

美7月降息基本成定局 利提升風險偏好

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，A股市場共有22隻新股進行密集申購，其中21家為科創板公司，新股申購數量創歷史紀錄，對投資者短期風險偏好產生一定影響。同時，美聯儲主席釋放強烈鴿派信號，7月降息基本已成定局。回顧上周行情，恒生指數下跌1.05%，收於28,472點，國企指數下跌0.98%，收於10,788點，港股日均成交金額為680.4億港元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣35億元。

科創板新股估值顯著較高

行業板塊方面，除能源業上漲以外，上周其他板塊均下跌。其中，消費品製造業下跌2.79%，表現最差，主要由於汽車銷售持續疲弱導致汽車股下跌拖累板塊表現；資訊科技業和原材料業也表現較差，分別下跌2.28%和2.15%；能源業上漲0.18%，表現

最好，主要是受近期國際原油價格反彈的利好因素影響；消費者服務業和公用事業表現也好於大盤表現，僅下跌0.45%和0.73%。

科創板首批25家公司發行市盈率顯著高於A股其他板塊新股。2019年以來，科創板各項準備工作快速推進。從3月28日上交所科創板電子申報系統正式對外受理項目的申報，到科創板首批25家公司將於7月22日集中上市，僅歷時4個月。科創板上市定價採用市場化方式。數據顯示，科創板首批25家公司發行市盈率最高的為170.8倍，最低的為18.2倍，平均發行市盈率为49.2倍，發行市盈率顯著高於A股其他板塊新股。

目前，A股其他板塊公司發行價市盈率不得超過23倍，並且不能超過同業平均市盈率，而科創板公司發行價不設限制，建立以機構投資者為主的詢價、定價、配售機

制。據測算，科創板首批25家公司的實際募資金額合計370.17億元，高於原先預期的總體募資金額310.89億元。在科創板首批25家公司中，有21家公司實現超募，其中2家公司的超募率超過100%，6家公司的超募率在50%-100%之間，7家公司的超募率在20%-49%之間。

投資者應研判長期投資價值

科創板公司具有高成长性、高風險性、高回報性，如何對科創板公司進行合理估值成為資本市場的一個難題，疊加科創板板塊交易限制有所放寬，科創板股票的波動幅度或將加大，投資者應重點研判科創板公司的長期投資價值。科創板股票漲跌幅限制比A股其他板塊有所擴大。

對於A股其他板塊股票，上市首日漲跌幅

限制分別分為兩檔，每次20%為限，第2個交易日開始漲跌幅限制為10%；對於科創板股票，上市前5個交易日不設漲跌幅限制，第6個交易日開始漲跌幅限制為20%。科創板投資門檻較高，科創板個人投資者需滿足資產不少於50萬元、交易經驗滿兩年的適當性要求。目前符合適當性要求的投資者戶數約有320萬戶，佔現有A股市場全部投資者的2.6%。

截至2019年7月12日，上交所科創板已受理148家企業的上市申請，其中122家已收到問詢。根據證監會行業分類，在已申報147家企業中，計算機、通信和其他電子設備製造業，專用設備製造業和軟件和信息技術服務業的申報企業數量較多，分別為29、28及27家。從地區分佈上來看，北京、江蘇和上海的申報企業數量多，分別為30、25及25

家。

減息利好股票等風險資產

上周，鮑威爾在出席美國國會聽證會時表示，2季度美國經濟活動溫和增長，商業投資增長有所放緩，貿易摩擦的不確定性以及對全球經濟增長放緩的擔憂將繼續對美國經濟活動和前景構成威脅，而且通脹疲軟持續的時間可能比美聯儲之前預期的更長，美聯儲將會採取適當的行動來保持經濟擴張，這釋放出強烈的降息信號，美聯儲7月降息基本已成定局，從而有利於提升投資者風險偏好，利好股票等風險資產。

本文為筆者個人觀點，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。

美經濟數據樂觀 月底減息預期仍高

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

雖然非農數據公佈後，上周CPI和PPI表現強勁，美聯儲官員意見並非統一，但投資者對於減息預期仍然高漲，7月減息概率仍是100%。美股表現相當強勁，但黃金漲幅暫時有限。

”

在

上一次的議息會議之後，鮑威爾雖然給減息開了一扇門，市場預期也隨之升至100%。隨後，小非農疲弱，投資者對的非農數據預期不高，但最終結果是，非農的確意外強勁，這讓原本對降息非常確定的投資者開始動搖。7月減息預期也曾跌至100%以下，美股從高位回落，美元作出反彈，10年期美債收益率反彈，金價回吐漲幅。上周另外兩個重磅數據出爐也是樂觀。六月剔除食品和能源價格的核心消費者物價指數，漲幅為2018年1月以來最高，和去年同期相比則上漲2.1%，好於預期。此外，6月PPI按年上升1.7%，亦好於預期。

