投資者越趨悲觀 港股沽空比率創高峰

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

8月，香港資本市場壓力在中美博弈的背景下進一步上升。回顧8月行情，恒生指數下跌7.39%，收於25,725點，國企指數下跌5.55%，收於10,083點，港股日均成交金額為862.7億港元，較7月上升25.8%，南向資金淨流入528億元人民幣。行業板塊方面，8月所有板塊均下跌。其中，原材料業下跌9.49%，表現最差，主要是由於多家公司中期業績低於預期；資訊科技業和綜合業也跑輸大市，分別下跌8.70%和8.53%；消費品製造業下跌0.52%，表現相對最好，主要是由於醫藥股中期業績大都表現較好，盈利保持增長；工業僅下跌1.52%，電訊業下跌3.56%，表現好於大盤。

香港是全球資本流動的自由港。香港資本上的資金來源和用途都不限於本港，國際資本在香港資本市場上佔主導地位，尤其是在資本存量方面。海外資金更易受境內外等諸多因素影響，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。

隨着香港地緣政治風險加劇，海外投資者預期更加悲觀，8月香港股票市場整體沽空比率創歷史新高。截至2019年8月30日，8月港股市場日均沽空比率攀升至16.6%，高於去年10月創下的過去20年沽空率最高位（2018年10月的日均沽空比率為15.4%），更高於6-7月的14.5%以及前5個月的13.9%。

在中美關係出現變化的大背景下，近期香港地緣政治風險持續發酵對香港短期經濟表現和金融穩定都造成了較為明顯的負面影響，未來需警惕香港可能成為中美金融領域戰略博弈的角力點。

基本面反映港股被低估

筆者認為，當前香港股票市場存在一定的內生穩定性，這與1997-1998年亞洲金融危機時期甚至2007-2008年全球金融危機時期存在一定的不同。亞洲金融危機和全球金融危機爆發前，香港股票市場的估值都處於歷史高位，其中亞洲金融危機時期最高點對應的16倍市盈率（TTM，下同）處於歷史頂部16%區域，而全球金融危機最高點對應的21.8倍市盈率則處於歷史頂部的2%區域。

但就目前而言，香港股票市場經歷了近期的下跌，估值又處於歷史底部區域，而且是全球主要股票市場中的估值窪地。根據彭博數據，截至8月30日，恒生指數市盈率為10.0倍，較過去26年歷史平均低24.8%，處於歷史底部10.6%的區域。同時，市淨率與淨資產收益率之間的回歸分析也表明，目前香港股票市場仍被低估。

而且，隨着內地與香港資本市場的互聯互通日益緊密，中國內地投資者在香港資本市場上的影響力日益上升。在資本增量方面，2018年度中國內地已經取代美國成為海外投資者交易的最主要來源地，佔海外投資者交易的28%及市場總成交金額的12%（2016年度分別為22%及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（內地資金）持續實現淨流入，對香港市場的穩定起到了重要的支撐作用。

北水8月淨流入528億

截至8月30日，今年南向資金累計淨流入1,323億元（人民幣，下同），其中8月南向資金已實現淨流入528億元，月度流入金額為兩地股市互聯互通開通以來第二高，遠高於去年同期612億元的淨流入水平。當前滬深港通擴容後南向資金每日額度可以達到1,040億元，甚至高於今年前8個月港股市場日均成交金額922億港元。

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）或將繼續上升。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。

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。

債息倒掛帶起金價 美匯向上油價乏力

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 過去一個多月，隨着債息倒掛，全球經濟可能放緩甚至衰退的訊號出現，最強勢的資產，應算是黃金，連帶一眾貴金屬，也備受關注。黃金從6月開始表現相當強勁，維持上行趨勢，50日線支持有力，一度突破1,550美元一線，在過去三個月裡累積了逾16%的漲幅。

■市場對全球經濟放緩憂慮持續升溫，帶動黃金等避險資產價格上揚。 資料圖片

在8月的最後一周，金價嘗試挑戰1,550美元一線，但由於沒有進一步的利好消息，未能進一步做出突破，而是在高位震盪，甚至回吐部分漲幅，最終收跌1,524.7美元，連續下跌三日，同時結束之前四周連陽的局勢。

