

政治局會議釋穩增長政策將續發力信號

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，政治局會議釋放穩增長政策將繼續發力的積極信號，但投資者對中美貿易政策不確定性和貿易摩擦升級的預期突然升溫，市場避險情緒明顯上升，疊加美聯儲防禦性降息令投資者失望，港股市場面臨較大下行壓力。回顧上周行情，恒生指數跌5.21%，收於26,919點，國企指數跌4.65%，收於10,349點，港股日均成交量為769.8億港元，較前周有所上漲，南向資金淨流入79億元人民幣。

行業板塊方面，上周所有板塊均下跌。其中，主要由於地緣政治風險升溫對零售和服務業產生一定負面影響，消費者服務業表現最差，下跌6.87%；原材料業和地產建築業表現也較差，分別下跌6.34%和6.20%；防禦類的公用事業受益於投資者避險需求上升，下跌0.86%，表現相對最好；此外，電訊業下跌3.37%，資訊科技業下跌4.00%，

表現均好於大盤。

7月底召開的政治局會議釋放穩增長政策將繼續發力的積極信號。由於第一季度中國經濟運行開局良好，4月召開的政治局會議內容沒有再提「六穩」（穩就業、穩金融、穩外資、穩投資、穩預期），而且釋放出貨幣政策將進入觀察期的信號。

會議提出「國內經濟下行壓力加大」，表明決策者認為當前經濟形勢相對於一季度已經發生了較大變化，我國經濟發展面臨新的風險挑戰，宏觀政策將再次回到「六穩」的基調，要穩定製造業投資，實施城鎮老舊小區改造、城市停車場、城鄉冷鏈物流設施建設等補短板工程，加快推進信息網絡等新型基礎設施建設；本次政治局會議沒有提及去槓桿，但強調要加快「殭屍企業」出清以及把握好風險處置節奏和力度，表明政策基調轉向穩槓桿；本次會議提出要深挖國內需求

潛力，拓展擴大最終需求，有效啟動農村市場，多用改革辦法擴大消費，表明在當前中國經濟轉型升級和中美貿易摩擦存在較大不確定性的背景下，未來內需對經濟增長的作用將處於更加突出的位置。

房地產調控政策續收緊

本次政治局會議提出「貨幣政策要緊縮適度，保持流動性合理充裕」，表明貨幣政策基調或將從「觀察期」再次轉向「適度寬鬆」，尤其是要重點支持對製造業和民營企業的中長期融資。

不過，隨著2018年底以來貨幣政策有所放鬆，部分熱點城市房地產價格呈現再度上漲跡象，本次政治局會議再次強調「房住不炒」而且首次提及「不將房地產作為短期刺激經濟的手段」，表明決策層對抑制房價上漲的態度較為堅決，房地產調控政策繼續收

緊。本次政治局會議再提科創板，體現了中央決策層對科技創新和資本市場深化改革的高度重視。中國經濟平穩轉型需依賴結構化改革和科技創新，科創板的設立將增強中國內地資本市場對高科技初創企業和成長型企業的吸收力，有利於中國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，重振中國經濟增長的引擎。未來科學技術將越來越多的推動經濟社會發展，創新驅動是大勢所趨。科創板在為科創企業提供長期融資支持的同時，也為投資者增加了新的投資機遇，令投資者可以分享優質科技創新企業的發展紅利。

