

人幣匯率有望回穩 港股迎估值修復行情

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師



■ 隨着中美經貿磋商取得實質性進展，人民幣匯率企穩反彈，投資者風險偏好提升。 資料圖片

上周，美國商務部表示，將自10月31日起對中國3,000億美元加徵關稅清單產品啟動排除程序。如果排除申請得到批准，自2019年9月1日起已經加徵的關稅可以追溯返還。投資者對中美貿易摩擦升級的擔憂短期內進一步緩解，港股市場的關注點主要集中在上市公司三季度業績方面。回顧上周行情，恒生指數小幅下跌0.2%，收於26,667點，國企指數下跌0.7%，收於

10,466點，港股日均成交金額為685.8億元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣為10億元。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。其中，能源業上漲1.35%，表現最好，主要由於部分油氣公司三季報業績好於預期；原材料業和公用事業也表現較好，分別收漲1.32%和1.31%；資訊科技業跌2.97%，表現最差，主要由於部分科技公司三季報業績或不達市場預期；電

訊業下跌2.51%，必需性消費業下跌0.26%，表現均差於大盤。

匯率波動左右恒指表現

香港是全球資本流動的自由港，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。2019年6月以來，香港資本市場壓力在中美博弈的背景下進一步加大，地緣政治風險明顯上升，人民幣匯率（指人民幣兌美元匯率，下同）波動加大，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。2019年6月3日至9月30日，恒生指數下跌3.01%，跑輸全球主要股票市場。同期，上證綜指上漲0.22%，滬深300指數上漲5.09%，美國道瓊斯工業指數上漲8.16%。恒生AH股溢價指數從5月底的126.3升至9月30日的128.7，相當於A股較H股平均溢價28.7%，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%。

筆者認為，人民幣匯率波動影響市場對

人民幣資產和中國經濟增長前景的預期，進而對港股市場表現產生影響。2019年10月以來，隨着新一輪中美經貿磋商取得實質性進展，人民幣匯率企穩反彈，投資者風險偏好提升，港股市場迎來一波估值修復行情。2019年10月初至10月25日，恒生指數上漲2.2%，漲幅好於全球主要股票市場。同期，上證綜指上漲1.7%，滬深300指數上漲2.2%，美國道瓊斯工業指數上漲0.2%。

短期內，市場對中美貿易摩擦前景的預期對人民幣匯率具有較大影響。2019年以來，人民幣匯率變化在一定程度上反映了市場對中美貿易摩擦走勢的預期調整。中美10年期國債收益率利差從年初的0.5%擴大到9月底的1.4%左右，人民幣匯率的調整壓力有所加大，主要是受中美貿易摩擦升級的負面因素影響。中長期而言，中美經濟基本面相對強弱變化及其決定的貨幣政策差異是影響人民幣匯率的關鍵因素。隨着非美地區經濟率先調整，2020年以後美國經濟下行壓力加大，美聯儲進入新一輪降息寬鬆周期，美元或由強轉弱，有利於人民幣匯率在

合理均衡水平上保持基本穩定，從而將緩解港股市場的避險情緒。

反映市場對貿易戰預期

人民幣匯率波動影響股市上內資上市公司的基本面，從而對港股市場表現產生影響。過去14年人民幣匯率變動的歷史表明，當人民幣（預期）較大波動時，恒生指數大概率會大幅度漲跌。行業板塊方面，人民幣匯率壓力減弱將對房地產、航空和造紙行業形成利好。從美元淨負債（美元存款減去美元短期與長期負債）佔比較高的角度分析，部分房地產和航空公司擁有較多的美元淨負債，因此將受益於人民幣匯率上升或受損於人民幣匯率下降。從進口依賴角度分析，造紙行業中的部分企業因成本端原材料較為依賴進口，將直接受益於人民幣匯率上升或受損於人民幣匯率下降。

（本文為作者個人觀點，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。）

聚焦各央行議息決定

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着中美貿易談判和脫歐協議有正面進展，市場情緒有明顯改善，恐慌指數VIX已經連續下跌四日，且連續十個交易日都運行在15水平下方，風險資產獲得支持。

不過，上述風險事件仍有變數，當投資者還在等待新發展的同時，隨着各主要央行即將召開議息會議，令市場焦點轉向貨幣政策。

美聯儲降息概率大

新一周首當其衝關注的就是美聯儲議息。在8月美國製造業數據不樂觀後，9月ISM製造業指數創逾10年新低，短時間內對於本月減息的預期急速升溫。雖然最新的公佈的Markit製造業PMI好於前值和預期，並創下6個月新高，但目前減息的概率仍保持在九成左右。

本次宣佈減息的可能性相當大，但更重要的是關注聯儲局主席鮑威爾對未來政策的觀點，是否會宣佈其在7月提出的中期調整結束，還是未來還有更多減息可期，這個態度比本次減息與否都更重要，也足夠影響不少資產價格。而在這個決定公佈前的GDP數據要留心。此外，11月1日將公佈非農就業。

