

避險情緒高漲 港股估值吸引

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，投資者對中美貿易政策不確定性和貿易摩擦升級的預期繼續升溫，人民幣匯率突然承壓，疊加地緣政治風險持續發酵，港股市場避險情緒濃厚。回顧上周行情，恒生指數下跌3.64%，收於25,939點，國企指數下跌3.43%，收於9,994點，港股日均成交金額為893.4億元，較前周有所上漲，南向資金淨流入103億元人民幣。行業板塊方面，上周行業板塊均下跌。

其中，綜合企業下跌5.24%，表現最差，主要是由於地緣政治風險持續發酵對擁有較多香港本地資產的大型綜合類公司形成較大利空，地產建築業和能源業也表現較差，分別下跌4.61%和4.25%；電訊業下跌0.45%，表現相對最好，主要是由於以內需為主的電信運營商具有一定的防禦性；公用事業下跌0.96%，消費品製造業下跌1.81%，表現均好於大盤。

人幣港股走勢具相關性

在中美貿易摩擦升級的背景下，人民幣匯率波幅加大引發市場擔憂。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和人民幣資產和的預期調整，將對資本流動、投資者風險偏好以及上市公司基本面等因素產生重大影響，進而對港股市場表現產生影響。截至2019年7月底，港股市場中內地背景的企業有1,205家，包括276家H股，176家紅籌股，753家內地民營企業，佔全部上市公司數量的50.3%，總市值的68%和成交金額的79%，港股市場基本面受內地經濟金融形勢的影響較大，而內地經濟金融以及中美貿易摩擦因素是決定人民幣匯率走勢的核心變量。

因此，內地經濟、地緣政治等因素同時影響人民幣匯率和港股走勢，從而使兩者表現

出一定相關性。過去14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。

人幣匯率料將保持穩定

筆者認為，人民幣匯率將保持基本穩定。人民幣兌美元將繼續在合理均衡水平附近雙向波動，投資者不宜過度擔心。首先，過去幾年，人民幣匯率彈性有所增強，人民幣匯率已經形成了雙向波動的運行格局。2019年以來，隨著市場對美聯儲降息預期明顯升溫，我國和美國的利差回升至合適區間，截至2019年8月9日，中美10年期國債利差擴大至131個基點，高於2018年底的51個基點以及2018年11月8日低點時的23個基點。其次，7月底召開的政治局會議提出「國內經濟下行壓力加大」，表明決策者已經注意到中國經濟發展面臨新的風險挑戰，

宏觀政策再次回到「六穩」的基調。最後，中國國際收支平衡，外匯儲備充足。

筆者認為，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，港股長期投資價值更加凸顯。截至2019年8月9日，恒生AH股溢價指數達到130，相當於A股較H股平均溢價30%，高於過去3年恒生AH股溢價指數均值23.4%以及過去10年均值14.9%。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的背景下，過去幾個月南向資金持續實現淨流入。截至8月9日，今年南向資金累計淨流入936億元人民幣（其中8月南向資金已實現淨流入140億元人民幣），高於去年同期702億元人民幣的淨流入水平。在內地居民全球資產配置需求日益上升的大背景下，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，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。

港股信心仍然比較脆弱

不過，目前香港股票市場投資者仍以成熟的海外機構投資者為主。然而，海外資金易受國際、國內等諸多因素影響，包括內地經濟形勢，中美貿易摩擦、美聯儲加息、歐債危機新興市場資產價格，匯率變動以及地緣政治等，任何風吹草動，都將加劇香港市場海外資金的外流，導致香港股票市場的大幅波動。當前市場面臨的不穩定性因素增加，港股市場信心仍然比較脆弱，投資者避險情緒處於高位，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。本文任何內容不构成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

經濟增長恐放緩 商品價格續受壓

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

面對全球經濟增長放緩的風險，全球不少主要央行都不得不轉變貨幣政策的態度，以應對經濟下行壓力。

對於美國來說，雖然數據方面好壞不一，經濟已經算平穩了。最新的7月ISM製造業指數下跌至51.2，創近三年低。就業數據表現整體符合預期，表現穩定。非農就業人數增加16.4萬人，略低於市場預期。失業率則維持在3.7%。平均時薪增長好於預期。但其他國家經濟下行壓力更大，尤其是地緣政治風險不斷。IMF已經再度下修全球經濟成長的展望，增長率降至全球金融海嘯以來最低水平。

貿戰持續 油銅無力反彈

如此一來，不少風險資產面對壓力。尤其是在8月1日特朗普宣佈加徵關稅，並暗示可能9月的中美會談將取消。對於貿易戰，雖然目前為止談判還沒有暫停，但雙方不斷對峙，前景不明朗，隨時都有再加深緊張情緒的可能。

