

# 資本市場改革續推進 中長期利好港股

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

盤，分別下跌1.14%和上漲0.33%。

## 科创板助重望內地經濟增長

在上周舉行的第十一屆陸家嘴論壇開幕式上，中國證監會主席會滿宣佈科创板正式開板，內地資本市場將進入一個新的發展階段。筆者認為，在當前內地經濟轉型升級和中美貿易摩擦加劇的背景下，資本市場在推動內地經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，尤其是科创板更是肩負着內地科技創新和資本市場改革的重要職責。科创板的設立將增強內地資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸引力，有利於內地企業加大科技創新投入，全力搶佔全球新一輪產業發展制高點，重望內地經濟增長的引擎。

同時，證監會宣佈將陸續推出對外開放的九項務實舉措。其中，「全面推開H股全流

通改革」和「放開外資私募基金管理公司參與港股通交易的限制」兩項舉措對港股市場形成直接利好。H股全流通有助於提升相關H股上市公司的流動性，指數權重以及改善公司治理，從而提升公司估值水平，實現國有資產保值增值，助力國企改革。2018年年初，證監會宣佈開展H股全流通試點，首批試點3家企業已經順利完成存量股份全部在港交所上市流通的工作。H股上市公司全流通計劃全面實施，可實現其餘158家H股上市公司的股份進行全流通，估計將釋放H股未流通股等價值約2.2萬億港元，相當於目前香港股票市場總市值的7.1%。H股全流通將促使相關H股上市公司的管理層和大股東更加關注公司股價表現，更好地與公眾投資者進行溝通。未來，國企可以充分利用資本市場在投資與優化資源配置方面的功能，加快

推進重組整合、混改、集團資產注入、整體上市、引入戰略投資者以及股權激勵等改革措施，提高國企的資產運轉效率，真正從追求規模擴張向注重提升質量效益轉變，從粗放經營向集約經營轉變，從佔有更多資源向更好地優化配置資源轉變。

## H股全流通有望望內企來港

H股全流通將與「滬港通」和「深港通」產生協同效應，改善上市公司流動性及估值，有望吸引更多內地企業來港上市，進一步鞏固香港在全球資本市場中的領先地位，中長期利好港股市場。雖然近期海外投資者的悲觀情緒大幅上升，但在港股市場當前估值具吸引力以及人民幣匯率變化的背景下，5月南向資金實現淨流入202億元人民幣，高於4月淨流入的114億元人民

幣。截至2019年6月14日，本月南向資金實現淨流入130億元人民幣，今年南向資金累計淨流入519億元人民幣，同期北向資金累計淨流入790億元人民幣。自「滬港通」開通以來至2019年6月14日，南向資金累計淨流入7,275億元人民幣，同期北向資金累計淨流入7,476億元人民幣。

展望未來，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，隨着資本市場在推動內地經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，「滬港通」和「深港通」機制不斷完善，資本市場長期向好趨勢值得期待。

(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。)

# 全球聚焦各地央行議息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球市場目前最關注的就兩個焦點，中美貿易戰以及全球央行利率決定，對各類資產影響大。對於中美貿易戰，5月開始戰況升級，避險情緒升溫，風險資產受到不同程度的打擊，尤其是全球股市紛紛從高位回落，大宗商品包括油價和銅價亦受壓。

避險資產包括日圓和債券受到支持。美元兌日圓從112的高位回落，目前已經反覆考驗108的支持位。雖然暫時窄幅波動，但隨時可能增加波動。10年期美債收益率在去年11月見頂後，轉頭下跌，跌破不少重要支持位。進入今年以來，先是在2.6%至2.8%的區間震盪。5月加速回落，到本月已經跌至2.2%一線下方，短線暫時進入調整，但下跌的趨勢並沒有改變。而10年期和3個月期美債收益率倒掛情況持續，反映投資者繼續看淡美國經濟增長前景。除此之外，多國政府債息接近或已經創新低水平，如德國10年期國債收益率不斷創新低，跌破負0.25%水平。