美匯指數或續波動

美匯指數在月初受到疲弱的製造

業數據影響而面對壓力，加上美聯儲看似沒有放慢降息的步伐，美匯指數更是擴大跌幅，失守50、100和200日線，10月18日曾低見97.141。

上周有樂觀數據支持，美匯指數獲得動能，從低位反彈，10月25日更一度升穿百日期線，高見97.904，最終收漲0.2%至97.831，並結束三周連跌，後市還要看美聯儲的態度，短線仍在高位震盪，不至於有太大的跌幅，畢竟相對於其他國家來說，美國經濟仍有優勢。但美聯儲如果持續寬鬆，美匯指數也無力走高，重心向下。

日圓缺乏明確方向

除了美聯儲，加拿大和日央行亦將在周內公佈議息決定。加拿大央行按兵不動的概率大。近期經濟數



■ 相對美聯儲本周四宣佈減息，市場更關注聯儲局主席鮑威爾對未來政策的觀點。 法新社

據樂觀，包括就業和企業信心等，加上油價走高，加元作出反彈，已經連續上漲三周，或再有機會測試1.3水平。日央行或下降今年經濟及通脹預測，或進一步擴大寬鬆，不排除再壓低負利率。隨着市場情緒改善，避險需求回落，美元兌日圓從10月初開始作出反彈，但從10月16日開始維持窄幅波動，缺乏明確的方向，應該也是在等待央行決定。

再到下周，即11月第一周，英國

和澳洲央行也將公佈利率決定，按兵不動概率大。尤其是英央行還要考慮脫歐的情況，目前歐盟或批准英國脫歐延期至明年1月底。英國首相約翰遜有意在12月12日舉行大選，不過也有反對黨提議12月9日。英鎊一度逼近1.3水平後回吐漲幅，測試1.28的支持，結束三周連陽而跌1.21%，近期還將對政治事件很敏感，波幅放大。

（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份之財務權益。）

靜候經濟數據 股市高位爭持

姚浩然 時富資產管理董事總經理

市傳中美首階段協議進展良好，雙方貿易官員均確認完成部分協議文本，憧憬中美元首在11月中旬（16日至17日）舉行的亞太經合組織（APEC）峰會上碰面及簽署協議，近期環球股市反覆造好。然而，本周中國、美國及歐元區等國家即將公佈多項經濟數據，加上美國聯儲局將於本周四（31日）公佈議息結果，市場觀望氣氛轉趨濃厚，預料股市在高位爭持整固。

貿易協議或改善進出口

內地本周四（31日）將公佈10月份官方製造業採購經理人指數（PMI），市場預期為49.8，意味着製造業仍處於收縮區，主要受國慶假期，以及環球經濟放緩導致外圍需求疲軟影響。較早前內地公佈第三季經濟增長數字令人憂慮，來季經濟仍存在下行風險，故相信內地有誘因與美國達成貿易協議，屆時投資者留意協議能否改善內地進出口市場，刺激第四季製造業數據回暖並重返擴張區以上。另外，中共十九屆四中全會，將由周一（28日）起一連四日至周四（31日）在北京召開，是次會議主題，除了包括完善中國特色社會主義制度、推進國家治理體系和治理能力現代化等，市場亦關注會議會否提及經濟、金融及產業創新發展等議題。

市場憧憬美聯儲減息

美國周三（30日）將公佈第三季GDP，市場預期為1.6%，較前一季2%為低；周五（1日）亦將公佈10月ISM製造業指數，市場預期為49，較前月47.8為高，惟仍低於50以下，可見美國經濟增長有放緩風險。然而，隨着市場憧憬中美達成貿易協議，加上預期美國聯儲局周四（31日）減息四分一厘，筆者認為措施或能紓緩市場對美國經濟前景的憂慮。

根據彭博通訊綜合分析顯示，美國聯儲局於周四（31日）減息四分一厘的機會率接近九成。惟即使美國減息四分一厘，美元息率仍遠高於歐元區及日本貨幣，加上歐元區經濟仍然疲弱，英國脫歐進程未明，歐元仍難完全扭轉弱勢，美元指數在97水平暫見支持。可是，近期美國企業公佈業績表現參差，筆者留意到部分美國企業業績雖然優於預期亦未有如以往般大幅上升，可見美國三大指數現時處於高位，上升動力似乎有所減弱。

總括而言，本周有多項環球大事及經濟數據公佈，短期市場維持觀望，預料恒指在26,900點左右爭持，惟投資者宜慎防好消息盡出後股市在高位回吐。

港可助內地新經濟企業「走出去」

巴晴 香港交易所首席中國經濟學家辦公室

目前以創新科技和新商業模式為特徵的新經濟板塊正在迅速崛起，逐步成為推動全球經濟結構轉型的重要力量。傳統融資方式，如銀行信貸或私募基金等，未必能充分滿足新經濟企業的融資需求，更多需要考慮股權上市的融資方式。為配合這些創新成長型企業的需求，包括美國、英國、新加坡在內的全球各主要金融市場都已提供或正考慮推動有利於創新成長型企業的上市方式，包括允許使用不同投票權架構。