金銀短期料將調整

相對黃金而言，白銀表現強勁，連續上漲四周，8月累積了逾一成的漲幅。自從8月27日躍上18美元之後，白銀延續上行動能，在高位震盪為主。只是短期內金銀都需要調整。後市仍要關注各國數據，衡量全球經濟增長情況，並等待各央行決定。

傳統上，很多人認為，金價與美匯反向，然而，這種說法並不完全，事實上，以不同時段不同背景，金價與美匯固然有反向的日子，也有正向，甚至相對隨機，無定向。

美匯指數維持上行趨勢，更是在8月的最後三個交易日大幅走高，8月30日更高見99.023，最終收漲0.42%至98.916，全周升1.31%，整個8月累積0.41%的漲幅。雖然特朗普繼續抱怨美元，但美國經濟數據整體樂觀，和其他國家相比，美元資產仍有吸引力。相信美匯指數可能有短線調整，但升勢暫時不改。

比較突出的還有紐元繼續創新低，8月30日曾低見0.6283，後收窄跌幅，結束四日連跌，升0.27%，已經連續下跌兩個月，跌勢或延續。

顯然，匯率是兩地貨幣的交換比率，是一個相對價格，美元的升跌，要看兌哪個貨幣而言，尤其大家由今年初開始，都是貨幣政策放寬，減息開展，也要看哪個力度更大。

對比之下，歐元表現相當疲弱，維持下行趨勢。8月30日，歐元沽壓增加，跌破1.1的支持，低見1.0963，為2年多來的低位，最終連續下跌第五日，一周累積1.45%的跌幅，連續下跌兩個月，從今年以來，已經累積了4.23%的損失。9月的第二周，歐央行即將公佈議息決定，投資者對於此次減息的預期始終保持在100%。不過，決策者們對於是否加碼量寬仍有待分析。如果屆時歐央行不如預期鴿派，歐元或反而獲得支持。

油價缺乏明確方向

油價目前穩定在區間震盪，缺乏明確的方向。一方面，全球經濟增長放慢，且中美雙方從9月1日起互相加徵新一輪關稅，從需求端給油價帶來壓力。另一方面，俄羅斯8月石油產量減幅略低於減產協議所規定的水平，從供應端方面不利油價。紐油在8月最後一個交易日大幅回落，結束三日連陽，挫2.84%至55.1美元，並在連續上漲兩個月後，整個八月收跌逾6%，好在目前50美元支持仍有力。

倫銅的重心不斷向下，在8月初大跌之後，銅價大部分時間都在5,600至5,800美元區間震盪，表現反反覆覆。8月的最後一周，一連三日反彈，重回5,700美元一線，但8月30日又收跌0.88%至5,676美元，最終整個8月累積了4.23%的跌幅。後市，經濟基本面未有特別大的利好消息，中美貿易談判亦然，預料銅價維持弱勢整理，5,600美元的支持未必非常強。**（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份。）**

人幣續弱 港股偏軟

姚浩然 時富資產管理董事總經理

中美貿易戰前景未明，兩國於過去周日（1日）互相加徵新一輪關稅，雙方貿易談判團或會於本月再次會面。此外，內地公佈經濟數據疲弱，加上新興市場貨幣轉趨波動，影響人民幣持續貶值，港股走勢短期偏軟。

由9月1日起，中國對美國750億元進口貨，包括食品、化工製品等商品加徵5%至10%關稅，而美國則對中國1,250億美元商品，包括電子、嬰兒用品及鞋類製品等商品加徵15%關稅。此外，中美雙方將於12月加徵新一輪關稅，包括中國對美國汽車及零部件等商品恢復加徵25%及5%關稅，以及美國對中國智能手機、手提電腦等科技商品加徵15%關稅，可見雙方皆為日後談判保留籌碼，故筆者預料9月雙方貿易談判能如期在美國華盛頓舉行。

人幣不排除下試7.3關

惟中、美兩國能否達成貿易協議也存在很大變數，目前較樂觀的預測為在明年美國總統大選前有機會簽訂貿易協議。因此，若中美雙方下一輪談判不果，問題持續至12月雙方再加徵新一輪關稅，人民幣不排除進一步下試7.3關口，明年甚至下降至更低水平，才能抵消關稅為內地經濟帶來的負面影響。