不確定性多 增港股波動

隨著未來資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，

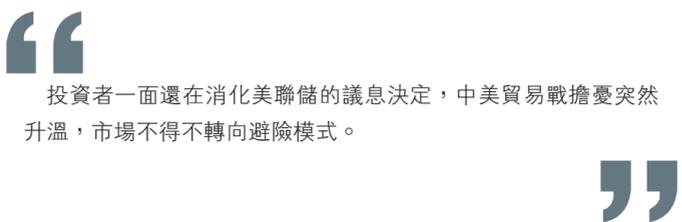
「滬港通」和「深港通」機制不斷完善，資本市場長期向好趨勢值得期待，而內地與香港股市互聯互通是香港市場在價值重估的主要動力和催化劑。筆者注意到，雖然近期海外投資者的悲觀情緒大幅上升，但在港股市場當前估值具吸引力的背景下，過去幾個月南向資金持續實現淨流入。在目前香港股票市場估值相對較低及內地居民全球資產配置需求日益上升的背景下，未來內地投資者對香港上市股票的需求（通過南向交易）將繼續上升。不過，中美貿易摩擦仍充滿複雜性、反覆性和長期性，疊加地緣政治風險升溫，可能會持續影響投資者的風險偏好，港股市場或將繼續大幅波動。

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。

全球市場再進入避險模式

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



投資者一面還在消化美聯儲的議息決定，中美貿易戰擔憂突然升溫，市場不得不轉向避險模式。

雖然投資者對於中美貿易談判都有心理預期，目前正在進行談判，很多分歧短期內不容易解決，但也沒想到特朗普會突然宣佈向餘下中國價值3,000億美元的進口貨品加徵10%的關稅，隨後還在記者會上表示不排除逐步調高有關稅率至25%，或者更高水平的可能性，中方也很快表態將報復。雙方關係惡化，擔憂情緒再度蔓延，擔心不只影響到兩國，還將擴大到全球範圍。恐慌指數VIX在上周連漲四日，上周五一度突破20水平，雖然最終收跌，但全周還是累積44.82%的漲幅。

美9月減息預期升至100%

不僅如此，雖然上周美聯儲的態度不及預期鴿派，鮑威爾表示這僅屬中期調節，不代表寬鬆周期已啟動。但中美貿易戰全面升級，投資者重新預期美聯儲或不得不繼續減息，應對經濟下行風險，9月減息預期升至100%。

避險資產續獲資金追捧

如此一來，新的一週避險資產將繼續獲得支持。首當其衝的是黃金和日圓。金價在沒有更多鴿派信號下，獲利回吐壓力增加，很快穿10、5和20日線，千四水平支持面對考驗。但在避險情緒帶動下，金價獲得資金追捧，今日一早就突破了1,450美元一線，同樣反彈的還有白銀，再度挑戰16.5美元一線。金銀在短線料仍有上漲空間。

避險貨幣日圓大幅走高。原本美元兌日圓原本在108附近震盪，上周四開始大幅下跌，今早更一度跌破106一線，短線更有新低可期。10年期美債收益率同樣加速回落，跌破2%後今早又市受1.8%一線，不斷創出新低，恐怕仍將下探。

另一邊廂，風險資產面對壓力。上周尾美股已經從高位回落，回吐了近日的漲幅。香港股市同樣面對壓力，在上周五裂口低開並失守兩萬七一線，本周一更是將重心直接下移至兩萬六一線，低見



■恐慌指數VIX在上周累升44.82%的漲幅，反映恐慌情緒正蔓延市場。 法新社

26,086.86。除了中美貿易談判，本港政治事件也影響到資本市場，短線見不到什麼利好消息，兩萬六支持恐怕難保。

貿戰拖累經濟擔憂升溫

周一人民幣的表現受到高度關注，突然破七。離岸人民幣一早低見7.1114，在岸人民幣已經跌破7.03。投資者對貿易戰對經濟的影響相當擔憂。內地股市也面對壓力，滬指已經連續下跌四日，短線或繼續測試2,800點的支持，需要更多調整。

中美貿易戰也從需求端影響到大宗商品的表現。倫銅一直在區間震盪，近期主要

在5,800至6,000美元區間內運行，但上周五進一步擴大跌幅，不但失守區間支持，更低見5,718.5美元，連跌第二周，有再下探的空間。油價雖然有沙特和俄羅斯表示維持減產，而從供應端支持油價，但需求擔憂仍是近期油價始終無法有大幅上漲空間的主要因素。