大宗商品需求端的擔憂更是持續蔓延。當時5月的時候，貿易戰擔憂也拖累油銅回落。銅價從6,400美元樓上開始加速回

落，好在6月於5,800美元找到支持，隨後展開兩個月的區間調整。8月銅價再次加速下跌，不但失守區間支持，更創新低。雖然短線暫時止跌，嘗試重返5,800美元，但考慮基本面沒有太大改善下，料銅價弱勢難改，近期或繼續在5,600至6,000美元區間震盪。

油價也同樣有需求端的困擾，加上庫存數據的壓力，雖然產油國承諾保持減產，近期更有沙特或減少石油出口的憧憬，但供求不平衡持續拖累油價走勢。油價從5月開始回落，好不容易在6月下旬有所反彈，但60美元阻力大，目前油價再次將重心下移至50美元，已經回吐了大部分今年以來的漲幅，料45美元還是有較強的支持，但短線內未必有樂觀的反彈。

雖然美聯儲減息，但美匯指數繼續在高位保持震盪。一方面是美國經濟相對其他地區仍然有優勢，美元資產有優勢。一方面之前減息的預期已經被市場消化，且美元在地緣政治風險高企下有避險作用。



■國際油價近期走勢偏弱，短線未必有樂觀的反彈。

資料圖片

特朗普也不斷給美聯儲施壓，希望能降息100點，但又強調沒有計劃讓美元貶值，又給美元帶來了支持。美匯指數從八月開始自高位回落，近日震盪為主。8月9日曾加速下跌，低見97.033，不過隨後還是收復50和100日線，最終收跌0.13%，並結束之前三周連陽的走勢。

央行紛降息 商品貨幣挫

商品貨幣面對較大的壓力。澳元從去年一月開始就維持下行趨勢，七月下旬加速

下跌，8月7日甚至低見0.6677，雖然有小幅反彈，但主要還是在0.68水平下方波動。澳聯儲表示準備再次降息以實現就業和通脹目標。

紐元也維持弱勢。從7月下旬開始，紐元加速下跌，連續失守多個支持位，8月7日低見0.6378，創新低，隨後幾日有反彈，但遇阻0.63一線。紐央行在本月意外降息2碼，超出市場預期，並可能再減息，不排除負利率。（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。）

慎言金融戰爆發

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

受中美貿易衝突升級影響，上周人民幣匯率跌破「7」這一心理關口，隨後美國財政部宣佈將中國定義為「匯率操縱國」，中美貿易摩擦再度升級。當前中美在匯率上的交鋒，已被廣泛解讀為中美貿易戰升級為匯率戰、金融戰，甚至不少市場分析人士給出了未來中美金融戰的沙盤推演。

但在筆者看來，當下應該慎言金融戰爆發。要知道，中美之間在金融制裁方面可採取的手段其實相差較大，全面金融戰對中國弊大於利。美國政府可以採取的金融制裁措施，包括限制美國公司對中國的投資、禁止中國項目獲取美國融資、將中國排除在美國政府採購供應地之外、通過

「長臂管轄」等使中國企業或者在美上市的中國高科技企業承壓、甚至切斷中國金融機構和非金融機構的SWIFT支付通道等等；對比之下，中國能採取的金融反制手段相對有限。

人幣破7不意味大跌

當然，破7並不意味着人民幣會開始大幅貶值。可以看到，8月5日匯率破7後，近幾日人民幣走勢已經相對穩定。同時，央行日前也強調保持匯率將在合理水平區間，對人民幣繼續作為強勢貨幣充滿信心。而在8月5日匯率破7後，央行次日便宣佈再度啟動離岸人民幣央票發行，拉升離岸人民幣；近日，央行亦召集在華出口

外企舉行座談會，向外企保證人民幣不會繼續大幅走弱，均說明短期內大幅貶值不太可能出現。

中美有回談判桌可能

儘管人民幣破7事實上增加了人民幣匯率波動的靈活性，但展望未來，匯率戰風險仍要把控，需要避免貿易戰升級至更大範圍的金融戰。筆者曾在文章《中美貿易戰會蔓延到金融戰嗎？》中強調，中美之間的分歧其實是分層次、分階段的，經貿關係是中美關係壓艙石，是雙方最容易取得共識和雙贏的部分，而中美雙方在技術較量、意識形態、經濟制度等方面其實存在着更加深刻的矛盾，化解起來更為困

難。一旦中美衝突蔓延，矛盾越升級，對中方的負面影響往往會越突出。因此，於當下中國而言，還是建議慎言金融戰，抓住美國內部亦有與中國達成貿易協定的訴求，將雙方博弈的戰場控制在相對有限的範圍，防範貿易戰向更廣泛領域的蔓延，以及避免中美關係進一步惡化。

倘若受到貿易戰影響，三季度美國經濟回落、加之美國金融市場動盪，中美雙方仍有重回談判桌的可能，而此時穩步落實加大金融開放、強調知識產權保護、降低關稅與強調競爭中性內容，仍然是值得積極去做的，這不僅是中國自身發展訴求，也可為貿易談判創造一些條件。（本文有刪節）