除了外圍因素之外，內地經濟亦見疲弱。上周六（31日）國家統計局公佈8月製造業採購經理指數（PMI）為49.5，較7月下跌0.2個百分點，連續4個月低於50；8月新訂單指數為49.7，較7月49.8輕微跌0.1個百分點，可見出口市場並不明朗。另一方面，8月進口指數為46.7，較7月下跌0.7個百分點，反映國內需求同樣疲弱。國務院最近推出多項措施催谷內需行業，預料未來將逐步推出其他刺激措施，投資者宜密切留意刺激內需的力度能否為內地宏觀經濟注入動力，筆者預料中國下半年經濟增長或會進一步降至6%至6.2%區間。

環球市場避險情緒升溫

加上，近來新興市場貨幣轉趨波動，環球避險情緒升溫。自8月初阿根廷舉行的總統初選中，現任總統馬克里得票率不及主張反緊縮政策的對手費爾南德斯，市場憂慮若費爾南德斯當選，財赤或再擴大。上周三當地政府更宣佈將債券償還年期延長，評級機構惠譽下調阿根廷主權評級，消息令阿根廷股市、匯市及債市再度急挫。事件引發不少投資者聯想起新興市場貨幣風暴，筆者認為一些經濟增長較差、外債較高的新興國家面對資金外流的可能性較高。

根據較早前國家外管局數據，中國截至今年3月底的外債餘額約1.97萬億美元，而外幣外債約1.3萬億美元佔外債67%，從數字可見內地也面對資金外流的風險，預料人民幣維持弱勢，不利港股，不少中資股的收入及資產均是以人民幣為主的股票。

A股人氣回升 下跌空間不大

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

前周反彈後，恒指上周下跌1.74%，創近期的新低，香港35指數下跌2.77%，近1個月，此指數落後內地100指數4個百分點以上。上周的交易額仍有所回升，南下資金處在相對高位，南下的淨買入為港股交易額8%，處在歷史的高位。這會給市場帶來一定的托底作用，而這主要是因為港股目前的估值已經為3年最低。港股大部分一級行業下跌，能源、可選消費和醫療有所上升；而日常消費、IT和房地產的跌幅較大，這與香港近期的街頭政治有關。

A股上周略有回落，仍是高估值和中小市值的股票表現較好，交易額也上升更多，兩融餘額也繼續上行，這顯示市場的風險偏好保持在較高水平。但中小盤股票較高的估值並不能得到利潤增速的支撐，估值風險相對較高。從行業板塊上看，A股消費表現較好，而金融和房地產表現較弱，這主要因為近期政策較預期更緊。

推薦防禦型板塊

上周以美股和大宗商品價格為代表反彈，主要是因為之前下跌較多，而中美雙方略有積極的表態成為反彈的催化劑。但數據顯示，發達經濟和中國經濟均在降溫，而負利率程度的加深，以及收益率曲線的持續倒掛均顯示了投資者信心的不足。9月1日，中美雙方也如期增加關稅，貿易戰沒有實際降溫的跡象。對於港股市場來說，貿易戰與街頭政治的負面影響並未下降，低估值和南下資金提供了支持力量。對於A股來說，近期市場人氣有所恢復，但中小盤股較差的中期業績表現，使得這些板塊估值風險明顯偏高。而並未明顯放鬆的貨幣政策，也使得市場整體估值難有大的提升。我們不認為市場有大的下跌空間，但兩市前景仍謹慎，推薦防禦型的板塊。**（節錄）**

「消費20條」六大亮點

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

8月27日，國務辦發佈《關於加快發展流通促進商業消費的意見》（以下簡稱「意見」），提出了20條穩定消費預期、提振消費信心的政策措施。回顧全年，這已是1月《進一步優化供給推動消費平穩增長促進形成強大國內市場的實施方案(2019年)》和6月《推動重點消費品更新升級 暢通資源循環利用實施方案（2019-2020年）》之後，高層發佈的第3個促消費的全面刺激政策。

