# 港股明年詭譎多變 市場博弈或將加劇

全球觀察

今年以來, 在中美貿易摩擦加劇以及內 地去槓桿效應顯現的背景下,中國經濟下行 壓力加大,香港股票市場表現不佳。展望 2019年, 國內與海外、政策、經濟與地緣 政治等多重因素相疊加將使香港股市更加紛 繁複雜並引發大幅波動,中國經濟和上市公 司盈利下行風險增加;美聯儲貨幣政策不確 定性上升,再加上中美經貿關係的走向充滿 複雜性、反覆性和長期性,種種因素都預示 着2019年香港股市詭譎多變,市場博弈或 將加劇

#### 決策層穩增長助提升信心

今年年初以來,中國經濟下行壓力有所上 升。2018年第三季度中國 GDP 同比增長 6.5%,低於第二季度6.7%的同比增速和第

一季度6.8%的同比增速。中國製造業採購 經理人指數 (PMI) 從9月的50.8和10月的 50.2 進一步下滑至11月的50。近期公佈的 11月多項經濟數據也低於預期。不過,在當 前經濟增速放緩壓力加大和外部不穩定因素 增大的背景下,決策層已逐漸調整去槓桿節 奏和步伐,強調做好「六穩」工作,以更 好平衡控風險與穩增長,這將有助於提升投 資者信心。未來投資者會密切關注內地積極 政策力度以及中美經貿關係的走向。

展望未來,出口在中美貿易摩擦和全球經 濟增長勢頭放緩的影響下將面臨一定的放緩 壓力,投資仍將面臨較大的不確定性,消費 則隨着居民部門槓桿率上升和收入放緩可能 會逐漸下行,驅動經濟增長的三駕馬車都面 臨不同程度的走弱壓力,2019年中國經濟 增速或將繼續放緩。同時,隨着經濟增長下 行壓力加大以及全球貿易保護主義抬頭的負 面影響顯現,2019年上市公司盈利增速或 將有所下降。2019年中銀國際研究覆蓋的 全部上市公司和非金融企業盈利將分別同比 增長11.2%和15.0%,而2018年的預期分別 同比增長11.8%和19.8%。而且,如果未來 中美貿易摩擦持續升級,人民幣匯率大幅波 動,疊加政策刺激力度再度低於預期,2019 年上市公司盈利將面臨進一步下調風險。

當前港股市場信心比較脆弱,投資者預期 尚不穩定。2018年10月,港股市場日均沽 空比率進一步攀升至15.4%,達到20年以來 最高位,表明市場做空力量依然強大。而 且,2018年南向交易淨流入金額也出現下 降。截至12月14日,今年南向資金累計淨 流入人民幣643億元,遠低於去年同期人民 幣 2,882 億元的淨流入水平。如果未來港股 市場面臨的不穩定、不確定因素導致人民幣 匯率大幅波動以及上市公司盈利進一步下 調,2019年內地投資者對香港上市股票的 需求或將繼續下降。不過,長遠而言,內地 與香港股市互聯互通是香港市場潛在價值重 估的主要動力和催化劑

#### 市場估值處歷史底部區域

港股市場當前估值處於歷史底部區域,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不高,投資者不 宜過分悲觀。根據彭博一致性預期, 截至 12月14日,恒生指數2019年預測市盈率為 9.9倍,較過去13年歷史平均低22.4%,處 於歷史底部4%區域;恒生指數2019年預測 市淨率為1.1倍,較過去13年的歷史平均低 28.4%,處於歷史底部5%區域。恒生國企 指數2019年預測市盈率為7.6倍,較過去13 年歷史平均低28.2%,處於歷史底部15%區 域;恒生國企指數2019年預測市淨率為0.9 倍,較過去13年的歷史平均低42.1%,處於 歷史底部8%區域。