下半年香港樓市順勢而下

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

政治紛爭對旅遊、零售、餐飲、投資市道打擊立刻浮現。暴力衝突蔓延到幾乎各大地區，香港、內地、海外傳媒廣泛報道，近期無論旅遊客、商務客、團隊客、自由行客全面減少，酒店減價、店舖優惠、食肆清淡甚至沿着武裝衝突附近商舖和大型商場只有落閘關門，市民假日不敢上街消費，整個市區都變成死寂。

商場街舖空置率或上升

8月6日是「三罷」的翌日，財政司司長陳茂波指出本港第三季經濟恐負增長。本港第二季GDP增長只得0.6%，但經調整後與第一季相比，實則是負0.3%增長。若第三季都是按季負增長，香港會跌落衰退境況。他列舉在出口、零售、飲食行業的最新跌幅。今年第一季出口跌3.7%。第二季幅度加深至5.4%。零售業6月份下跌6.7%，其中珠寶、首飾錄得下跌17%，電器和一些耐用消費品下跌16%，服裝零售生意也跌

8.2%。

注意這些數字還未統計7月和8月上旬，肯定零售、飲食跌幅更驚人。首當其衝要算零售業，近期不少租客於續租時紛紛要求大幅減租或是索性退租。旅客劇減和居民留家都使酒樓和各類食肆生意「一落千丈」，已傳出6間酒樓結業，部分集團式酒樓減少幫工。如果情況維持到第三季，則可以相信食肆出現結業潮。前景不明朗也使新食肆投資者卻步，預料二線商場和較遜位置的街舖會再現空置情形。

除了內耗因素外，香港也面對外圍經濟淡因素。在中美貿易戰談判不前下，美國總統特朗普宣佈9月1日開始對中國進口的3,000億美元貨物加徵10%的關稅，近期更列中國為貨幣操縱國，展開另輪貨幣戰。

英國「硬脫歐」的風險仍然存在、日韓兩國貿易抵制行動升級、中國錄得近年內較低經濟增長。本港出口情況於餘下二季未許樂觀。再者，因為內地流入香港資金減少，且

中資金融、保險、地產機構減少租用和買進香港商業地產，致使香港商業地產出現有價無市情況，不排除中短期浮現租金回跌和價格偏軟。相比去年，香港甲乙級寫字樓租售市道「雙翼齊飛」，錄得多宗大手交易，今年餘下半年肯定市道淡靜，租金回跌，買賣交易減少。

發展商推盤轉趨審慎

不少同行都覺得中小型住宅是抗跌力最頑強的，但6月私樓樓價指數終止5個月連升，首次見得按月下跌趨勢。整體6月私樓樓價按月跌0.78%，各類單位指數齊跌，以中大型單位領跌，細單位跌幅少於1%。今年上半年累積升9.54%。其中，中小型單位升幅仍高於整體平均數，而最大型單位升幅僅2.1%，正反映富裕一群贏錢不易和內地資金登陸香港大幅減少。

因應社會爭議持續，發展商推盤步伐審慎。7月內一手成交共錄約1,300宗，對比

上月逾1,560宗成交，按月下跌約20%。7月只有兩個焦點新盤推售，包括屯門菁雋和大埔白石朗濤，已佔上約一半。預計8月推出的新盤涉及逾4,600伙，以中小型單位為主。

搶先推售的是億京荃灣映日灣。映日灣折實價未過18,000元，低二手一成，入場費四百萬以下，可以是說十年來罕見。面對不明朗消費能力，中小型發展商以優惠價爭先推售是可以理解，也對本月其他新盤開價添加不少壓力。相信大型樓盤開售時，取價也趨克制，務求求量多於求價，進而對後市產生連番調整攻勢，住宅樓價出現易跌難升局面。

樓價料有波幅無升幅

一手樓盤積極平價求量，二手市道更加「水靜河飛」。在成交每況愈下之情況下，不少看淡或有現金需求的小業主只有減價求售，個別大型屋宇較次質單位被斬價約一成

才找到買家。如果一手樓價持續下調，二手業主主要求售只可減價，大型屋宇仍會是低量低價局面！

反而政府再大造地的行動被急停後，私人開發商只有積極參與政府投地行動，且尋找農地或工業廠房更改成為商住用途，預料這批交易會較為活躍。但在土地「僧多粥少」的現實情形下，這些土地叫價基本上高企，只有待未來樓價持續上升才可贏回合理利潤。

下半年整體香港住宅和商貿物業預料會順勢而下，觀乎政治爭執時間還會拖多長、中美貿易戰何日落幕等等外圍因素。現時去估計各類物業的跌幅「談何容易」！大勢向下，問題是有有限下跌或是加速調整，大家還需耐心等待。筆者推算今年住宅價錢只有波幅，沒有升幅了。

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。