不再走補貼老路子

在筆者看來，刺激政策的持續加碼進一步明確了消費對於當前經濟增長的重要作用，顯示了高層提振消費的決心。從內容來看，本輪並未選擇以往大規模補貼的老路子，而是將重心放在順應商業變革和消費升級趨勢、補齊重點領域短板等方面，亮點頗多，體現了支持消費政策的新思路。

具體而言：一是突出強調對消費流通領域的改造與升級。意見第一、二條分別提出「促進流通新業態新模式發展」、「推動傳統流通企業創新轉型升級」，強調「引導電商平台以數據賦能生產企業」，通過大數據、雲計算等現代信息技術鼓勵「互聯網+」等流通新平台、新業態、新模式發展，同時支持傳統百貨店、大型體育場館、老舊工業廠區等線下經營實體加快轉型。

在筆者看來，考慮到網上消費佔社零總額比重已經上升至20%，傳統零售流通模式在場景、效率、體驗等方面均存在短板，一定程度上限制了商品和生活服務的有效供給，無法滿足消費者定制化的需求，這一部分潛力一直有待通過轉型升級而激活；除上述措施以外，意見還提到對商業街、便利店、社區便民服務設施等領域的提升措施，同樣以滿足居民日漸個性化、綜合化的消費需求為目的。

二是高度重視釋放農村等下沉市場消費潛力。近年來城鄉收入差距縮小引致農村的消費需求增長。結合筆者近期赴延安地區對於當地京東電商、物流平台以及消費者的調研情況來看，一方面下沉市場消費品價格較低，而消費者可支配收入比例較高，消費需求及其旺盛，對於電商等線上消費渠道的使用甚至超過一、二線城市，存在較大潛力；另一方面流通渠道等基礎設施卻並不完善，補齊物流冷鏈短板也格外重要。

在此背景下，意見提出「改造提升農村流通基礎設施」、「提高農村電商發展水平」、「擴大農產品流通」、「改善提升鄉村旅遊商品和服務供給」等內容，有利於保障高質量農村消費產品供給，合理的市場價格也將有效促進農民增收，對於加快城鄉消費融合、促進電商平台佈局農村等下沉市場均是利好。

開拓消費新空間

三是開拓夜間、假日等新場景，有利於擴大服務消費空間。意見第十二、十三條提出「要活躍夜間商業和市場，鼓勵主要商圈開設深夜營業專區、24小時便利店和深夜食堂等特色餐飲街區」，「鼓勵開設節假日步行街、周末大集、休閒文體專區等常態化消費場所」。就筆者觀察而言，近年來居民的節假日消費旺盛，4、5月份節假日變化對社零數據帶來較大擾動已經證明了其重要性，而一、二線城市的夜間消費市場潛力巨大，上述措施無疑將擴大消費尤其是服務業消費的空間。

四是貿易摩擦長期化背景下，鼓勵國內商品出口轉內銷。意見提出要提高自主品牌的市場影響力和認知度，將部分對海外商品的消費需求轉移回國內，同時推動拓寬出口產品的內銷渠道，減輕美方加徵關稅對我國出口企業的負面影響。數據顯示，受關稅影響，今年1-7月中國對美國出口下滑7.8%，金額減少208億美元。

五是加大對新消費領域金融支持力度。意見專門指出發揮金融機構和消費金融的作用。聯繫到前段時間社會上對消費金融的一些質疑聲音和部分地方對消費金融的排斥性做法，此次有望正本清源，利於保護正規消費金融合規展業的積極性，通過信貸支持消費增長。在筆者看來，一方面仍要加強監管，避免假借「消費金融」之名將資金違規流向房地產、民間借貸等風險領域；另一方面也要通過「技術驅動+金融創新」的模式推動消費金融行業的供給側改革，尤其要借助金融科技頭部企業的力量，大力發展側重於綠色、普惠方向的消費金融。

六是鼓勵消費平台企業發展。意見明確了搭建品牌商品營銷平台的發展方向，給予流通企業在降低電價、稅收優惠鼓勵創新等多方面的支持，這對於電商平台、物流平台以及傳統零售企業的發展是個利好。在筆者看來，未來還可在稅收及社保徵繳等方面針對電商平台等新型流通企業出台更多政策，如統一徵繳標準、降低費率等。

(本文有刪節)

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。