筆者預測,恒生指數在2019年12月底達到 27,000點,基於10.2倍2019年預期市盈率, 較過去13年歷史平均市盈率折價20%。2019 年股票配置方面,筆者比較看好受益於流動 性放鬆的高股息低估值的大型銀行股和房地 產龍頭公司、內需為主的大型電信運營商以 及白馬消費類股票。另外,隨着財政政策發 生積極變化,未來基礎建設投資的增速有望 回升,基建板塊也可以重點關注。

本文為作者個人觀點,不構成也無意構成任何 金融或投資建議。本文任何内容不構成任何契約 或承諾,也不應將其作為任何契約或承諾。

# 經濟增長減慢 貨幣政策正常化受考驗

涂 或 彬 永豐金融資產管理董事總經理

歐洲市場麻煩不少。首當其衝就是脱歐 一事,英國目前面對歐盟不願重新談判, 首相也重申反對再舉行二次公投,加上法 國黃背心運動持續,地緣政治風險持續。

另一方面,經濟數據不太樂觀。歐洲火 車頭德國經濟增長疲弱。雖然各PMI仍位 於榮枯線上方,但製造業PMI創33個月新 低,綜合PMI放緩至四年新低。德國央行 宣佈未來數年經濟增長將放緩,並下調今 年經濟增長至1.5%,對未來兩年的增速預 期為1.6%。法國社會矛盾急增,對旅遊消 費等行業打擊非常大。製造業PMI創下27 個月低點,綜合PMI為2017年6月以來首 次跌破榮枯線。

火車頭失速之後,其他國家也疲弱,包 括瑞士和瑞典,瑞士三季度GDP為2016年 四季度以來首次下滑,瑞典則是2013年以 來首次下跌。最新的歐元區12月PMI數據 權限不及預期,製造業PMI創下34個月新 低,服務業和綜合PMI均創49個月新低。

#### 歐央行加息尚早

歐央行在上周的議息會議中整體流露偏 鴿的語調,確認12月底退出OE。經濟面 對下行風險,下調歐洲經濟增速和通脹預 期。德拉吉表示沒有討論加息時點,貨幣 政策依舊非常寬鬆。如此一來,歐元自從 今年四月下旬開始隨着美元走高而回落的 弱勢繼續持續。要知道,在去年,歐元和 英鎊分別上漲 14.15%和 9.51%, 明顯好於 美元的表現主要有賴於投資者對於他們 或比預期更快的恢復貨幣政策正常化。

但隨着經濟數據的驗證,恐怕貨幣政 策正常化的道路有阻。在疲弱數據後 市場現在預計恐怕至少在明年冬天前歐 央行都不會有加息。

目前,歐元進一步下探,重心下移, 50日線的阻力在近日加劇,目前主要考 驗1.12支持,短線料難脱離弱勢。英鎊 除了考慮經濟等常規因素外,還有脱歐 的不確定性令其前景不明朗,目前同樣 延續跌勢,測試1.25支持。

#### 待重要會議推新政

中國方面數據也不樂觀,再次驗證了 經濟所面對的下行壓力,工業增加值 零售銷售均不及預期,消費增速創2003 年5月以來新低。之前公佈的11月進出 口數據遜於預期,增速驟降。

恐怕這樣的狀態還將延續,消費者和 企業信心明顯下降,股市雖然跌至估值低 窪,但仍未有起色,在沒有賺錢效應和投 資者信心下,暫時保持觀望。房地產市場 出現明顯的降溫,恐有進一步的下跌,且 是全球範圍的。

原本中國經濟就面對轉型的關鍵時期 加上貿易爭端,更是讓市場面對壓力。好 在現在中美談判正在進行中,目前所獲得 消息比較樂觀,希望可以最終有所成果。 與此同時,也要關注周內中央經濟工作會



■美聯儲對未來政策的態度,料對眼下高估值的美股構成一定影響,尤其是帶動這波牛市的 科技股,相信將面對較大調整風險。圖為紐約證券交易所門外的「無畏女孩」

議,看是否有新的政策和改革推出。

### 美議息是關鍵

相較中歐而言,美國經濟數據整體倒顯 得有優勢些。但之前公佈的非農數據給投 資者敲警鐘。11月非農就業人口增加15.5 萬,大幅低於預期,平均時薪同樣不及預 期。加上美聯儲態度轉變,投資者猜測將 在明年放慢甚至暫停加息的步伐。