對於貨幣政策，原本主要央行都在朝正常化的路徑前景，美聯儲則是領頭羊。但從去年最後一季開始，美聯儲便停下了加息的腳步，其他主要央行也下調了經濟預期。直到今年，中美貿易戰再度升溫，經濟增長放緩的擔憂加深，新

西蘭在本月初宣佈自2016年11月以來首次降息，是首個降息的發達國家。隨後冰島亦跟隨下調基準利率50個基點，同時警告當前經濟可能收縮，而六個月前，決策者們還在調利率。澳大利亞央行在本月初終於採取行動，宣布降息25個基點，為歷史最低水平，是2016年8月來首次降息。

## 美聯儲放風或減息

此外，智利央行亦意外宣佈減息50點子，是十年來最大的一次降息。印度央行則宣佈了今年來第三次降息，並暗示未來繼續保持寬鬆政策。如此一來，投資者不禁猜測是否會有更多央行跟隨降息的步伐，而其中屬美聯儲的行動最受關注。

新的一周，不少主要央行將召開議息會議。美聯儲是否會對未來政策鋪路，對經濟前景的預測，需要密切留意。近期，在美聯儲官員表態鴿派，非農和通脹數據疲弱，美



投資者需密切留意美聯儲會否對未來政策鋪路。圖為美聯儲主席鮑威爾。路透社

聯儲在短期採取減息行動的概率加深。目前7月減息概率升至八成，9月減息概率保持在九成之上。只是美聯儲真的否會在短期內宣佈減息，仍持觀望態度，還未到百分百絕對之時。

## 金價動能明顯增強

美匯指數在5月底6月初因減息預期而大幅回落，一度考驗上行趨勢的支持位，好在仍能守穩。上周五零售銷售雖然不及預期，但4月數據向上修訂，美匯指數走高，升0.58%至97.572，全周共漲1.06%，重返50

日線。金價從5月底開始動能明顯增強，重返1,300美元之上，上周五，金價甚至一度突破1,350美元，不過很快收窄漲幅，最終未能真的突破，但也連漲四周，走勢強勁。

此外，歐央行或繼續推動刺激經濟的措施，畢竟歐區經濟至今看不到持續增長。歐央行行長德拉吉的態度需要關注，看是否有明確的政策前瞻。英國和日本等國也將宣佈利率決定，按兵不動是大概率。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

# 內外壓力較大 估值相對安全

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周美國的經濟數據較為穩定，美聯儲也沒有政策表態。美元利率略有下行，短期利率下行較多，收益率曲線倒掛程度進一步好轉，通脹指數國債利率也有反彈，市場對於美國經濟的信心略有恢復。美元匯率也有反彈，美元兌人民幣匯率略有所下降，整體來說人民幣匯率仍是較為穩定的。

人行上周淨投放了資金，經濟數據也確認了內地經濟的降溫，但CPI上升制約內地貨幣政策的空間，人民幣國債利率整體還有所上升，與美元的利差持續拉大。港幣利率上升升幅大幅增加，多數期限的HIBOR已經高於美元LIBOR的水平，這顯示外部資金流入香港有所減少，港幣匯率也因此大幅上升。

## 美元利率推高全球股市

美元利率的持續下行，進一步推高了全球的股市，MSCI發達與新興市場分別上行1.27%和1.23%。雖然近期伊朗局勢持續緊張，能源板塊仍表現最差。石油價格也有所下行，顯示了對於能源預測仍在弱化。港股上周開始大幅上漲，之後則有較大下跌，全周恒生指數小幅上行0.57%。隨着市場的較大波動，港股交易額從低位環比增加11%。港股通與滬深股通交易額也有回升，上周資金繼續大規模北上，淨買入上升到132億元的近期較高水平。A股在前周創出近期的新低後，上周有所反彈，之前下跌較多的高估值股票的反彈略多。日均交易額也有回升，大盤股的交易額上升更多，市場資金仍主要流向大盤股。A股上周所有一級行業都有所上漲，飲料與稀土板塊表現較好。