恐高聲音不斷 美股仍破頂

單看經濟數據，勞動力市場持續強勁，經濟活動溫和增長，的確沒有立馬行動的必要。但美聯儲已經開始為未來政策留有空間，上一次會議刪除了自今年1月開始

使用的保持耐心措辭，會密切關注未來經濟前景，並採取適當行動支持經濟擴張。市場解讀這個信號為非常鴿派，認為7月減息就在眼前。即便是之後非農和通脹數據樂觀，這樣的預期也沒有受到太大影響。

雖然恐高的聲音不斷，但美股目前還是維持升勢，尤其是中美重啟貿易談判，美聯儲減息預期升溫，更是給美股帶來支持，三大股指已經再次一度創出新高。道指在六月初兩萬五的下方，一路走高，上半年共累計了14%的漲幅，上周五已經突破兩萬七，高見27,333點。納指在六月很快收復了失地，上半年共上漲兩成，上周五高見8,245點。標普更是表現強勁，上周連續創歷史新高，上周五突破三千關口。

非農數據強勁 美債息反彈

美匯指數在6月尾已經因為減息預期而



美國近期重點經營數據表現良好，讓原本對美聯儲本月降息非常確定的投資者開始動搖，但降息可能性仍然高。

跌至96水平，7月開始有所反彈，直到非農後才動能急升，突破97關口，升穿50日線，曾高見97.588，但上周又重新回吐漲幅，跌破50、100日線，上周五曾跌穿200日線，低見96.722，最終失守97。雖然減息預期升溫，但美匯指數回吐空間暫時有限，料短線96水平仍有支持，畢竟相對於其他國家，美國經濟仍有優勢，美元資產仍然吸引。10年期美債收益率在非農數據後作出反彈，不但站上2%一線，上周四大漲3.7%，最終全周收漲4.33%，連升第二周，短線阻力在50日線。

黃金在6月表現非常強勁，累積了近8%的漲幅，主要受到美聯儲減息預期的

刺激，金價更是在6月底站上1,400美元。但從6月底起，以上行動能明顯減弱，保持在高位震盪。

黃金圍繞1400美元震盪

一方面是消化前期短線積聚的漲幅，一方面是在等待更多美聯儲和經濟數據方面的信號。目前整體繼續圍繞1,400美元來回上落，近期獲得的動能有限，暫時沒有更大的利好支持，只能等待月底美聯儲確切的行動，給黃金指明方向，要進一步走高還需更多美聯儲進一步寬鬆的消息。（筆者為證監會持牌人士，並無持有或出售股份之財務權益。）

中國經濟步入「壓力測試」下半場

工銀國際研究部

「躬履艱難而節乃見。」2019年二季度，外部貿易博弈風險一度急遽上升，並與內部金融供給側改革的階段性陣痛產生共振，對中國經濟構成「壓力測試」。根據國家統計局最新數據，二季度中國經濟增速為6.2%，較前值有所下滑，但是仍位於目標區間的中樞水平。展望三季度，中國經濟將繼續作答「壓力測試」的下半場。一方面，內部需求的不足將取代表外部博弈的衝擊，成為下半場中國經濟「穩增長」的首要挑戰。

另一方面，通脹壓力的大概率下行，以及消費引擎的可能回暖，也有望為激活內

生增長動力提供新契機。針對這一格局，利用政策空間的改善，貨幣政策重心預計將從「總量功能」轉移至「結構功能」，財政政策亦將持續發力。有鑒於此，我們認為，三季度中國經濟將進一步呈現內斂化發展趨勢，增長表現有望保持平穩，「大消費」的價值主線料將進一步凸顯，並提速向資本市場映射。

兩個變化鞏固增長韌性

面對內部挑戰，以下兩方面的新變化有望鞏固中國經濟的內生增長韌性，促使其趨向新穩態。第一，通脹邊際下行。二季

度，「豬周期」來勢洶洶，疊加水果價格急速衝頂，一度造成了「滯漲」之憂。三季度，雖然豬價仍將繼續發力，但是三大因素有望削弱CPI上漲動能。其一，隨着本輪增值稅減稅在下半年進入紅利釋放期，其對消費者的「降價效應」有望加速顯現。

據我們此前測算，本次增值稅減稅紅利中有51%將轉化為消費者福利，並通過市場競爭下的商品價格下降體現出來，有望拉低CPI同比增速約為0.61個百分點。其二，由於夏季水果供給將趨於充沛，水果價格對通脹的季節性刺激將逐步轉弱。其三，得益於貿易博弈避免了進一

步升級，因此輸入性通脹壓力不會失控，而隨着人民幣匯率走出二季度的低谷，匯率傳遞效應也有利於抑制通脹上行。因此，我們維持此前預判，即今年2-4季度CPI同比增速的中樞水平將依次呈現「升、降、穩」的走勢。

第二，消費溫和抬升。至7月初，中國股市年內累計收益率有所反彈，「財富效應」料將有所修復，預計將與國內增值稅減稅的「降價效應」產生共振，提升居民消費能力。由此，消費傾向和消費能力的同步改善有望對居民消費發揮穩定作用。（本文有刪節）

