

受惠人民幣企穩 港股料續吸金

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

人民幣匯率企穩走強，投資者對中國資產的信心上升，上周A股牛市氣氛迅速升溫，滬深兩市成交額連續多日突破1.5萬億元人民幣，疊加人民幣匯率走強，提振港股市場信心。但由於A股短期漲幅較大，投資者對股市走勢看法分歧加大，導致A股和港股市場大幅波動。

2020年5月底以來，隨着內地疫情防控取得重大成果，經濟有望獲得率先修復，人民幣匯率企穩走強。投資者風險偏好明顯改善，A股市場大幅上漲，港股市場也迎來一波估值修復行情。2020年5月29日至7月10日，上證綜指上漲18.9%，滬深300指數上漲23.2%，領跑全球主要股票市場，創業板指數漲幅更是高達35.2%，恒生指數上漲11.2%，國企指數上漲10.4%，表現好於全球主要股票市場。同期，美國道瓊斯工業指數上漲2.7%，美國標普500指數上漲5.1%，美國納斯達克指數上漲13.3%；德國

DAX指數和法國CAC40指數分別上漲7.2%和4.2%；英國富時100指數下跌2.0%；日經225指數上漲1.7%。

人民幣匯率左右港股表現

筆者認為，人民幣匯率的變化，在一定程度上反映了市場對內地經濟增長前景和人民幣資產的預期調整，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影響，進而左右港股市場表現。過去15年人民幣匯率變動的歷史表明，當人民幣（預期）波動較大時，恒生指數大概率會大幅度漲跌。

行業板塊方面，人民幣匯率走強將對房地產、航空和造紙等行業形成利好。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。

今年北向資金累計淨流入1,767億元人民幣，北向資金持股市值達到1.98萬億元人民幣，佔A股流通總市值3.37%，高於2019年底的2.95%。

香港市場方面，過去幾個月已有一定規模的海外資金流入香港市場。2020年4至6月，反映香港市場流動性的香港銀行體系總結餘分別上升306億港元、100億港元和318億港元。進入7月，海外資金繼續流入香港金融市場，港元匯率走強再次觸發了強方兌換保證。截至7月10日，7月香港銀行體系總結餘又增加了333億港元至1,648.9億港元。

中概股回流助完善港股結構

由於近期A股市場再現瘋牛行情，金融監

管層釋放出適度降溫信號，短期股市可能面臨一定的調整壓力。但是，筆者認為，在當前內地經濟轉型升級和中美貿易摩擦充滿複雜性、反覆性和長期性的背景下，資本市場在推動內地經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，同時也肩負着中國科技創新的重要職責，資本市場長期向好趨勢值得期待。

互聯互通利港股市場價值重估

香港背靠祖國，可以充分發揮「一國兩制」的優勢，將繼續充當連接內地與世界的橋樑，其重要性與日俱增。預計未來將有更多在美上市的優惠中概股以及內地科創公司選擇在香港股票市場上市，這將有助於促進香港股票市場結構的完善並吸引更多的機構投資者參與香港股票市場，從而對港股市場發展構成中長期利好。

港股市場當前估值處於歷史底部區域。根

據彭博一致性預期，截至7月10日，恒生指數2021年預測市盈率為10.1倍，較過去15年歷史平均低19.6%，處於歷史底部7%區域；恒生指數2021年預測市淨率為0.9倍，較過去15年的歷史平均低38.8%，處於歷史底部0.7%區域。在港股市場當前估值具吸引力的背景下，南向資金（內地資金）繼續實現大額淨流入，對香港市場的穩定起到了重要的支撐作用。截至7月10日，今年南向資金累計淨流入3,083億元人民幣，遠高於去年同期淨流入658億元人民幣的水平，也已超過去年全年淨流入2,221億元人民幣水平。長遠而言，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。

疫情持續 避險救市宜兼顧

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 疫情繼續肆虐，但相比起年初，如今大家有心理準備，而第一季甚至第二季開段，大概已把最壞情況都考慮在內，尤其非常時期，非常手段，要以各種措施，減少社交接觸和經濟活動，已經到了一個程度，各地的官方和民間均有聲音，不再希望如此拖下去，寧願冒一點險，如此一來，可以設想的是，餘下的時間，一直會陸續有負面數據出現，而另一邊廂，開始回復局部正常，則股市估值有回升，在大前提是救經濟的貨幣政策下，未必不合理。

金價保持上行態勢

當然，股市一片升勢，不等於對於疫情完全沒有擔憂。恐慌指數VIX連續下跌四周，但還沒有回到之前10至20的低位運行。然而，金價始終保持上行趨勢，除了年內三月跟隨其他資產一同被拋售，但也很快從1,500美元以下的低位反彈，上周能夠站上1,800美元。金價在7月8和9日還能收在1,800美元之上，但上周五失守，獲利回吐的壓力有所增加，連續下跌第二日，不過還是能連續上漲五周。金價目前仍未改變上行趨勢，疫情擔憂持續，美聯儲保持寬鬆的貨幣政策環境利好金價，料調整後仍有上漲空間。