看後市，中美貿易談判不明朗因素牽動各類資產的神經，市場波動還將擴大，投資者會更多的選擇避險資產，在局勢沒有明顯改善前，質重倉博反彈是不理智的。（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益。）

人幣「破7」之後 三大因素成航標

程實、王宇哲、錢智俊 工銀國際

「石可破也，而不可奪堅。」2019年8月5日，美元兌人民幣匯率驟然波動，離岸、在岸價格均小幅升破「7」這一整數關口。「破7」之後，固然是牽一髮而動全身的紛繁變局。但是變局之中，依然可以尋覓到巋然不動的三大核心特徵，進而為前瞻匯率走勢提供可靠航標。

新匯率底線有望漸浮現

第一，「破7」之後，底線猶存。本次「破7」不是預期驅動的「心魔」兌現，而是基本面驅動的順勢調整，具有自我穩定的能力。通過一系列雙向波動，新的匯率底線有望漸次浮現。第二，「破7」之後，博弈延續。中美貿易博弈長期路徑的選擇，將深刻重塑匯率的運行情景和均衡位置。如果博弈長期化但不極端化，則人

民幣匯率有望維持長期穩態。第三，「破7」之後，邏輯不改。立足於近年治理經驗和未來國際環境，中國央行匯率政策和貨幣政策的核心邏輯不會動搖，外部的預期管理和內部的「穩增長」加碼將雙管齊下。

有鑒於此，「破7」之後，人民幣匯率料將平穩調整至合理均衡位置，適度的匯率雙向波動亦將有助於鞏固中國經濟的增長韌性。

811匯改至今，人民幣匯率「破7」的壓力經歷幾番漲落，多次成為市場「心魔」。當前，人民幣匯率平穩「破7」，是否意味著「心魔」兌現？我們認為，新舊兩種「破7」壓力在成因上截然不同，也決定了兩者後續影響的本質區別。對於2016-2018年而言，「破7」壓力由市場

非理性預期驅動，具有自我擴散的特徵。從成因上看，市場單邊貶值預期通過「羊群效應」不斷循環放大，做空力量急遽高漲。這表現為，在2016年年末、2018年年末，離岸人民幣匯率的「遠期-即期」價差均出現了急遽衝高。

從結果上看，在狂熱的非理性情緒之下，「7」這一整數位客觀上成為了最後的心理底線，一旦突破，後續將很難形成新防線，市場預期將趨於失控。因此，在這一階段，人民幣匯率長期堅守了這一整數關口。

但是，與以往不同，當前的人民幣匯率「破7」壓力是由經濟基本面驅動的，具有自我穩定的能力。從成因上看，全球貿易博弈的持續升級客觀上導致中國經濟多維承壓。居於調節經濟內外均

衡的功能本位，匯率的適時調整勢在必然。

貨幣政策料加碼「穩增長」

由於政策邏輯並未動搖，以此展望未來，中國央行料將堅持兩方面的政策立場。其一，對外而言，匯率政策着力將貶值預期控制在合理範圍，持續抑制做空人民幣的投機行為，促使匯率穩健地向均衡水平調節。這將保持「破7」後人民幣匯率的調整繼續由基本面驅動，而非重蹈「貶值心魔」的舊路。

其二，對內而言，貨幣政策將堅持「以我為主」。為消解貿易摩擦升級的衝擊，貨幣政策有望進一步加碼「穩增長」，定向降準和調降OMO、MLF利率將值得期待。（節錄）

大灣區樓市回顧系列：下半年澳門樓市穩中偏旺

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

大灣區樓市回顧系列談到澳門。據澳門財政局最新公佈的數字，6月共錄得811宗成交，較五月1,025宗減少21%，累積第二季共錄2,623宗，較首季1,297宗則增加102%。今年上半年合共3,920宗成交，但較2018年上半年的旺市共6,790宗，則大跌42%。

