A股盈利增長持續放緩

蔡涵、譚淳、彭非 交銀國際

受宏觀經濟疲軟和貿易局勢的影響，2019年上半年A股盈利增速有所放緩。可比口徑下，A股上市公司2019年上半年盈利增速同比增長7.8%，2季度單季度淨利潤降至5.5%。分板塊看，主板業績好於中小板和創業板，但得益於中小創龍頭公司盈利水平的提升，主板與中小創盈利增速差有所收窄。分產業看，周期性板塊盈利增長快於防禦性板塊。上游行業盈利繼續承壓，但較1季度略有好轉。

分行業看，非銀金融、農林牧漁及國防軍工盈利增長靠前。得益於所得稅抵扣政策調整，保險盈利增速超預期。此外，受豬瘟影響豬價大漲，農業相關板塊業績呈高增長。食品飲料、餐飲旅遊等消費類板塊業績相對穩健。在中美貿易局勢緊張以及內需不振的背景下，商業貿易、傳媒、汽車、通訊等板塊盈利增速呈負增長。

下半年中小創盈利有望反彈

2019年2季度A股企業盈利增速放緩主要由於經濟增速下行及中美貿易戰的持續發酵，上市公司的營收增速表現較為疲弱。非金融企業ROE在2018年中升至階段性高點後，已連續四個季度回落。值得注意的是，在一系列減稅降費政策的刺激下，2季度企業利潤率初顯企穩跡象。非金融上市公司的淨利潤率相對穩定，今年2季度僅呈現0.1個百分點的小幅回落，降幅較1季度明顯收窄。資產周轉率繼續下降，是2季度ROE下行的主要因素。從資產結構上看，在增長疲弱的背景下，企業對槓桿依賴度上升，槓桿率再度攀升。

市場預期顯示，2019年下半年中小創盈利增速將大幅反彈，中下游盈利復甦。從萬得一致市場預期來看，目前市場預期2019年下半年中小板與創業板盈利增速仍有較大提升空間，而主板盈利增長動能將趨弱。分產業看，上游盈利增速進一步放緩，而中下游與服務產業盈利將持續復甦。周期性板塊盈利增長將略快於防禦性板塊。分行業看，2019年上半年業績呈高增長的農林牧漁及國防軍工的盈利在下半年仍有較高的增長預期。市場預計，在2018年業績落後的科技行業將在2019年迎來盈利增速的反彈，例如通信、傳媒、電氣設備、電子的盈利將在下半年進一步回暖。食品飲料、休閒服務等消費行業盈利增長將維持穩健。然而，鋼鐵、採掘等上游行業盈利仍難見起色。2019年前8個月規模以上工業企業利潤總額累計同比下降1.7%，與1至7月數據持平。工業利潤同比下降2%，主要受到生產銷售增速放緩、工業品出廠價格回落等因素的影響。主要行業方面，汽車業與電子業的利潤同比分別下降19%和2.7%，雖有所改善，但仍處於收縮趨勢；有色金屬、電氣機械、專用設備製造業行業利潤同比增長加速。數據上來看，專項債等刺激政策仍需時間兌現於需求側。但隨着減稅降費政策效用逐步凸顯及庫存築底，工業企業利潤或將繼續修復。

穩健增速確保板塊上升動能

2季度食品飲料板塊漲幅近70%，位居各行業第一。該板塊盈利增速保持穩健，維持在22%的增速水平，一定程度上保障了食品飲料板塊的上升動能。子行業中，白酒漲83%，是推動食品飲料上漲的主要推手。此外，科技板塊2季度表現亦是可圈可點，包括電子、計算機、通信三大板塊在內漲幅均排名前列。科技股的崛起主要來源是基本面的改善和政策利好驅動。一方面，經歷了2018年盈利增長「滑鐵盧」，科技板塊在2019年業績已大幅改善，且市場預期穩健向好，支撐科技股走強。另一方面，隨着貿易戰的持續進行，科技或將成為大國間博弈的下一個主戰場。在多項政府政策的刺激引導下，包括近期正在加快研究推動修訂《促進科技成果轉化條例》等，使得無論是集成電路、5G還是互聯網等行業均取得了業績上的快速成長。非銀金融板塊上漲同樣領先。國務院金融穩定發展委員會於7月份發佈了11項金融對外開放政策，內容包括保險、證券及基金公司外資持股比例限制的過渡期縮短、放寬保險公司股東的准入條件等，均助推了行業整體經營能力的有序提升。而鋼鐵板塊2季度跌超過6%。由於2季度為傳統淡季，需求端弱於供給端，促使鋼廠庫存積壓，鋼價承壓。長期來看，由於房地產業政策偏緊，房地產投資將進入下行拐點，預計鋼鐵行業下行趨勢仍將繼續。