## 內地下季經濟難以回升

因為內外部原因，內地經濟在5月繼續降溫，但因為CPI維持在高位，貨幣政策空間受限，而財政政策重要性將明顯上升，近期專項債的政策就有所體現。財政政策難以帶來流動性的明顯擴張，A股的估值也難有明顯的上行，上周A股表現超跌反彈的色彩較重。港股方面，上周的反彈主要是跟隨全球市場，美元利率的下行對其估值是相對有利的，但因為近期港幣持續利率上升，資金面明顯收緊，也使得港股估值也難有上行空間。在基本方面，即使出刺激政策，內地經濟未來1個季度也難有明顯回升，公司業績也難有明顯表現。不過，A股的大盤股與港股的估值水平已經較低，在不出現重大利空時，估值的下行空間十分有限。中美貿易爭端上周仍未有緩解的跡象，中美首腦在G20上的會晤仍不確定，即使雙方見面，預計也難以取得實際成果。如果好於這一預期，市場將會有較為正面的反應。



港股通與滬深股通上周交易額回升，淨買入上升到132億元的近期較高水平。資料圖片

# 通脹平穩上行 貨幣政策仍存空間

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

5月CPI同比增2.7%，漲幅較4月增加0.2個百分點，符合預期。翹尾因素貢獻1.5個百分點，新漲價因素貢獻1.2個百分點。鮮果和豬肉是推升5月CPI的主要原因。5月食品價格同比上漲7.7%。其中，由於供應減少，鮮果價格處於歷史高位，同比上漲26.7%，影響CPI上漲約0.48個百分點；豬肉價格上漲18.2%，影響CPI上漲約0.38個百分點。而鮮菜大量上市，價格漲幅比4月回落4.1個百分點至13.3%，影響CPI上漲約0.31個百分點。5月非食品價格同比上漲1.6%，較4月略降

0.1個百分點。其中，受成品油調價等因素影響，交通和通信價格同比下降0.9%。

## 全年通脹料維持3%內

5月PPI同比上漲0.6%，漲幅較4月回落0.3個百分點，符合預期。翹尾因素影響約為0.6%，新漲價因素影響約為0%。

其中，生產資料價格同比上漲0.6%，漲幅比4月回落0.3個百分點；生活資料價格同比上漲0.9%，漲幅與4月相同。5月中下旬原油等大宗商品價格高位回落，疊加5月開

始基數逐漸走高，PPI同比或繼續走弱。

筆者認為，通脹數據雖然持續上行，但未來上漲空間受限，總體壓力可控。原因在於：一是豬肉價格漲幅不及預期，受天氣變換等因素影響，消費需求減弱，5月豬肉平均批發價為每公斤20.59元，環比增速降至1.4%，同比雖然達到28.9%，但漲幅出現放緩；二是水果價格難以顯著抬升通脹壓力。鮮果分項佔CPI的比重非常低，且隨着後期新鮮水果上市，供給短缺的狀況或逐漸緩解，水果價格有望趨

於穩定。預計年中和年末個別月份的CPI增速有接近甚至超過3%的可能，但全年通脹大概率在3%以內。

年內通脹溫和或將為貨幣政策提供空間。由於外部環境複雜多變，內地經濟面臨較大的下行壓力。貨幣政策將保持鬆緊適度，及時預調微調，保持流動性合理充裕和市場利率水平合理穩定。本周央行對錦州銀行等風險較高的中小銀行發行同業存單提供信用增進，預計後續或出更多貨幣政策措，加大逆周期調節力度。

# 美國市場疲弱但潛藏機遇

Liz Ann Sonders、Jeffrey Kleintop、Brad Sorensen 嘉信理財

隨着中美貿易糾紛持續升溫和市場對經濟增長的憂慮加深，美國股市於5月回調約7%至10%。經過6月初從低位的強勁反彈後，現時的問題在於美國市場會否出現更大的跌幅？

我們不試圖猜測美國股市每次短期走勢的頂點或底點，不過我們憂慮部分令美國市場波動的問題可能會惡化。首先，美國正考慮對美國公司進口的其餘約3,250億美元中國商品加徵關稅，此舉將進一步加劇中美貿易糾紛。此外，美國近期與歐洲的貿易談判不進反退，加上美國威脅對所有墨西哥進口商品加徵關稅，無疑令全球貿易戰再進一步惡化。由於關稅的影響越來越大，而全球經濟增長疲弱，導致標普500指數第二季的盈利預測遭下調；Refinitiv數據顯示企業盈利預測按年下滑。此外，隨着認受性頗高、被視為經濟衰退預測指標的季息曲線再次倒