六月深圳住宅地熱賣啟示

張宏業 特許測評師、中國房地產估價師

1987年，深圳市進行中國土地拍賣的著名「第一槌」。不過，自從2016年，深圳拍賣連續締造了不少「地王」後，市政府實施一系列土地/房產價值管制措施，深圳土地拍賣市場轉趨沉寂。

步入豬年，受到國內外經濟因素的各樣影響，深圳政府決定於上半年結束前，密集式推售五幅住宅和多幅工業用地，以滿足市場對創新/創科企業的產業需求和新舊居民對人才房、出租房和商品房的住房需求，堪稱是今輪土地連珠拍賣的得益者。

6月土地拍賣會一舉推5地

今年6月24日，深圳市場迎來1場5宗住宅用地使用權的拍賣爭奪戰！此次深圳出讓地塊的限制條件較多，而且所建住宅還將被限售3年。本次出讓宗地建設普通商品住房，還需配建只租不售的人才住房。掛牌出讓方式是採用所謂「單限雙競」，即是最高成交地價、競投成交價及人才住房面積。中標者必須付出最高成交地價和最大人才住房面積。其實上述兩者的對沖的因素，因為越

建人才房面積，則越少剩餘商品房面積供3年後出售，直接地拉高商品住房的樓面地價成本。

根據內地媒體的綜合報導，超過70家房企到場，全場舉牌約340次，成交總價高達224億元（人民幣，下同），相比起拍賣154億元，溢價率達45%。據不完全統計，參與競拍的房企中，包括多間香港上市內房企如中海、龍光、華潤、佳兆業、碧桂園、中國金茂、深業、越秀地產，還有不少的A股企業，包括萬科、招商蛇口、中國電建、華僑城、保利、平安、金融街等等。參與踴躍情形是空前、舉投次數是罕有、人才房面積是可喜的。

人才房做法值得港府借鏡

面對着中美貿易戰的經濟影響陸續浮現，深圳面臨經濟增長的放緩。飽受美國政府關稅和禁售的衝擊，深圳的高新科技/電子/

電訊企業經營困難，直接減少市政府企業稅收，並且降低整個經濟體GDP增長率。通過住宅土地的拍賣，深圳市政府既可立刻收納224億元的稅收，並可將25萬平方米的人才房任務輕易地交付5個實力雄厚的開發商。人才房的持續建立是可以穩定租售市場也是吸引外地高端人才持續跨進深圳的重要工具。深圳市府確實是贏了漂亮一仗，是值得香港政府借鏡和學習的。尤其是在同一土地上如何照顧私人和公屋的需求。

轉入分析拍賣結果！五幅土地分別歸納為四個片區：寶安區尖崗山地段、龍華區上塘地段、光明區的大第地段和政府地段及坪山區的地塊。尖崗山地段被廣州越秀地產以59.08億元拿下，實際可售樓面地價約6.68萬元/平方米，高於寶安片區中原成交二手樓均價，但已大幅低於2015年泰禾集團近8萬元/平方米的地王樓面地價。這宗成交有利於泰禾土地的價格合理化，有助於確立尖崗山板塊的市場房價。

素來是深圳造地王的高手——龍光地產又再下一城，以較高的人才房面積和總價65.85

億元取得龍華上塘地塊。該地塊的實際可售樓面地價約6.7萬/平方米，也是遠高於最新中原二手房同區的均價。這次的成功獲地正是龍光集團連珠發炮的第四響，自從2014年到2016年三次以刷新龍華區樓面地價後，今輪又一力作一舉打破該區最高板塊的地價紀錄，其鍾意當片區的心態「表露無遺」。

餘下3宗地分別被中海以總價54.08億元（光明大業地塊），以總價20.12億被電建地產（光明政府地塊）和以總價24.71億元被平安不動產（坪山地塊）拿下，其分別實際可售樓面地價約4萬元/平方米，4.3萬元/平方米和2.42萬元/平方米，前兩者都是跟光明二手房均價相近和最後者則較坪山二手房均價有較合理折讓。

總括來說，這5塊土地的成交樓面價格大多高於或相等同區房價，現在可計算利潤不高，只待樓價未來的升幅。市場的即時反應是當區的一手和二手業主都嘗試加價起售，創造深圳房價再上的動力。市場吸納能力是決定深圳樓價可否再升，但肯定是下調壓力已大幅沖淡。

土地熱賣助力穩定市場

自從步入豬年後，深圳市場進入商品住房的小陽春市道，連續3月至4月份都有着高量的成交表現，但是隨着5月中美貿易戰升溫，深圳市新型企業面對經營的困難情況，樓市小陽春「戛然而止」。今輪土地熱賣是有助市府擴闊稅收源頭，積極推進企業減稅措施，並且推行人才房的未來興建，對整體深圳經濟和住房市場都有着穩定作用。

深圳市仍然有序地向多元化的國際大都市進發，是得力於市政府高效率、具彈性、多元化的管理方法，這是應該值得香港政府研究的。既在保持應有私人樓價水平，也應興建大量出租房和公屋房給較低收入人士，才令經濟持續發展，留住人才，社會和諧。

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。