美元一度回落,但還是守住升勢,在高

位震盪。而中歐疲弱數據後,美元動能增 強創出新高,不過一切還是要看本周三美 聯儲對未來政策的態度。如果真的放慢, 對於美股有短暫支持,但眼下估值高位, 尤其是帶動這波牛市的科技股仍面對調整 風險,所以壓力仍然大。對於黃金則是好 ,可能助其從低位反彈,中長線看

(筆者為證監會持牌人士,無持有上述股 份權益

# 何時才是香港樓市減辣時?

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

樓市自從今年第二季中開始高峰回落後, 購買物業的取態變得謹慎,地產界人士再次 要求政府「減辣救市」,不過行政長官林鄭 月娥已一口回絕。但在市場出現一片求跌呼 聲中,又突然產生反高潮,九龍東全新樓盤 開售反應不俗,略減樓價下行的氣勢。究竟 本港樓市何時才是最適當地減辣呢?會是全 面性還是局部性呢?本文試圖具體分析下。

從IMF角度,香港經濟面對下行風險,樓 市急劇放緩幅度較預期大,利息逐步上升將 令市場有序降溫。IMF對樓市撤辣的看法, 是與近日港府官員看法雷同,認為樓價仍然 被高估,要有更多跡象顯示樓價持續下跌, 才考慮放寬辣招,並無確實時間性指標。

從地產代理角度看,每當樓市浮現下跌跡 象,所有地產代理都急切地跳出來,大呼請 政府減辣。主要原因是辣招嚴重打擊二手樓 市活躍性,成交額大跌令代理公司生意額急 跌,促使生計不易。大型代理商還有賴發展

成一手樓成交,二手樓成交多少決定其生存 空間。明顯地,地產代理商希望政府立刻減 辣,最快的是回復高成數的按揭比例,幫助 首置客和年輕人「上車」,盤活中小型住宅

### 代理及發展商冀盡快減辣

從發展商角度,減辣也可活躍二手市場, 幫助市場資金流轉,對其一手新盤銷情是有 益的。面對着2019年中美貿易戰不明朗因 素,香港和中國內地經濟下行風險不斷增 加,發展商是已加速申請樓花預售,準備明 年初盡快把新盤應市。地政總署最新公佈, 來自五個新盤多達4,757個單位11月獲批預 售樓花同意書,一舉創下自2002年後16年 按月新高。

相比之下,十月只接獲4個新申請共計 2,376伙。由於十月新申請賣樓樓花盤並不

商新盤佣金過活,但是中小型代理商不易促 多,令待批預售一手單位數量下跌17.7%至 11,407伙, 創一年新低。對於發展商來說, 減辣招會將本港樓市回復正常,促進地產交 易數額和金額,實是多贏局面。時間表上, 發展商也同代理商一樣,愈快減辣愈好。

### 樓價下跌暫未損金融穩定

從特區政府角度,樓市剛稍調整,減辣言 之尚早。特首林鄭月娥最近表明不要幻想政 府救市,因樓價正緩慢下跌,未損及金融穩 定,讓政府爭取更多時間增加房屋供應,長 遠地可使樓市健康運作。

筆者從數據上預測何時減辣。今年七月的 差餉物業估價署私樓價格指數已錄得歷史高 點的394.8點,其後調整到十月的380.3,下 跌 3.7%。回顧樓價上升情況,本世紀低位 是2003年和今次升浪的始發點的金融海嘯 低點是2008年,今時樓價上漲幅度已分別 高達567%和272%。

樓價下跌二成和三成是什麼概念?二成是 等於2017年首季及三成是2014年第四季, 即二成是樓價回復到約二年前,而三成是回 歸到四年前。過去四個月樓市已下跌 3.7%,即平均月跌1%。假設樓價緩緩下 降,二成及三成跌幅將於2019年末和2020 末前出現。