聚焦貿易戰 市場神經繃緊

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 全球投資者的目光繼續聚焦在中美貿易戰上。雖然恐慌指數VIX已經從高位回落不少，但市場還是相當敏感，隨時進入恐慌狀態。最近兩周，VIX又連續上漲，升至17.22。

貿易戰的問題相當反覆，彷彿每一天都可以發生變化。之前美國總統特朗普還表示或比預期更快地和中國達成協議，但隨後又表示不要達成不好的協議，再到9月27日有消息指美國計劃限制美國投資者購買中國股票，甚至要求中資企業從美國股市退市，一下子又令擔憂情緒加深。但隨後美國財政部又表示目前沒有計劃阻止中資上市。納斯達克表示對符合上市要求企業提供公平准入機會，但收緊小型中國企業發售新股的限制。

無論這個消息最後會如何，顯然這場貿易戰已經向着貨幣戰和金融戰的趨勢發展。短線要關注十一假期後國務院副總理劉鶴赴美的貿易談判情況。

滬指恒指齊受壓

不僅如此，特朗普還面對眾議院啟動彈劾他的調查。如此一來，美股在高位震盪，缺乏動能。中概股股價更是大跌。雖然這個計劃要真的落地不是那麼容易，畢竟哪一方都無法獨善其身，都將受到重創，但至少說明中美談判目前為止並不是太順利，這樣對市場信心的打擊較大。

內地滬指在突破三千關的路上面對壓力，加上貿易戰的影響，9月以來的表現反覆，加上十一長假的影響，目前重新回到2,900點水平，但對後市並沒有失去信心。

香港股市內憂外患，成交疲弱，已經連續下跌兩周，9月27日更失守兩萬六，技術指標向淡，短期內沒有利好消息，料維持疲弱。

油價回原有區間

貿易戰同時也拖累大宗商品，需求端擔憂持續。銅價面對沽壓，繼續在50日線下方運行，受制於5,800美元，連續下跌兩周，後市進一步下降的概率大，不過5,600美元有一定承接。油價還有供應端因素影響。原本受到沙特石油設施遇襲影響而大幅走高，但經過兩周時間，石油供應據報恢復，加上中東局勢緩解，包括沙特可能和也門游擊隊達成停火協議，美伊關係緩和，油價已經重新回到原本的運行區間。

近期外匯市場，美匯指數表現尤為亮眼，非美貨幣疲弱的狀況，而是非美貨幣中日圓受到避險需求的影響相對有一定支持。相對於其他國家，美國經濟仍然有優勢，美元資產仍然有吸引力。雖然美聯儲已經減息兩次，但美匯指數也一直在高位。此外，美元的避險屬性為其在這個地緣局勢不穩定的狀況下擁有資金的支持。

■特朗普面對眾議院啓動彈劾他的調查，消息令美股在高位震盪，缺乏動能。圖為紐約交易所。 美聯社

金銀鉑價格調整

貴金屬市場整體以調整為主，尤其是金銀鉑，鈀金則表現強勁，不斷創出歷史新高。受到全球央行面對經濟下行壓力不得不改變貨幣政策的預期影響，金價表現相當亮眼，到8月尾9月初，金價已經一度突破1,550美元水平。

但一方面是在累計約兩成漲幅後有調整壓力，一方面是短期沒有新的利好刺激，金價不得不從高位回落，但這樣的調整並沒有超出預期，基本仍在1,500至1,550美元區間內震盪，短線或有進一步下探的空間，不過料仍不會改變整體看漲的趨勢，繼續關注經濟數據和央行決定。

白銀面對下跌的壓力更大。在跌至18美元之後，近期白銀已經連續下跌四日，測試50日線和17.5美元的支持。9月的四周裡，有三周收跌，恐怕一時間跌勢未止，不過到了17美元附近承接有力。

（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。）

內地長假休市 短期觀望氣氛濃

姚浩然 時富資產管理董事總經理

內地股市國慶長假期展開，滬深港通南向交易及內地股市將於10月1日至7日休市，8日起才照常開市。雖然內地公佈製造業數據不俗，市場仍觀望中美貿易談判進展，港股缺乏方向，交投淡靜，預料恒指將在25,600點至26,500點之間反覆上落。