銅價反映實體經濟

同樣是金屬，與實體經濟關係較大的銅價，可供參考。隨着經濟開始修復，經濟數據見好，銅價作出有力的反彈。三月銅價還一度低見4,371美元，但很快就收復了主要均線，七月站上六千關口，隨後



■疫情擔憂持續，美聯儲保持寬鬆的貨幣政策環境利好金價，料調整後仍有上漲空間。

資料圖片

漲幅更是進一步擴大，7月10日高見6,429.5美元，最終連續收漲第五日至6,412美元，目前已經連續上漲七周，累計23.75%的漲幅，從三月低位開始反彈46.7%。除了需求端的修復，最大銅產國智利疫情嚴重，供應擔憂增加，也利好銅價，料短線還能延續升勢，挑戰6,500美元。但需求要完全恢復還需要時間，還要密切留意疫情和經濟數據，包括美國CPI和零售銷售以及中國內

地GDP等。

油價走勢需看供應

至於油價，其參考價值略低，畢竟受供應面影響和主導，例如產油國之間的政經角力，並非純然的反映經濟，如此一來，紐油上行動能遠不如銅價，並不令人意外。當然，話說回來，亦已經從四月低位反彈，只是目前還在圍繞40美元震盪，7月13日重拾10日和5日線，高見40.77美

元，最終收漲2.35%至40.55美元，全周還是收跌0.25%。OPEC+即將召開技術性會議，將討論減產幅度。此外，美國頁岩油產量反彈或對油價也帶來壓力。

■權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無直接持有所述股份，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF（2840）之財務權益。

香港中小型住宅搶先復甦

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

步入7月份，筆者的電話收到不少朋友訊息，同是期望下半年經濟情況改善，各行業會「否極泰來」。其實，香港中小型住宅市道自從5月中起已出現明顯轉活勢頭，並且延續到6月份，使得5、6月間市道收復部分首季失地。

二手交投上半年跑贏一手

根據中原地产上半年樓市報告，整體住宅登記27,277宗及2,382.17億元，按半年上升79%及45%。一手登記錄6,199宗及683.27億元，平均交易價是1,100百萬元；二手登記錄19,430宗及1,610.63億元，平均交易價是829萬元。按半年度計算一手樓宗數和金額下跌兩成以上，但二手樓則反而齊錄兩成以上的數量和金額升幅，可謂上半年二手樓「完勝」了。上半

年新盤主要集中在樓價1,000萬元以下的單位，並取得不俗成績。6月份時，發展商嘗試加入1,000萬元至1,500萬元單位銷售，反映也較預期理想。

最近一周，本地疫情再爆發，錄得眾多未明來源的本地感染確診案例，為下半年住宅市情增添不少變數。如果以今年2至3月住宅樓市低潮數字估計，疫情反彈至社區再次嚴重爆發再生後，一手和二手樓交易量會由5至6月份銳減月2,000宗以上，則代表每月會流失約三成總體成交量，物業投資者小心樓市出現變化。5、6月旺市刺激發展商推盤意慾。6月份共錄得新增預售樓花同意書申請，涉及2,786伙，較5月急升71%。截至6月底，今年上半年新申請預售的單位數目達12,763伙，較去年同期的7,245伙多約76%，更

較2019年年度多約23%。

毋庸置疑，發展商在下半年做足準備，完成預售程序，伺機加推去追回上半年的銷量差額。所謂「謀事在人，成事在天」，下半年真正開售樓花成果還看疫情的發展。

其實6月初新增預售樓花同意書申請位置分布平均，每區都不乏捧場客！中國海外的九龍東啟德第4B區2號住宅地盤是較為矚目的一員。

發展商紛積極部署賣樓

正是啟德跑道區首個預售的地盤，涉及1,059伙，預計2023年3月底落成。同區的會德豐啟德第1L區2號地盤也於5月及6月分別提出第一期461伙和第二期552伙的預售樓花申請。

哪個樓盤熱賣將表明跑道盤和中心區樓盤的歡迎程度，可印證發展商願意多付地價去奪取跑道樓盤土地是否合理。

後市發展「還看天做事」

再者路勁基建和平安不動產合作的黃竹坑港鐵站上蓋第一期，於六月提出首宗預售申請，提供800伙，預計2022年底落成。至於其餘兩宗六月新申請則包括華懋觀塘安達臣道住宅項目，提供334伙，預計2023年三月底落成，以及保利置業屯門青山公路青山灣段的41伙住宅項目。

筆者大膽地預計如果疫情不會再度地區大爆發，限聚/居家令不會大幅修改，6月份預售樓花的單位銷情不太困難。第二季度會否有住宅「小陽春」「還看天做事」吧。

全球化重構與香港的角色(二之二)