## 未跌逾2成料減辣機會不大

筆者相信未有二成以上跌幅, 政府根本不 會討論減辣可能性,當然大家還要看外圍因 素變化,尤其是中美貿易戰和全球利息走 向。明顯地,政府不會於2019年末前啟動 減辣程序。筆者相信政府接納部分減辣行 動,以防全面撤辣後樓價會短期反彈,令其 左右為難。

如前文所言,筆者會明年三月底檢討樓價 走向和預測未來前景,始終中美貿易戰是後 市最不明顯的因素,留待時間來驗證吧。

# 短期聚焦美議息結果

姚浩然 時富資產管理董事總經理

當中、美雙方就貿易協議持續釋出善意 時,如國務院對原產美國汽車及零部件暫 停加徵關稅三個月至3月31日,美國總統 特朗普亦於Twitter發文表示希望短期內能 與中國達成規模大且全面的協議,市場對 此反應不大,反而更為憂慮美國息口走勢 和環球經濟放緩問題,拖累美股走勢反覆 向下,投資氣氛欠佳亦令A股及港股反彈 乏力。

#### 環球經濟出現放緩跡象

歐元區方面,第三季國內生產總值 (GDP)同比終值下修至增長1.6%低預期, 第三季受僱人數升幅放緩至0.2%,低於第 二季0.4%的升幅;歐央行行長德拉吉亦向 歐盟成員國領袖警告,指經濟增長較早前 預期慢,促使官員推動歐元區經濟改革。

美國方面,12月 Markit 製造業採購經理 人指數(PMI)跌至53.9十三個月低位,遠低 於市場預期的55.1;11月非農新增職位 15.5萬個,較市場預期的19.8萬個低。

中國方面,11月規模以上工業增加值按 年升5.4%,低於市場預期增5.9%;11月 社會消費品零售總額按年增8.1%低預期。

筆者認為,經濟增長放緩雖然可以憧憬 各國收水力度和速度減低和減慢,但是想 想若經濟週期轉向下,企業盈利增長便放 緩,難以支持高估值,屆時股市向下調整 也是相當合理。

這解釋了為何美國聯儲局官員近期偏鴿 言論都阻止不了美股的跌勢,因為若聯儲 局暫緩加息或減息,反映聯儲局確認經濟 轉弱,投資者的恐慌情緒或會增加而作出 抛售潮,股票市場可能會進一步向下調 整。

### 美12月加息機會仍逾7成

雖説聯儲局未來的加息步伐或會減慢 但是利率期貨資料顯示,聯儲局本月召開 的議息會加息四分之一厘的機會仍然超過 七成,因為就經濟數據而言,儘管就業數 據較預期弱,但整體就業情況仍算強勁。

此外,美國11月扣除食品和能源的核心 消費物價指數(CPI)按月上升0.2%,按年升 幅為 2.2%, 較 10 月份 CPI 高 0.1 個百分 點,顯示通脹威脅尚未完全解除。

因此短期內美國仍有加息理由,筆者預 計聯儲局於明年上半年加息一至兩次,下 半年是否需要進一步加息則視乎明年的通 脹及經濟數據。

投資者宜密切留意聯儲局主席鮑威爾議 息會後會否對明年經濟展望,從而推測明 年加息的路徑圖。

另外,近期英國脱歐亂局和法國示威越 演越烈皆拖累歐元走勢, 支持美元指數企 穩在97水平,倘若聯儲局議息會後暗示明 年加息次數高於預期的一次,美元指數或 可升穿 97.7(52 周高位),挑戰 99 至 100 阻 力區,屆時資金有流出新興市場壓力。

# 關於促進新能源汽車產業健康發展的建議

閻峰 國泰君安國際董事會主席、全國政協委員

汽車行業是我國重點發展的製造業,最近 以來處在前所未有的變革浪潮中。目前傳統 汽車出現了近二十年來罕見的增長乏力局 面,而與此同時新能源汽車也面臨着高速增 長之後帶來的一系列問題。