製造業數據勝預期

周一（30日）國家統計局公佈中國製造業數據勝預期，9月份中國製造業採購經理指數（PMI）為49.8，較上月回升0.3個百分點，高於市場預期的49.6。新訂單指數為50.5，較上月升0.8個百分點，自5月以來首次重回擴張區間。生產指數為52.3，較上月升0.4個百分點，是近6個月以來最高。由此可見，內地製造業訂貨量有所提升，生產活動亦有所加快，整體製造業景氣回穩向上。

另外，新出口訂單指數為48.2，較上月上升1個百分點；進口指數則為47.1，較上月回升0.4個百分點，可見對外貿易以及內地需求有所改善。再者，大型、中型和小型企業PMI分別為50.8、48.6及48.8，均較上月回升分別0.4、0.4及0.2個百分點，可見較早前內地央行推出降準等刺激措施有助企業回復信心。筆者認為，雖然數據連續5個月低於50榮枯線，惟隨着生產及需求端有所改善、內地逆周期調節措施漸見成效，以及憧憬中美雙方在貿易談判上達成協議，未來數月製造業PMI或有機會重回榮枯線以上。

特朗普貿談再「出口術」

至於中美貿易談判方面，雙方關係相當反覆，中美貿易戰似乎逐漸擴展至金融戰。據報美國總統特朗普與政府正討論如何限制美國資金到中國投資，包括要求在美國上市的中國公司除牌、限制美國政府退休基金買入中資股等，惟措施尚未落實，筆者不排除這僅是特朗普正在為日後談判增添籌碼。而中國方面，商務部表示國務院副總理劉鶴將率團在10月7日之後赴美經貿磋商。此外，國務院金融穩定發展委員會稱將進一步擴大金融業高水平雙向開放，鼓勵境外金融機構和資金進入境內金融市場。加上，在展開貿易會談前，中方同意繼續購買更多美國產品如大豆和豬肉，可見中方在各個層面上均釋出善意，以推動貿易談判取得成果。

總括而言，預料未來一周港股在缺少北水情況下，成交或略為收縮，惟憧憬10月中美雙方高級別磋商能有好的進展，港股後市仍屬正面。

■特朗普與政府正討論如何限制美國資金到中國投資。 美聯社

環球經濟未明 市場預期續回落

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

美國上周披露的經濟數據仍較好，因為之前的投資者期望和美元利率上升過多，再加上美國政局不確定性上升，美元利率仍在下跌，歐元與日圓的利率也有所回落。雖然美元利率下降，但歐洲進一步寬鬆貨幣，加上英國脫歐和中美貿易戰的不確定性，美元在上周對英鎊和歐元明顯升值，美元指數收盤達到兩年多的新高。

美元指數上升，貿易談判的不確定性，使得人民幣兌美元匯率再次回落，已經接近上月的低點。進一步披露的8月數據，印證了中國經濟的降溫，但人行仍保持謹慎的貨幣政策，中長期人民幣國債利率相應略有上升，收益率曲線也更為陡峭。香港官員表示香港將會進入技術性衰弱，但香港利率水平並未下降，而且港元兌人民幣還有所升值，但這會進一步傷害脆弱的香港經濟。MSCI發達市場與新興市場下跌了1%和1.94%。除了防禦性行業，其他一級行業均有下跌。原油價格和CRB也明顯下跌，這顯示了市場情緒的明顯下行。

恒指日均交易額逼低位

恒指上周下跌了1.82%，接近今年低位，中小型股跌幅更大，日均交易額進一步下降到679億元，也接近全年最低。港股通的交易額也出現減少，淨買入也處在較低水平；同時，北上的交易額與淨買入也有明顯的下降。港股所有一級行業下跌，其中能源、材料與醫療的表現最弱，最近3個月僅有醫療行業略有上漲。

萬得全A指數上周大跌3.11%，前段表現較好的中小盤股和高估值股票下跌較多。也是所有一級行業下跌，市值較大的金融板塊跌幅較小，而IT板塊跌幅在4%以上。最近3個月IT板塊仍是表現最好的板塊。A股的交易額環比減少，大市值板塊交易額下跌更多，大盤股表現較好的主要原因是賣出壓力相對較低。兩融餘額結束持續的上行。明顯高估的中小盤股票估值有所下行，但仍是偏高水平。