陳爽 紳灣資本創始及執行合夥人 香港中國金融協會永遠名譽主席、香港華菁會主席

在數字經濟時代，大國的戰略競爭主要是科技的競爭，科技的財富主要包括兩方面，一是財富主要來自科技創新能力而不是對自然資源的控制能力；二是國家面臨最大安全威脅來自網絡世界而非自然界。美國封鎖我們如何應對：1. 根本上改變中國的創新環境；2. 加強與其他國家的合作；3. 給科研機構與科研人員更多的自主權；4. 引吸更多的科學家為我所有。

目前中國社會貧富懸殊的表現沒有美國那麼嚴重，主要是因為家庭儲蓄及過去同期內資產的增值。隨着資產價格泡沫的擠出和家庭負債比例的不斷上升，社會矛盾也會日益突出，需要有效利用財政手段組織公共資源解決醫療保障和義務制教育問題。中國政府主導的三大攻堅戰中，精準脫貧是重要方面，中國必須不遺餘力地解決貧困問題。

內地各級政府過去多年在強調服務業在GDP中比例的問題，強調產業結構調整，強調騰籠換鳥，要知道內地社會最大的問題還

是就業的問題。針對高污染行業等當然應當管制，但切不可急於強調捨去所謂的製造業，而盲目追求所謂服務業在GDP中的佔比。

內地產業正騰籠換鳥

內地市場的人口紅利逐步消失，房地產價格、能源資源以及勞動成本大幅上升，加上這兩年中美貿易戰，美國的大幅徵收關稅，使得內地製造業面臨巨大的困難，四十多年來所建立的供應鏈正面臨巨大挑戰。生產要素成本的上升本是投資者決定是否撤離內地市場的核心因素。而相反，美國原油、天然氣價格在過去幾年大幅下降，使一些製造業回歸本土有了現實的可行性。所以如何有效的控制成本，保持中國製造的競爭力至關重要。產業短期內被打破的可能性不大，但長期而言，確實充滿挑戰。

有兩種情況是值得中國考慮，一是對外交往中淡化意識形態的成分，更多的回歸到人

本主義的範疇內來探討問題；二是除了利用經濟手段對外交往，還有很多其他手段。

美國宣導去全球化並以意識形態為藉口，煽動其他西方國家反對全球化，以中國為敵，但畢竟作為全球化得益者，並沒有真正的意願退出全球化，所以這些國家未來必然會游走於中美之間。中國應當團結一切可以團結的力量「求同存異、共同發展」。

香港可發揮六大作用

香港作為全球的金融、貿易、航運中心，在中國融入全球化的過程中，發揮了不可替代的作用。目前香港最大的優勢還在於金融，還有就是香港的民間外交，這是中國其他城市在短期無可替代。以長遠來看，隨着中西衝突的加劇更加無可替代，善用香港依然十分重要。

1. 香港是中國海外投資的主要來源地，每年FDI(實際使用外資)大約為1,200億美元，其中50%以上來自香港；2. 50%以上的對外

投資從香港出發；3. 香港是中國企業資本市場融資的主要管道，IPO每年融資超過1,000億美元，發債數量超過500億美元；4. 香港是人民幣的離岸中心，離岸人民幣貿易結算的80%以上發生在香港，離岸人民幣存款的一半以上在香港；5. 世界排名前200位的銀行機構有134家在香港有分支機構；6. 香港可以投資世界主要金融市場的所有產品，資本充分自由流動。

另外更加重要的是，由於中國的資本項下開放還不完全，通過香港市場來實現資本項下的投資包括滬港通、深港通、債券通。所以香港實際上承擔了中國全球化過程中內地其他城市所無法替代的作用，是中國金融全球化的試驗田、防火牆，對外溝通的橋樑。去年修例風波之後，大家也非常關注香港未來是否還可以繼續充當中國全球化中原本承擔的角色。筆者有這樣幾個判斷：

1. 香港的「一國兩制」架構仍在，香港的獨立司法體系還在，中國市場的吸引力還

在。那麼香港的作用依然不會改變。雖然香港的GDP從1997年回歸是佔全中國的18%到現在只佔中國不到3%，但這是關鍵的3%；2. 由於香港回歸後已經是中國實際管控下的一部分，香港當然也會成為美歐攻擊中國的一個重要基地，原來賦予香港的一些特殊待遇，如獨立關稅區，人員流動的特殊簽證等都可能成為博弈的一個棋子。歐美在香港仍有巨大利益，在借助香港打擊中國的過程中，歐美必然也要考慮自身利益；3. 原本利用香港淡化中國色彩所作的科技交流，大學研究成果分享可能會被中斷；4. 通過香港投資中國的管道作用有可能會日益萎縮；5. 利用香港募集資金投資海外的私募基金投資等也很有可能被視為來自中國投資，需要特別嚴格的審批。對上述情況必須要有預案，目前很多的事項仍然並不明朗。

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。