全球觀察

地緣政治風險推升港股避險情緒

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，香港地緣政治風險進一步上升，港股市場避險情緒大幅升溫。回顧上周行情，恒生指數下跌4.79%，收於26,327點，國企指數下跌4.20%，收於10,425點，港股日均成交金額為742.5億元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣為80億元。行業板塊方面，上周行業板塊均下跌。其中，地產建築業下跌5.94%，表現最不理想，主要由於香港地緣風險加劇令香港本地地產股大幅下挫；能源業和綜合業表現也較不理想，分別下跌5.90%和5.77%；必需性消費業下跌1.08%，表現相對最好，主要由於產品提價預期令部分食品飲料公司股價表現較好；資訊科技業下跌1.57%，醫療保健業下跌2.78%，表現均好於大盤。

隨着香港地緣政治風險持續發酵，海外投資者預期亦不樂觀。上周，香港本地的銀行地產股大幅下跌導致港股市場表現疲弱，恒生指數成份股跌幅前10名的公司中，香港本地的金融地產股佔了7席；香港股票市場整體沽空比率攀升至16.1%，遠高於前周的13.5%；恒生AH股溢價指數從11月8日的127.31升至11月15日的129.16，相當於A股較H股平均溢價29.2%，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%。

警惕成中美金融博弈場

香港資本市場的長期優勢在於其領先的國際金融中心地位和充當內地與國際金融市場的「超級聯繫人」的特殊身份。一方面，香港資本市場已經建立了規範的市場制度、先進的商業基礎設施、公正透明的監管體系、較低的稅率環境等領先優勢。憑借上述制度優勢，香港資本市場形成了強大的資本市場信息聚集和資本市場研發能力、金融人才培養體系，吸引了大量全球機構投資者和金融人才。另一方面，在內地資本賬戶沒有全面開放之前，香港資本市場作為向中資企業提供海外融資的優質平台，具有不可取代的獨特優勢，充當了內地企業與國際資本「超級聯繫人」。未來需警惕香港作為國際金融中心可能成為中美金融領域戰略博弈的角力點。

當前香港股票市場存在一定的內生穩定性。 首先，中資企業在港股市場上已佔據主導地位。恒生指數成份股由1997年的香港普通股主導（佔94.3%）轉換為內地背景的企業達到超過50%的份額，變化巨大。截至2019年10月底，港股市場中內地背景的企業有1213家，佔全部上市公司總市值的68.5%和成交金額的75.6。中資企業對應的是人民幣資產，受香港地緣政治風險的影響較小。

南向資金規模按年大增

第二，香港股票市場估值處於歷史低位，且是全球主要股票市場的估值窪地。根據彭博數據，截至2019年11月15日，恒生指數市盈率為10.3倍，較過去26年歷史平均低23.2%，處於歷史底部15.4%的區域。當前恒生指數所隱含的股息率為3.7%， 而中國和美國的10年期國債收益率分別為3.25%和1.84%。對於內地投資者而言，香港股市的低估值/高股息率具有一定吸引力。

第三，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。截至2019年11月15日，今年南向資金累計淨流入1,688億元（人民幣，下同），遠高於去年同期的淨流入704億元。自滬港通開通以來至2019年11月15日，南向資金累計淨流入8,444億元。

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。

百家觀點

氣氛偏樂觀 美股再新高

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 市場氣氛不斷改善，恐慌指數VIX已經連續下跌七周，目前運行在12水平附近。風險偏好回升，尤其是美國股市勇闖歷史新高。

一方面，中美貿易談判的進展牽動着資本市場的心。從10月開始，雙方不斷傳來好消息，令投資者亢奮，但很快美國總統特朗普又潑冷水，說沒有同意取消關稅。隨後傳來的消息是雙方在農產品方面也談不攏，投資者很快又回到了擔憂的狀態。不過11月14日和15日分別有美國白宮經濟顧問庫德洛稱中美達成貿協進入最後階段，以及美國商務部長羅斯表示，雙方極有可能達成協議。