結合汽車行業當前的情況,為促進國家汽 車產業健康發展,提出如下建議:一、以 精準支持具有核心技術的新能源整車企業作 為支持新能源產業工作的重要抓手。支持新 能源汽車產業是支持新能源產業的核心工 作,更是汽車產業供給側改革的着力點。具 體來説,建議:

1、針對具有核心技術的整車企業進行精 準支持。國家原有的依據整車長度進行補 貼,以及後來出台的依據電池能量密度進行 補貼的政策,無法衡量企業新能源汽車技術 能力和實際能效比,不能促進行業技術創 新,對行業發展方向極為不利。因此,建議

摒棄現有政策,立即實施改革,改為針對新 能源汽車企業擁有的核心三電專利數量、衡 量整車單位質量的每公里電耗等核心性能指 標,設計新能源的精準扶持政策,促進新能 源汽車行業技術創新。

2、把新能源乘用車的選擇權交給最終消 費者。現有新能源乘用車目錄管理採取了行 政主導模式,難以發揮市場對資源配置的消 費者選擇、價值發現和需求引導作用,不能 提高消費者剩餘。為此,建議重視市場的力 量和作用,取消各地的新能源汽車小目錄, 把小目錄選擇新能源汽車的權力交還給市場 和消費者;建議向最終消費者提供基於新能 源汽車型號和編號信息的專用智能電卡,每 年直接給電卡補貼一定額度的費用,從而做 到精準補貼,定向使用,促使消費者選用壽 命更長、可靠性更高的新能源汽車,使質優 價適的新能源車企受益。

3、應加快新能源汽車的補貼發放速度, 減輕新能源車沉重的資金壓力。目前新能源 車企的補貼資金基本在12-18個月才能發放 到位,週期過長,不利於企業縮短現金週 期、加快生產、充分釋放產能。在今年宏觀 經濟形勢明顯下行,各企業流動資金緊張, 中小企業資金尤其困難的情況下,建議加快 新能源汽車的補貼發放速度,減輕新能源車 沉重的資金壓力,為企業擴大生產和銷售、 行業發展和國家經濟增長創造條件。

二、建議對氫燃料電池汽車發展給予更 多傾斜支持。從技術路線、發展階段、產業 現實需求和未來發展空間來看,鋰離子純電 動的技術不適合我國目前需要。單純依靠鋰 離子純電動的技術路線並不能滿足新能源汽 車全面替代傳統油車的長期發展戰略,特別 是中遠距離以及重載運輸的情況下,電池系 統與可再生能源的結合將是實現突破的關

鍵。因此,氫-電混合將是最為適合的技術 路線,必將在替代燃油汽車的細分市場戰略 中發揮主力作用。

建議國家在認真研究基礎上,在技術路線 選擇上向氫燃料電池汽車技術傾斜,給予更 多政策支持。在新能源汽車行業的造車新勢 力中,目前只有長江汽車一家明確把氫電增 程作為核心的技術路線,建議國家主管部門 對其給予更多關注和支持。

三、 為新能源汽車產業初期的發展創造 良好的輿論環境。發展新能源汽車是大勢所 趨,中國一路領跑。但是,新能源汽車發展 時間尚短,還需要社會各界和政府提供有力 的支持,共同促進產業的良性發展。

新能源汽車產業處於發展初期,特別是 2018年-2020年整個產業進入整合淘汰期。 今年7月以來,新興的新能源車企面臨的創 業與輿情環境比以往任何時期都更複雜、更 敏感。新媒體、網絡媒體對新興的造車新勢 力,出現了很多不理性、不寬容、片面、偏 頗的聲音,對企業發展帶來十分負面的影

建議引導相關媒體,對新能源汽車產業處 於發展初期出現的問題和困難採取理解、包 容的態度,愛護、支持、推動新技術、新經 濟的發展,多傳播新能源車企的好聲音、好 故事、好新聞,為企業和行業的發展和創新 提供一個寬鬆、和諧的環境和氛圍,共克時 艱,為新能源汽車行業度過難關、健康發 展、佔領全球技術高地打好基礎。

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。