

上證綜指革新助反映市場現況

寶鉅證券金融集團投資研究部

雖然內地次季GDP已成功扭轉首季的跌勢，並錄得按年3.2%的增長，但新冠肺炎疫情對內地的衝擊仍未完全散去。因此，為對抗疫情所帶來的負面影響，資本市場作為支撐內地經濟的支柱之一，其改革與開放的進度與速度直接影響了內地經濟增長的進程。而繼6月份深交所正式發布了創業板改革並試點註冊制改革後，上交所亦未有停下腳步，在本年度7月22日，上證綜指經歷了近30年來最大的一次改革與變化。

強化上綜指晴雨表作用

上證綜合指數向來是A股市場的晴雨

表，其走勢一直成為投資界關注的重點，但隨着內地經濟結構的轉變，高科技企業的崛起速度之快及其重要性之高已非常逼近傳統的行業，因此其編制的方法已漸漸難以代表內地的經濟及市場狀況。有見及此，上交所6月19日已公布，將與中證指數有限公司在7月22日起修訂上證綜合指數的編制方案，並且提出會以無縫銜接的方式實施，務求在不影響上證綜指的連續性下推行新的編制方案。

是次修訂方案包括了三大方向，使上證綜合指數的編制更能切合市場現況及提升其代表性。首先，新修訂上證綜指將會把ST

及*ST股份完全剔出樣本股份行列，過往這些股份除了難以反映主流公司的盈利能力及市場風險外，亦因為其股份價格波動較正常股份為高，對指數的穩定性產生不利影響，因此全數剔除ST類股份將能有效穩定及引導指數價格。

其次是延遲新股的計入指數時間，由以往的第11個交易日即可納入指數改為在上市3個月之後才能納入，有鑑於新股上市很多時在上市初期出現大幅度的股價變化，過早的納入亦令指數的走勢有所偏離合理狀況，因此新股納入時間的延長將有利提升指數的可靠及穩定性。

最後是將科创板納入上證指數，如前文提到新經濟股份的重要性近年以大大提高，是次改革將加入並25間在科创板上市

的股份，大大填補了上證指數在科技板塊的缺口，除了更能反應現時內地的經濟結構外，亦提高了上證綜指整體的代表性及全面性。是次革新一方面提高了上證指數的穩定性，亦同時改善了其上市公司及內地經濟結構的代表性，就投資角度而言，被納入指數的股份將能吸引更多資金流入，尤其是一些估值較低的股份將更能受到市場關注，除此之外，伴隨着上證指數的客觀性

提高，其相關的ETF產品的代表性亦同樣有所提升，預料將可吸引更多長線資金進入相關產品。

冀作定期指數檢討機制

值得一提的是，上證指數的改革固然是一個好開始，但是次改革仍未能觸及市場最關注的權重問題，一些傳統經濟股份的佔比與新經濟股份相較下仍然太高，相對妨礙了指數的表現及代表性，因此，為了指數的長遠健康發展，定期的指數檢討及更新將會是未來上證指數其中一個仍需要努力的地方。

政策寧鬆莫緊 貴金屬延續升勢

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

擔憂情緒明顯增加。一方面是全球疫情確診人數不斷攀升，一方面是中美關係突然惡化起來。恐慌指數VIX周三一度高見26.26，最終下跌至24.32，目前還是沒有回到疫情前10至20的低位震盪。

美國股市也一度受壓，避險資產金價獲得支持。不過，市場還是有好消息，包括美國政府達成購買疫苗協議以及共和黨考慮額外的失業救濟計劃延長期限至12月。除了憧憬美國政府推進新的刺激政策，投資者也預計美聯儲也將有新的行動。下周就即將有美聯儲議息會議，需要密切關注。刺激政策寧鬆莫緊，美匯指數近日下行壓力增加，周三更是跌破95一線，一度低見94.95，收跌至94.97，或很快創年內新高。

鉑金跟隨金銀狂歡

現貨金近日明顯增加上行動能，一度高見1,872.5美元，最終收漲在1,871.2美元。白銀也獲得支持。投資需求增加，跟隨黃金走高，周二一度突破23美元，創七年高位。後市來自中美關係和疫情升級的風險還將持續，尤其是美國大選臨近，我們需要做好心理準備，或隨時出現突發事件，這讓黃金持續在利好的