地緣局勢仍是風險

隨後中美全面經濟對話中方牽頭人劉鶴也和美國貿易代表萊特希澤和財長姆努欽通話，談首階段貿易協議。最新消息是特朗普可能將在周一發佈90天許可延期，允許美國企業繼續和華為進行業務往來。一方面，大部分美國企業業績好於市場預期，多隻龍頭股份都表現強勁，包括蘋果、微軟、沃爾瑪等均站上歷史高位。一方面，經濟數據也帶來支持。雖然製造業還是疲弱，但10月零售銷售好於預期。

如此一來，道指很快從10月初的調整中走出，企穩50日線，並在11月增強上行動能，甚至在11月15日高見28,004.89，最終也能企穩兩萬八上方，並且連續上漲四周，累積4.61%的漲幅。標普在2,900找到支持後同樣上漲，在3,100下方徘徊多時後，終於在11月15日做出突破，更高見3,120.46。

標普連續上漲六周，累計5.71%的漲幅。納指動能強勁，在9月底10月初回落後，很快又升穿多個阻力位，並自11月開始企穩8,400水平，直到11月15日高見8,540.829，已經連續上漲七周。看多的情緒濃厚，甚至開始有憧憬道指破三萬關，只是包括全球經濟增長放慢和地緣政治風險繼續存在，不得不提高警惕。

美元調整走勢未完

不過美匯指數表現較為反覆。未受到前兩次減息太大影響，美匯指數甚至突破99水平，但10月初製造業數據疲弱加深投資者對經濟前景擔憂，美匯不得不從高位回落，連續失去50、100和200日線，好在97水平上方有明顯的支持，10月下旬有所調整。11月擔憂情緒回落，美匯指數再次轉強，但升至50日線就乏力突破。近日製造業產值下滑0.6%，是半年來的最大降幅，而工業產出環比下滑0.8%。

■中美貿易談判進展順利，加上美國企業季績表現向好，市場情緒趨樂觀，美國股市勇闖歷史新高。 法新社

美匯指數不得不又一次跌破98支持。料最新的美聯儲議息記錄也將重申之前的觀點，這就讓目光更聚焦在數據和貿易談判上，美匯指數對此將更敏感，料短期還在97至99區間震盪。

美債息下行空間有限

10年期美債收益率原本維持在下行趨勢中，今年內還一度和3個月期和2年期美債收益率出現倒掛，8月底9月初以及10月初多次考驗1.5%的支持。不過隨着貿易談判的進展，以及樂觀數據減弱投資者對經濟前景的擔憂，從10月中開始自低位反彈，升穿50和100日線，甚至一度在11月逼近2.0%水平，但從11月13日開始有所回落，目前正在考驗20日線的支持，短線看下行空間有限。**（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份）**

靜候社會運動緩和 港股有望再上

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上周社會運動升級，觸發市場再次憂慮香港政局走勢，港股受拖累下跌，恒指於上周一(11日)裂口低開後再反覆向下，上周累跌超過1,300點，最低跌至26,204點。 惟周一(18日)外資券商行表示看好港股前景，港股從近日低位反彈，短期觀望能否重上27,000點關口。港股撇除政局獨特因素外，走勢亦受外圍因素牽連，如中美貿易協議進展、各個主要經濟體經濟數據和貨幣政策等。筆者認為11月初港股投資氣氛有明顯好轉趨勢，加上市場普遍認為中美元首仍然很大機會簽署首階段貿易協議和外圍股市造好帶動，相信若香港政局短期內有緩和跡象，或能逐漸重拾投資者對香港市場的信心，帶動港股回升。

市場對中美貿談持樂觀

雖然筆者每周都老生常談般提起中美貿易戰，但確實中美貿易關係對內地、香港股市是一個關鍵因素，因為中美貿易直接牽涉了很多在港上市的企業，更遑論若中美關係觸礁對內地、香港整體投資氣氛會有多壞的影響。 雖然中美現時仍未有簽署首階段貿易協議的時間表，令市場將美國何時撤回針對中國進口貨的關稅為指標，來預測兩國元首有機會在什麼時限前簽署。筆者認為關鍵日子為12月15日，因為該日為美國對價值3,000億美元中國部分商品加徵15%關稅的啓動日期。