2018年4月，香港交易所借鑒全球主要金融市場做法和徵求市場意見的基礎上，進一步放寬上市規則，包括為生物科技類公司和不同權架構公司而推出新上市規則，同時還考慮將這些公司納入互通投資範圍，為創新型企業引入更多元化的投資者。數據顯示，自上市新規生效後至2019年9月底，共有55家新經濟公司在香港發行新股，融資規模達1,742億港元，已佔同期新股融資總額的46%。當中包括16家生物科技

公司，總計集資535億港元（包括沒有營業收入的9家公司通過新上市規則章節上市，融資268億港元）。

新上市架構力吸生科企業

香港成熟的估值體系和國際化的金融環境，靈活、透明和市場化的上市規則，能為新興企業提供良好的金融支持。通過改革上市架構，吸引更多內地及全球創新企業，香港可以在新經濟資產和全球資本之間搭建一個有效連接，成為孕育全

球科技巨頭的孵化器，也有利於進一步完善資本市場融資功能，以開放、多元創新的融資市場，助提升內地新興企業的國際競爭力。通過建立適宜的上市規則，推動一批創新型生物科技企業的湧現，將大大助力區域內新經濟產業的發展，為國家經濟發展帶來長遠正面影響。同時，內地創新產業的不斷崛起也將為香港注入新動力，使香港在內地企業實現國際化佈局和經濟開放中找到新的角色和定位。

滬港融慧

全球宏觀較弱 利潤難推動市場

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

美國上市公司強健的利潤增長，中美貿易爭端休戰的進一步確認，在上周再次推動了全球市場。世界主要股市第三周連續上漲，MSCI全球也接近一年來的最高。如我們在上周報告裡所提到的，兩地的投資者將更關注基本面的因素，而不僅是貿易爭端新聞。上周港股實際小幅下行，而香港本地股因為街頭政治的暴力未升級，有所反彈，但港股的日均交易額下跌到年內最低水平左右。A股有所反彈，高風險股票表現更好，部分A股公司的財報超出投資者的預期，這提升了其投資者的風險偏好。因為目前全球和中國經濟仍較弱，我們不認為利潤的增長能夠成為市場的推

動力，我們也不認為人民幣與港元利率在短期內會大幅下降。因此我們判斷近期市場仍沒有明確方向，而高科技和消費類板塊更有吸引力。

港美利差進一步擴大

在美國上市公司發佈了強健的利潤數據，以及中美貿易爭端休戰得到進一步確認之後，美國投資者也變得更加樂觀。雖然美聯儲可能很快下調利率，但美元國債的收益率曲線仍繼續上升，還變得更為陡峭。因為英國脫歐的不順利，以及美元利率的上升，美元指數也有所上行，而人民幣匯率也在上升。上周公佈了LPR，並未如市場預期的出

現小幅下行，人民幣利率因此明顯上升。港元利率也有上行，與美元之間的利差也是因此進一步擴大。

市場主要股市第三周繼續上升，MSCI全球上升0.92%，接近一年來最高，幾乎經濟區的MSCI都有上行。對於發達地區，經濟敏感行業有更好的表現，而防守類行業表現較弱。新興市場方面，能源與醫療表現較好，而電信行業有所下行。隨着全球股市的上行，國際大宗商品價格也明顯上升。

消費類板塊具吸引力

雖然全球主要新興市場上漲，恒指小幅下降0.2%。實際上，中小盤股大部分上

升，香港本地股也明顯反彈。11個主要行業裡能源和公用事業上漲最多，而IT與電信行業有所下降。香港的日均交易額回落到一年來的最低水平，而港股通與陸股通的交易額也在下降。交易額的持續下降顯示了投資者的熱情的降溫。A股市場上上周上行，投資者的風險偏好繼續上升，小盤股、高P/E股票和虧損股表現更好。雖然股指上行，A股的交易額也在回落，日均交易額也下降到一年來的低位。雖然小盤股漲幅較大，其平均的P/E仍有下行，這意味着一些公司的3季度財報的利潤增速要

高於投資者的預期。上周港股實際上小幅下行，而香港本地股

因為街頭政治的暴力未升級，有所反彈，但港股的日均交易額下跌到年內最低水平左右。A股有所反彈，高風險股票表現更好，部分A股公司的財報超出投資者的預期，這提升了其投資者的風險偏好。因為目前全球和中國經濟仍較弱，我們不認為利潤的增長能夠成為市場的推動力量，我們也不認為人民幣與港元利率在短期內會大幅下降。因此我們判斷近期市場仍沒有明確方向，而高科技和消費類板塊更有吸引力。

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。



■ 內地本周將公佈10月份PMI，市場預期為49.8，意味着製造業仍處於收縮區。 資料圖片