒、養老、旅遊、消費才是王道。港珠澳大橋全線通車，高鐵香港段加入全國高鐵系統，這個粵港澳大灣區樓市會否相比全國火旺呢？總

體來說，灣區內主要房價表現仍是差強人意，似乎基建效應需要較長時間才可落地體現出來。

看好廣州佛山車位

一線城市深圳和廣州，受到基數高和種種調控政策約束，兩地市場表現平穩。經歷8個月漲幅下跌以後，9月環比漲幅小幅回升至各0.6%。值得注意的是廣州是四個一線城市中，房價水平最低的，有着近2萬元價差，是未來升值潛質較高的。廣州和鄰近佛山的私家車位前景可堪憧憬，大橋通車肯定促使商務和家庭自駕人士不斷上升，車位投資看高一線。

東莞地區交通正在不斷改善中，現時房價仍是處於較合理水平，市內二手房只比長沙、重慶、西安高，較其他沿海城市天津、南京、蘇州仍差上一萬元以上均價。如果看好未來基建溢效，下注東莞未嘗不是上策。

大灣區唯一不限購城市是惠州，上半年當地樓市漲幅領跑整個大灣區城市。進入傳統金九銀十，惠州樓市未能持續走高，更是出現量跌價平的情況，似乎市場高位後出現短期消化期。其他城市比如佛山、珠海、中山基本上平穩，無特別驚喜情況。明年整體內地樓市易跌難升，內房股求存心態明顯，進入汰弱留強局面，多元化、效率化、精品化是未來房開企業主調了。

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。