環境中，金銀後市還將延續升勢，或再創新高。其他貴金屬也獲得支持。鉑金這兩日動能加速增加，周二上漲6.46%，周三更是高見962.2美元，再漲4.72%，周四早段更突破970美元，目前正在回補三月大跌的缺口，當然短線有回檔也正常，後市甚至有機會重新挑戰1,000美元。

貴金屬以外的其他大宗商品，則走勢不一，跟市場好壞消息不一大概相關。風險資產受惠各國刺激政策而大漲，相對來說，油價的表現實在不如人意，主要是缺乏足夠的利好消息。在OPEC+做出縮小減產的決定後，庫存數據繼續打壓油價。在API報告原油庫存增長超预期之後，EIA公布的數據也意外增加。同時，美國本土產量是五周以來首度上升。紐油在周三盤中一度低見41.14美元，最終微跌。除此之外，美國頁岩油產量逐漸恢復料將對油價帶來壓力。目前來看，油價繼續做調整概率更大。



疫情及地緣政治風險持續高企下，投資市場擔憂情緒明顯增加，避險資金尋求避風港，推升黃金等貴金屬價格。 彭博

倫敦銅線有回調壓力，周三回落1.33%，不過上行趨勢並未破壞。料調整過後仍有上行空間。隨着商品價格走高，商品貨幣幣繼續走高。澳元不但企穩0.7關口，周三更是高見0.7180，觸及15個月新高。紐元也同樣獲得支持，一度觸及六個月高位。美元對加元一度低見1.3406，是一個多月來新低。

歐元或進一步走高

另一邊廂，歐區終於在周內確定了規模7500億歐元的復甦基金，給市場帶來

了信心，投資者憧憬各國會繼續推動新的刺激政策，利好風險資產。歐元在復甦基金協議落地後的確有獲利回吐的壓力，但整體還是延續上行升勢，已經連續上漲三日。歐元在周三高見1.1601，是2018年10月以來的最高水平，最終收漲6.22%，周四早段進一步走高。

(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上述股份，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF(2840)之財務權益。)

科创板解禁潮對市場整體表現影響有限

龐溟 華興證券首席經濟學家兼首席策略分析師

7月22日，科创板迎來開市一周年，而首批上市的25家公司的鎖定期為一年的首發股份、機構配售以及戰略配售股份即將解禁。當日跌幅最高的10大個股中，有6個為首批解禁的公司，這6家公司解禁規模和佔流通市值比例相對較高，跌幅介於3.5%與7.9%之間。

下輪解禁潮在明年7月

根據筆者的估測，按當前價格估算，在未來的1個月和3個月中，A股市場將分別迎來7,110億元(人民幣，下同)和1.43萬億元規模的解禁潮，其中來自科创板的解禁股份規模分別為3,240億元和3,920億元。7月22日首批上市的25家科创板公司將解禁超過30億股，解禁市值

高達1,790億元，約佔其自由流通股份市值和總市值的70%和10%。在科创板7月份和未來12個月的解禁市值中，來自半導體行業公司的解禁股份均約佔一半左右。當首批企業上市滿2周年時，跟投股份24個月鎖定期滿，科创板將在2021年7月迎來下一波解禁潮。

歷史數據顯示，在2013年7月、2015年6月和2020年1月等三次A股解禁潮中，相關板塊表現均曾承壓。但筆者認為，受各種因素限制，符合減持規定、可在90個交易日內以集中競價方式進行減持的解禁股份總值少於筆者計算出的理論上的解禁股份總值，解禁帶來的衝擊主要體現於短期、個股和心理層面，對市場長期的、整體的實際衝擊幅度相對有限。2010年11月創業板首批公司集

中解禁的過程也驗證了這一點。

監管層壓制無序減持

筆者認為，監管層維護A股市場長期穩定發展的意圖明顯，將繼續合理引導市場預期和流動性，保護中小投資者利益股份，堅決制止和打擊無序減持、違規減持。2017年5月，中國證監會發布《上市公司股東、董監高減持股份的若干規定》，在保持持股鎖定期、減持數量比例規範等相關制度不變的基礎上對減持制度做進一步完善，避免集中、大幅、無序減持擾亂二級市場秩序、衝擊投資者信心。上海證券交易所、中國證券登記結算有限責任公司發布的《科创板上市公司股東以向特定機構投資者詢價轉讓和配售方式減持股份業務指引》