若中、美雙方在12月15日前仍未能達成首階段貿易協議，筆者相信美國會按原先策略執行加徵15%關稅，甚至再進一步調高關稅稅率，屆時中美雙方關係會再度惡化。 惟以現時美元指數接近98水平及人民幣兌美元企穩在「7」算關口來看，反映投資者對雙方能成功簽署首階段協議仍抱樂觀態度。

MSCI續A股擴容利後市

另外，美國近期的經濟數據表現穩定，反映整體經濟情況理想，加上資金有從債券市場套現後流入股票市場的跡象，相信投資者風險胃納(Risk On)增加，因此筆者認為美股年底前仍有力再向上創新高。再者，內地通脹雖然具風險，令內地短期降息、降準的空間減少，但是MSCI早前公佈第三階段A股擴容，A股納入因子由15%增加至20%，市場預期今次A股擴容行動可吸納的被動及主動增量資金規模達350億至400億美元，遠較今年5月份及8月份兩次擴容納入的資金流入規模高出約50%至70%，筆者預計內地股市會受惠於此而有支持。

總括而言，筆者認為若未來社會運動緩和，港股走勢似行好多於利淡，因現階段中美首階段貿易協議仍似會進行，而中、美股市向好對港股亦有穩定作用。

風險偏好或下降 對港股A股宜謹慎

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

上周美聯儲對於經濟的展望較為樂觀，而美國的通脹數據基本符合預期。但因為美國總統特朗普再次在貿易問題上威脅中國，美元利率明顯下降，收益率曲線也變得更平坦。美元指數上周僅有0.02%上升，但人民幣匯率則有所下降，主要也是因為對於中美貿易談判的樂觀有所降溫。

上周的經濟數據顯示中國經濟仍在進一步降溫，且沒有觸底的跡象。受此影響，人民幣匯率有所回落。因為阿里的IPO，以及香港更為暴力的街頭政治，HIBOR和離岸人民幣利率大幅上升。

在繼續五周持續上漲之後，全球股市出現了回調，MSCI全球下行了0.4%，MSCI發達市場略降了0.06%，而MSCI新興市場則下跌了2.92%，MSCI金磚國家更是下跌了3.96%。國際商品價格也有所回落，CRB指數下降了0.11%。

港股大跌原因有三

而港股的表現更差，恒指大跌了4.79%，香港本地股的跌幅更大。我們認為大跌的主要原因有三項，分別是更為暴力的街頭政治，大幅上漲的HIBOR，以及弱於預期的中國經濟數據。11年主要行業板塊弱有所下跌，能源、通訊服務和房地產的跌幅最大，必需消費的有相對較好的表現。

A股市場同樣下跌，但表現要好於其他新興市場。萬得全A指數下跌了2.59%，所有11個主要行業板塊下跌，能源與可選消費跌幅最大，而必需消費、IT和醫療板塊跌幅相對較好，防禦與高科技板塊有較好的表現。隨着A股指數的回落，A股的日均交易額周環比下降了13.8%，低P/E板塊的交易額更是下降了30%。

在上期的報告裡，我們對於港股和A股都更為謹慎，因為我們認為投資者對於全球經濟已經過於樂觀。上周市場的表現與我們預期的相符。我們認為投資的風險偏好仍可能進一步回落，因為之前市場已經大幅上漲。而十分較弱的經濟數據也意味着上市公司的業績可能低於預期。此外，香港社會的動盪也會給港股帶來進一步的壓力。不過，中美貿易爭端有望降溫，這對市場有提升作用。我們預期未來幾周兩個市場有望小幅回落，防禦板塊會有更好的表現。

第3季內銀資產質量點評：不良率小增 整體保持穩定

連平 交通銀行金融研究中心首席經濟學家、趙亞蕊 交通銀行金融研究中心高級研究員

2019年三季度末，內地商業銀行不良貸款餘額23,672億元（人民幣，下同），不良貸款率1.86%，撥備覆蓋率187.63%，貸款撥備率3.49%。雖然不良貸款佔比和餘額仍有小幅增加，但單季不良貸款佔比和關注類貸款佔比相比去年同期有所下降，撥備處於合理水平，商業銀行資產質量依然保持穩定。未來雖然外部環境不確定性增加，全球金融市場波動加劇，內地經濟運行仍存在一定下行壓力，部分領域潛在風險仍需重點關注，但商業銀行整體經營環境相對平穩。