中企來港上市影響正面

上周全球市場繼續下跌，顯示了風險偏好的下降，這主要是因為之前市場預期過於樂觀，透支實際經濟和政策的前景，A股走勢充分顯示了投資者風險偏好下行。而香港經濟進入衰退，對於相關上市公司的負面影響還將持續，目前兩地市場人氣與資金面均不足。本周全球市場面臨着更大的不確定性，除了對特朗普的彈劾，更重要的是中美貿易戰的走勢。

有媒體報道美國考慮限制對中國的投資，我們認為這政策短期出台概率很低，即使這樣也會給10月中美貿易談判帶來陰影，進一步提升全球經濟的不穩定性，給兩地市場帶來不利影響。我們對未來幾周的兩地市場預測較為謹慎，但認為大幅下行的概率不大。此外，限制中國企業在美國上市，會帶來更多優質公司在A股與港股上市，中長期影響可能是偏正面的。

中國才是美國農業的重點

Karen Braun 路透市場分析師

自從一年多以前中美貿易戰開打以來，美國總統特朗普一直急於為國內農場主和牧場主們贏得一項勝利。雖說上周三與日本簽署的協議可能提高美國的出口，但重新開放與中國的農產品貿易，無疑才是更大更急需的勝利。

美日協議利好有限

美國或許是日本最大的農產品進口來源，但這無損其他農業出口國的重要性，在美日貿易協定難產期間，其他國家近來享受到相對美國產品的優勢。舉例來說，由於跨太平洋夥伴全面進展協定（CPTPP）在2018年12月落實，以及日本—歐盟經濟合作協議在2019年2月實施，來自加拿大、墨西哥、澳洲及歐盟的進口產品獲得比美國更優惠的關稅待遇。

澳洲是日本最大的牛肉供應國，佔2019年上半年進口量的40%，美國以34%居次。同一期間，日本的豬肉有33%由歐盟輸入，32%來自美國。平均而言，近年來美國玉米約佔日本全年進口量的80%。美國在貿易關稅上取得與其他對手相同立足點，自然對美國出口是一項利多。但即使在沒有貿易協議的情況下，去年美國對日本的出口已經很強勁。

美國農產品獲得的70億美元新市場准入可能指的是，當前流入日本市場的農產品將適用於下調後的關稅（從而可能促使出口增加）。但考慮到2018年美國對日本農產品出口總額僅為不到130億美元，增加70億美元似乎並不現實。另外，70億美元的提法也不是很精確，因為該數字完全取決於農產品的市價。例如，2018年美國對日本的玉米出口量較2012年增加逾50%，但出口額僅從2012年的28億美元增至30億美元。

去年，美國對日本的農產品出口額超過對中國的出口額，位列第三位，僅次於加拿大和墨西哥。但是僅僅在幾年之前，美國對中國的農產品出口額還傲視其他所有國家。與日本不同，美國與中國之間的貿易緊張局勢，導致中國進口的美國農產品驟減，影響也非常明顯。去年，美國對中國的農產品出口額僅為91.5億美元，創2007年來最低，且較2017年下降53%。

由於中國是最大買家，美國大豆農戶受到最沉重的打擊。2018至2019年度美國向中國的大豆出口同比大幅減少約53%，較2016至2017年度同期減少63%。2017年美國向中國出口了價值122億美元的大豆，佔當年全部農產品出口的一半以上。但自從中國向美國大豆加徵25%的關稅之後，2018年對華出口額銳減至31億美元。

美大豆高粱出口急挫

雖然政府提供的貿易救助款對農戶有所幫助，但業內多數人認為，這不是一個長期可行的方案，仍然必須恢復貿易，這樣美國農場主在做生產決策時才能對市場狀況作出適當反應。中國一直是美國高粱的主要買家，但自從發生貿易爭端以來，美國高粱幾乎完全被關閉在中國市場之外。2019年1月至7月，美國對華高粱出口較上年同期大幅減少84%，同期對所有國家的出口下滑29%。

以往中國也從美國購買干玉米酒糟（DDGS），但2016年的一場反傾銷反補貼調查促使中國對這種飼料原料加徵高關稅，使相關貿易幾乎陷入停滯。干玉米酒糟是玉米生產乙醇的副產品，以往中國購買美國每年出口的一半之多。乙醇可能是另外一項前景很好的美國對華出口產品，因為中國希望提高汽油中乙醇的混合比率。由於缺乏基礎設施和相關政策，因此進口成為啟動該計劃的一個良好、低成本的方式。

（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。