經濟動力足推升樓價

如果再走前一點，2017年和2018年全年住宅成交量都維持在10,500宗左右。即是說如果今年住宅量要維持過去二年水平，則下半年要有6,580宗成交，這個數字大約等於2018年上半年水平，看來達標機率不會太高。話需如此，2019年第二季樓市有轉旺跡象，又加上下半年還有些一手盤陸續登場，預料暑假過後九月份起當地住宅市場轉旺，19年全年住宅成交量可望離開10,500宗數目不會太遠。

至於樓價方面，自從2017年起，澳門整體

樓價水平維持上升軌道。如果把整年成交量額除以成交數，2017年和2018年樓價平均成交單價分別是100,402和111,171元/米，而2019年上半年成交單價也達109,545元/米，整體向上的勢頭是可以確立的。澳門樓價仍然繼續向好，主要是得力於本地經濟情況仍具上升動力，當新任特首走馬上任後，首要任務是啟發多元經濟發展動力，使澳門經濟保持旺盛。

6月份起，澳門特首選戰揭幕。前任立法會主席賀一誠先生開展收集意見和爭取足夠特首選委票數的具體工作。當特首候選人提名截止日時，賀一誠先生成功獲取逾九成選委支持，成為唯一下屆澳門特別行政區行政長官的參選人，篤定是下任行政長官。

贏得社會上下廣泛支持，賀生會着力建立未來管澳政府團隊，謀劃下任特區政府治澳具體政策，尤其是如何悉力澳門經濟多元化

方向，把現有繁榮景象持續下去。

新供應偏向首置需求

展望下半年，澳門樓市有着幾方面發展方向。自去年2月政府通過「加辣」法案，對非首置物業加徵5%或10%印花稅；同時大幅放寬首置接觸限制，21至44歲本澳首置貸款按揭成數，物業800萬以下更可八至九成。近月樓市交投已由一手中小型單位主導，發展商落力出動各種獎勵計劃推盤。

現時澳門住宅市場由業主主導，一手樓暢旺，但二手樓淡靜。待傳統樓市淡季的暑假假期過去後，第三季末起樓市會轉趨暢旺。根據去年建成樓宇類別統計數字，無房型單位佔比最高，達約三分之一，第二大類別是兩房位；預計今年兩房或以下新盤將是主要供應源，正符合首置居民的胃口。受制於珠海已解除多項限購等措施，澳門住宅樓會大

幅上升的機率會減低。

根據筆者從澳門各階層朋友的理解，賀生應該普遍被社會上下人士接受，不難相信他的執政開局應該良好，有利澳門和外國商人投資信心，對整體物業市場有所裨益。去年約6,000家公司在澳門成立，當中有三成註冊資本額50萬以上，其它七成則屬資本額小於5萬元。較大型公司會租用或購買辦公室，有助減低因為《廢止離岸業務法律制度》需要遷出寫字樓的需求下降的直接衝擊；近年辦公室的不景氣令商廈投資不前，促使新供應量奇缺，對辦公室後市起着支持作用。

大橋通車利商舖市場

港珠澳大橋終於通車了，長遠地一定吸引不少三地居民往返經商、旅遊和探親，對商舖市場有所支持。不過，單從旅客數目和消費額統計，不難發現旅客量增多了，但是人

均消費額則未能相應增多。

近月澳門零售物業市場產生可喜現象，不少國際服裝、首飾、手錶等品牌積極開店登陸澳門，更出現較高金額的店舖成交，這都展示出澳門店舖零售市場較前活躍，並向着高租金、高售價方向走。有別於住宅市場，暑假起至下半年二季度都是傳統零售、酒店消費旺季，對下半年商舖市場是樂觀的。

總括來說，新任特首預計順利誕生，有利當地營商環境和氣氛；眾多企業尤其外地跨國公司仍會持續登陸，對各種物業種類是全面利好的。筆者預料下半年澳門物業市場全面向好，尤其商舖和辦公室市場較直接受惠，住宅價格和成交量也會接近平穩向上。

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。