於2020年7月22日開始實施，更好地完善了科创板合理減持制度，明確了市場預期，體現了註冊制改革的目標和思路，有利於首發前股東正常股份轉讓權利和其他投資者交易權利，有利於緩解資金壓力。

此外，市場對科创板優質標的、標桿企業、稀缺行業公司的興趣一直濃厚，相關交投持續活躍。在科创板50指數的成份股中，科创板首批上市的25家公司中也有24家位列其中。考慮到優質科创板公司流通盤的擴大，以及科创板50指數的發布和上證指數的優化調整，筆者預計，被動資金有望進一步加大配置，主動資金和長期投資者有望買入或加倉科创板優質標的，投資者的情緒也有望繼續高漲。

時裝企要「疫」境創價 不能只轉變銷售模式

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事



受疫情打擊，Lululemon等傳統服飾品牌生意低迷，為求殺出一條生路，該公司大膽地以5億美元收購一家只營運了2年的初創企業Mirror。

要求的驟變，面對消費模式與經營環境的急速變化，傳統服裝經營者必須要與時俱進，迅速改變經營策略。要突圍而出，再不能依靠舊有模式，企業必須要有「質」的變化。說個例子，Lululemon為一家來自加拿大健身服飾品牌，最近以5億美元價格收購一家只營運了2年的初創企業Mirror。

Mirror來自紐約，是由芭蕾舞者Brynn Putnam創立的。[Mirror]亦是一塊與全身鏡差不多大小的數位鏡，鏡中能顯示各類健身運動指示，讓使用者能透過鏡子觀看自己的動作，安坐家中，沒有現場的導師，也可以透過鏡中數據及應用程式按指示完成正確的運動動作，此產品能應用於拳擊、瑜珈、伸展、健身等項目，售價為1,495美元。Mirror也有提供每月39美元的訂閱服務提供直播課程，提供販賣產品以外的持續收入。

[Mirror]的主要客戶為「在家健身」的消費者，去年，紐約時報就將Mirror評為「最潮的運動器材」。

Lululemon與Mirror的邂逅始於2019年，當時，Lululemon投資了1百萬美元於這初創企業，雙方之合作主要是創造內容，共同打造在家運動的文化，當時Lululemon更將全球大使的冥想課程引入了Mirror平台。及後，雙方因了解而結合，利用相互產品在「在家運動」的領域上締造協同效應。

據Lululemon的市場調研，疫情期間，在家運動的顧客由64%升至75%，有了適當器材，在家運動的顧客甚至會升到86%，因此，在家運動這版塊仍有可觀的上升空間。今年Mirror預期收入為美金1億元，並預期明年會達收支平衡甚至有輕微盈利。

寒冬已至「質」變刻不容緩

不少分析師認為，Mirror仍處於虧本階段，Lululemon此收購，無疑是場賭博，卻，據其第一季公開的財務數據，在疫情早期，其營業收入已驟降17%，庫存大增41%，縱然網上收入有所上升，卻因物流成本大增而導致毛利率下滑。如果公司再沒有

「質」的變化，沉淪於舊有的銷售模式，無疑是慢性自殺。

從運動服飾銷售到創造運動文化未必是新鮮事，Nike便是其中佼佼者，事實上，收購成敗除了眼光，更大程度是取決管理層的執行能力。

疫情下，各行各業步入經濟寒冬，不少企業苦不堪言，誠然，老闆們何不好好想想，在經營方向作點轉變，放棄墨守成規，尋求突破？轉變帶來機遇，是危是機就看企業家如何把握。筆者在評估行業打滾了十多年，見證不少公司的興衰，每天思考的，就是透過改善經營模式、引入其上下游相關之合作夥伴、搭建財務模型並導出其反映經營效能之痛點等等方式，為客戶之企業創造價值，締造機遇，共度時艱。共勉之！

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。