貨幣政策寬鬆穩健，監管不斷加強銀行規範經營，長三角、粵港澳等區域發展機會凸顯，逾期等前瞻性指標正在持續轉好，經營業績和盈利能力提升為後續進一步加大核銷提供了充足的財務資源，有助於降低存量不良資產。預計2019年全年商業銀行不良貸款率仍會維持在2%以內的水平。

我們認為，不良率小幅增加主要受商業銀行核銷進度放緩以及城商行和農商行不良率明顯增加等因素影響。一方面，城商行和農商行等地方性銀行將逾期90天以上的貸款計入不良貸款這一舉措的過渡期陸續結束；另一方面，城商行和農商行等中小型銀行正處於不良資產的出清階段。但總體來看，商業銀行仍在不斷加大不良資產處置力度。據銀保監會數據顯示，自2017年年初至今，商業銀行累計處置4.9萬億不良貸款。2019年前三季度共處置不良貸款約1.4萬億元。得益於相對寬鬆的貨幣政策和財政政策、國有企業穩定的償債能力以及不良資產處置力度的加大，商業銀行資產質量仍將保持穩定。

風險抵補能力持續夯實

近幾年來，不良資產處置力度的加大一定程度上加快了撥備資源的消耗，但受益於近兩年商業銀行盈利水平的好轉，以及行業不良貸款運行整體趨穩的態勢，商業銀行貸款損失準備金的增長連續多個季度保持在20%以上，明顯高於不良貸款增速。三季度末，商業銀行貸款損失準備餘額44,417億元，較上季末增長1,812億元。推動撥備覆蓋率較去年同期增加6.9個百分點至187.63%，貸款撥備率也提升11個基點至3.49%，風險抵禦能力繼續增強。未來隨着監管政策的實施，對於商業銀行撥備覆蓋率超過監管標準（150%）2倍以上超額計提的部分，要還原成未分配利潤進行分配，商業銀行的撥備水平在數據上可能會有所下降，但並不會影響商業銀行採取充足的財務資源進行不良資產的處置與核銷。

部分領域風險壓力猶存，但資產質量總體仍將保持穩定。2019年前三季度，穩健的貨幣政策、嚴格的監管政策以及不斷凸顯的區域發展機遇，為商業銀行提供了相對平穩的經營環境。但隨着外部環境不確定性增加，全球金融市場波動加劇，國內經濟運行仍存在一定下行壓力，未來商業銀行部分領域潛在風險的防控任務依然較重。

部分民企信用風險增加

從債券違約情況來看，截至2019年10月底，中國信用債違約158隻，涉及債券餘額1,150.48億元。從違約主體性質來看，民營企業發行人仍是違約主體，違約債券達132只，只數佔比83.5%，涉及債券餘額872.6億元，餘額佔比75.85%，民營企業違約比率較去年持續增高。總體來看，受經濟增長放緩和貿易摩擦影響較為嚴重的民營企業，尤其是周期性較強的企業、低端製造業企業、批發商和零售商、對美貿易規模較大的民營企業風險暴露有所增加。

除了宏觀環境和行業壓力，民營企業自身經營管理薄弱、盲目擴張等也是風險主因。影響民營企業資產質量的負面因素短期內難以緩解，由此引起的信用風險也將有所增加。

地方政府融資平台債務風險應加以關注。隨着政府支出的持續加大以及減稅降費等政策對財政收入的影響，地方政府實際支出需求與其收入間的缺口壓力有所增強。尤其是整體經濟狀況相對較弱的西部地區，地方政府財力普遍較弱，資金缺口壓力更為明顯。這些區域的地方政府對融資平台的依賴程度更高，通過融資平台發債也成為其主要的資金籌集渠道。由於這些區域的地方政府本身債務負擔較重、財務狀況也相對薄弱，未來隨着地方政府信用質量的下降，對平台公司的支持力度也可能會有所削弱，因此部分區域的融資平台公司信用風險也應重點加以關注。

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。