

人幣加速貶值 釋放高估壓力



▲六月份下旬，在英國退歐、美元走強，以及內地流動性擔憂緩解、寬鬆預期漸濃背景下，人民幣貶值進一步加速

近期人民幣對美元及一籃子貨幣貶值有所加速，應該是受到強勢美元及國內寬鬆預期的驅動。惟市場情緒目前仍然穩定，未出現明顯的貶值恐慌，人民幣高估進一步修復。但考慮到中美經濟周期的背離仍未結束，未來各方對匯率波動的容忍能力仍然面臨考驗。此外，我們預計接下來PPI環比或在零附近擺動，再度觸及三至五月份水平應該存在困難，對下半年CPI同比的向上推升因而也比較有限。

安信證券首席經濟學家 高善文



高見善識

一、人民幣 持續貶值 外 儲保持穩定

五月份以來，人民幣對美元、對一籃子貨幣持續貶值。六月份下旬，在英國退歐、美元走強，以及內地流動性擔憂緩解、寬鬆預期漸濃背景下，貶值還有進一步的加速。但與去年八及十二月份的一個重要差

異是，此輪人民幣貶值過程中，外匯市場迄今並沒有出現明顯的恐慌情緒。NDF（無本金交割遠期外匯交易）市場貶值預期、人民幣期權波動率、CDS（信用違約互換）市場隱含主權債違約風險等指標走勢均比較平穩。

官方外匯儲備數據也結束了過去一年持續大幅下跌態勢，最近幾個月逐步穩定下來。六月份當月，外匯儲備還新增了134億美元，好於市場預期。過去一段時間經濟動能的脈衝恢復，有助於匯市情緒的穩定，這為央行減少干預力度

、適當引導貶值等一系列操作提供了十分有利的背景。企業外幣債務集中償付壓力的緩和和，資本流出和做空投機層面更嚴格的管制等，應該也發揮了重要作用。

總體上看，五月以來的匯率貶值，釋放了人民幣高估壓力，降低了發生不可控匯率貶值的風險。但考慮到中美經濟周期的背離仍未結束，未來各方對匯率波動的容忍能力仍然面臨考驗。

二、經濟動能穩中趨弱

七月中采和財新製造業PMI（製造業採購經理指數）均延續走勢弱頭。財新製造業PMI下行幅度較大，或表明小企業和出口企業境況更加困難。值得注意的是，水泥價格結束三至五月份漲勢，最近一段時間掉頭向下，這其中應該有淡季影響。此外，南方嚴重的暴雨和洪水也拖累了施工，使得華東、長江流域價格跌幅更大。是否也有經濟動能邊際走弱的影響，值得跟蹤留意。

六月及七月上旬發電耗煤數據表現均較強。但這可能存在水電的較大擾動，不一定對應工業產出的走高。具體需要等待更進一步數據的發布。

六月份30大中城市商品房銷售網簽面積同比回落至13%，七月上旬進一步走低。絕對水平也出現了一定的回落。房價環比走弱的勢頭可能也正在形成。

我們比較懷疑，考慮到過去幾個季度市場對趨勢水平的持續偏離，未來即便沒有貨幣緊縮的催化和配合，銷售活動出現一定程度的平台回落恐怕也難以避免。後續進一步走勢需要持續跟蹤。

三、CPI同比回落 PPI動 能減弱

CPI同比連續第二個月回落，六月同比增1.9%，重回2%以下。過去兩個月CPI的走低，對於緩解市場通脹預期和流動性擔憂，應該起到了一定的作用。其中，豬肉漲幅回落、鮮菜繼續下跌，貢獻當月食品和總體CPI的下行。但非食品CPI超過歷史均值。一是原油價格強勢，

三大因素推港股上揚

富途證券行政總裁 鄺必偉



必偉解盤

最近一段時間，香港市場一反過去的疲態和頹勢，走出一波相對獨立的上漲行情。這輪以英國脫歐快速下跌的行情為起點的

上漲，走得又穩又強，不知不覺指數已經漲了10%左右。與之前跟跌不跟漲的局面完全不同，這波行情回調的幅度很短。筆者將試着從三個方面去分析這輪上漲穩定的原因。

首先，港股的估值低，這也是筆者一直認為最重要的一點。目前港股整體市盈率在10倍左右，相對於A股的15倍有很大的折讓。這個從恒生AH股溢價指數就可以看出來，現在AH股溢價指數在128，即同樣的公司A股要比H股溢價超過三成。最近持續流入的港股通資金買入的標的也是集中在AH高折價板塊、中小成長股以及大藍籌板塊，連大笨象滙豐銀行也成為熱門股，持股市值超過200億港幣。此外，內銀股也是非常受青睞的品種，這主要得益於香港的內銀股普遍低於A股，在同股同權的現金分紅面前，持有內銀股的股息率就遠高於持有A股的股息率。

其次，人民幣的持續貶值也快速推動了港股的資金流入。最近人民幣對美元破了6.7大關，創了自2010年11月以來的新低，成為所有資本關注的

重點。由於港元是緊盯美元的聯繫匯率制度，所以持有港元計價的股票，自然就成為對抗人民幣貶值的工具。筆者認為，只要人民幣匯率存在持續貶值的預期，流入港股的資金就會源源不斷。在港股低估值的情況下買入港股，即使股價不動也能有變相的匯率收益，所以筆者預期這輪港股的上漲行情，應該不會只止步於目前的點位。