掛，這為現況響起了警號。

## 中美貿易局勢反彈

雖然局勢發展相對嚴峻，但我們並不建議投資者目前離場。5月出現的沽售壓力，有助對4月底股市創新高所出現的市場過度樂觀情緒降溫，並為6月初以來的反彈造就機會。投資者樂觀情緒有可能會進一步降溫，特別是近期的反彈或會帶動投資者情緒逆轉，為可持續的上升趨勢創造條件。不過，會有其他因素促使市場出現長久的反彈嗎？我們已經觀察到市場對中美貿易局勢看法出現急劇轉變的跡象，而這些跡象相信將再出現。倘若中美貿易局勢發展能為市場帶來驚喜，那將可為經濟帶來更持續的反彈。此外，投資者必須緊記股票市場屬前瞻性機制，本季的企業盈利表現及美國經濟疲弱等因素已大部分反映在股價上。我們仍然認為

目前的風險大致平衡，投資者應繼續保持長期股票配置的相若水平，並在必要時果斷減倉。在股市方面，我們繼續看好美國大型股，原因是小型股的盈利前景較為暗淡，而債務水平遠高於前者。

## 關注經濟數據走勢

上述提到，美國股市似乎已反映了第二季經濟疲弱，但美國經濟數據對未來幾季的走勢又有何預示呢？美國第一季的實際國內生產總值(GDP)增長了3.1%，雖然數字看似健康，但受到庫存和淨貿易額的影響，兩者情況在第二季似乎正在逆轉。在中美貿易局勢缺乏主要降溫因素下，經濟風險呈現下行趨勢。美國製造業多項調查亦見跌勢，繼Markit進行的採購經理指數大幅走弱後，再有供應管理學會(ISM)的製造業指數錄得疲弱表現。雖然ISM非製造業數據轉勢微

升，但從Markit服務業指數所見，服務業亦受到某程度上波及。目前，上述指標均反映經濟持續增長，但市場仍需要密切留意整體經濟會否出現惡化。

美國消費者信心指數於5月的數據出現驚喜反彈(雖然數據可能並未反映最近中美貿易戰升級和其後的股市調整)，而首次申請失業救濟人數在經過短暫上升後，仍處於歷史低位。

## 美聯儲暫緩加息

雖然美國聯儲局主席鮑威爾於近期講話中維持鴿派立場，表示當局關注中美貿易局勢的升溫，並將會「適時」採取行動以維持經濟增長，但自1月以來的複雜經濟形勢導致聯儲局持續暫緩加息。現時美國市場表現已反映了年底前會有近90%機會進行兩次減息，但聯儲局最近的評論並沒有印證這種極端鴿派的想法。美國市場或聯儲局很有可能

會被迫調整其立場，並有機會在過程中為股市帶來更大的波動。

美國和歐洲消費者信心指數於1989年至1990年、1999年至2000年及2007年間都曾見頂，這些時期都是全球經濟處於衰退的前夕。近日，歐洲的經濟衰退情況或會出現逆轉，令消費者信心再度攀升，甚至高於2018年當時經濟周期的高位，但對於全球經濟而言，隨着消費者信心高位已接近或高於之前經濟周期見頂的水平，情況的確令人憂慮。

我們不加以揣測持續的中美貿易糾紛會有什麼最終結果，但我們更加憂慮企業信心一旦受挫，其負面影響或將蔓延至消費者信心指數以及其他經濟數據。倘若中美貿易談判取得較好結果，或將可延長這輪和下輪的經濟周期距離，推遲下次經濟衰退來臨。與此同時，我們建議投資者保持相對中性取態，維持長期資產配置水平，並在需要時果斷重新平衡配置。

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。