關注小市值個股

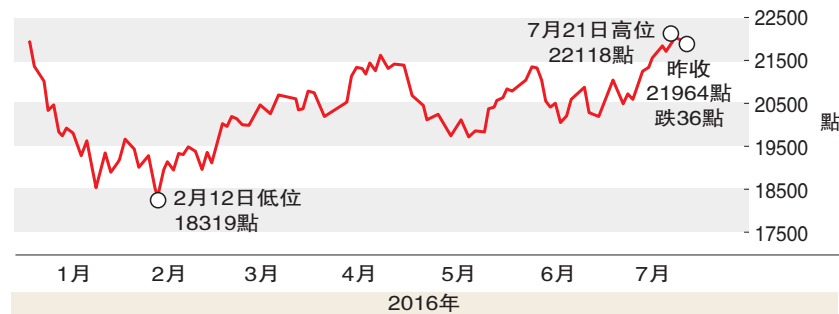
其三，深港通預期也使得對香港市場的整個預期發生很大變化。中國內地各級管理層和監管機構都反覆表態，2016年將適時啟動深港通。雖然直到現在深港通還是只聽樓梯響，但是隨着2016年已經進入下半場，很多資金早已開始積極備戰深港通了。從目前各個方面來看，深港通不僅將增添內地資金投資港股的新渠道，而且在標的的選擇方面，範圍也將遠大於滬港通，這必然會對深港兩地的股票市場產生非常大的積極作用。香港和深圳都有大量的小市值股票標的，他們之中一定會出現不少黑馬。

綜合以上三點，筆者認為，這次香港市場的行情可能並非是一輪曇花一現，相反也許是一輪有較大幅度和較大期待的中級上漲行情。所以，建議所有的港股參與者都應該對這輪行情的性質和幅度做一定的心理準備，沒準驚喜就會在不遠的將來到來。



▲目前港股整體市盈率在10倍左右，相對於A股的15倍有很大折讓

恒生指數今年走勢



▲過去兩個月CPI的走低，對於緩解市場通脹預期和流動性擔憂，應該起到了一定的作用

驅動各類燃料價格走高。二是醫療保健服務同比繼續走高。2014年以來，醫療保健價格同比持續走高，與這些領域市場化導向的改革可能有關聯。

受異常氣候影響，今年夏季南方暴雨和洪水災害較為嚴重，這對一段時間糧食、鮮菜、水產品、生豬價格都會形成向上的驅動。但考慮到當前經濟基本

面、糧食供需基本背景，並結合迄今的受災面積等數據看，洪水造成的擾動應該是比較有限的，未來兩個月CPI仍有望維持在2%以下。

六月PPI環比增-0.2%，較前月低0.7個百分點，降幅較大。逐項觀察，加工業環比增-0.6%，回落一個百分點，這貢獻了六月份PPI環比走弱的主要部分。採掘業和原材料環比也有走低，但幅度相對溫和。

六月中旬以來，一些重要產品期貨現貨價格出現了一定程度的反彈。前期權威人士訪談導致的投資者悲觀預期的修復，我們認為是商品價格反彈以及股票市場風險偏好回升的一個重要驅動力量。流動性擔憂的緩解、寬鬆預期的升溫，邊際上應該也有貢獻。

商品價格的修復會帶來隨後PPI環比的回升，但想要超三至五月份高點應當比較困難。即便有供給收縮力量的支撐，未來隨着經濟動能的脈衝回落，商品價格和PPI環比仍可能出現階段性走軟。

四、銀行間債市仍積極

六月中旬以來，受海外利多及內地流動性寬鬆預期驅動，銀行間債券市場持續走牛，幅度較為顯著。七月上旬，

市場情緒仍然積極。十年期國債收益率維持在2.8%附近，未有更進一步明顯下行的回升，但短期限利率價下行顯著，期限利差明顯走闊。顯示貨幣政策寬鬆預期影響仍在持續。此外，在流動性好驅動下，信用債收益率也重新較快下行，信用利差較大幅度收窄。五年期AA+中票收益率接近年初低點。

往未來看，通脹維持低位、經濟增長的階段走弱壓力或形成接力，繼續對利率債形成支持。但在此過程中，信用債兌付風險可能仍有暴露壓力，並對市場形成衝擊或擾動。

五、美數據趨好 歐銀行 堪憂

六月份美國經濟數據積極，新增非農就業超預期。與此同時，製造業與非製造業PMI大幅回升，特別是製造業PMI還達到了一年以來的最高水平。

新興國家中，印度、巴西、俄羅斯、韓國等製造業PMI不同程度回升，表現強於中國。

歐元區和日本經濟動能可能與前月相當。兩國製造業PMI均有反彈，服務業PMI回落，綜合PMI持平。但英國退歐的負面影響可能在隨後數月逐步體現，未來全球經濟增長仍面臨較大不確定性。

金融市場上，避險情緒與各大央行進一步寬鬆預期交織。美元指數大幅走高，並仍維持強勢。發達國家包括美國長債收益率紛紛創下歷史最低水平。美英股市偏積極，回到退歐前水平。但歐元區股指總體弱勢，近期銀行業經營危機擔憂再起，對市場形成新一輪考驗。