



經濟觀察家



江南曉望

「範式」是美國著名科學哲學家托馬斯·庫恩（Thomas S.Kuhn）最早提出來，其認為一個穩定的範式如果不能提供解決問題的適當方式就會變弱，從而出現範式轉換（Paradigm Shift）。用來描述每一項科學研究的重大突破，幾乎都是先打破傳統思維，打破舊模式，而後才成功的。經典範式轉換的案例包括免費報紙的出現、寬頻上網的普及等。企業在資本市場成長的過程中通常會經歷重要的範式轉換階段。

中銀國際環球商品市場策略主管 傅曉



►分析預計，黃金的「儲備價值」預計可能會繼續升高

中新社

# 全球經濟範式轉換 黃金資產最爲受益

進入下半年以來，全球資本市場進入了一個令人困惑的世界：全球增長前景惡化，貿易緊張局勢持續，金融體系扭曲加劇，全球大多數主要經濟體都在抵制貨幣升值，金融市場更加依賴於中央銀行和其寬鬆政策。展望未來，許多市場資深投資者（包括Bridge Water創始人Ray Dalio）認為，未來幾年全球資本市場在全球央行競相寬鬆的環境下面臨「範式」轉換。「範式」轉換的來源是什麼？有哪些資產可以得益於「範式」轉換？

## 聯儲降息預期升溫

對「範式」轉換的討論，或者來源於市場參與者清楚地看到「美聯儲主席看跌期權」不會被鮑威爾打破，當前的金融市場無法不依賴於中央銀行和其寬鬆政策。該期權源於格林斯潘，其後又有「伯南克看跌期權」和「耶倫看跌期權」。每當出現危機且股市下跌超過大約20%時，美聯儲預計在多數情況下可能會降低聯邦基金利率，這實際上增加了貨幣流動性並推動金融市場風險偏好上升。長期如此，投資者便認為美聯儲有意保護資產價格，就像是提供了一種可以避免更大損失的「看跌期權」。但長此以往刺激的效果會降低，或逐步導致「範式」轉換。

如果未來美國利率政策的方向是向日本央行和歐洲央行政策靠攏，10年期美債收益率中長期下降為零甚至負值，黃金預計是主要受益資產之一。實際上由於美聯儲降息預期和地緣政治緊張局勢，金價在2019年上半年漲幅達到11%，已經達到了六年來的最高水平，且出現黃金交叉（50日均線從下而上交叉100日移動平均線）。CFTC（美國商品期貨交易委員會）數據顯示，投機者通過建立多頭倉位及空頭回補的方式將Comex黃金淨多頭提升至2017年9月份以來的最高位。

筆者認為，隨著美聯儲轉向更加鴿派的立場，降息周期的開始和量化緊縮的結束很可能會令黃金價格在今年下半年再次上漲。中銀國際大宗商品倉位指數顯示，黃金目前淨頭寸／未平倉量比例為3.3，而歷史最高（低）值為5（-5），這表明黃金的淨頭寸仍然有上升的空間。據筆者分析，如果美聯儲選擇降息，那麼隨着全球央行重啟量化寬鬆及持續的地緣政治風險溢價，黃金價格可能基於目前水平上漲5%至

10%，在未來幾個季度亦預計可以達到每盎司1450至1550美元的價格水平。

目前歐央行、美聯儲、日本央行及中國人行都表示有意願進一步放寬經濟政策來共同抵禦下一波經濟放緩的浪潮。與美聯儲3月份的點陣圖相比，2019年利率的中位數繼續維持在2.375%，但有七名美聯儲成員將今年下半年的利率展望下調50個基點至1.875%。美聯儲主席Powell稱降息的可能性正在增加。儘管6月份的非農就業數據好於預期，但市場在7月18日仍然預計，本月底的FOMC（聯邦公開市場委員會）會議上美聯儲降息25個基點的概率為66.5%，而降息50個基點的概率為33.5%。

## 全球央行增加儲備

筆者認為，美國實際利率是黃金價格最有力的驅動因素之一，因為實際收益率的上升提高了持有黃金等無收益資產的機會成本。配圖顯示，黃金價格與美國10年期國債實際收益率呈負相關。通過回歸模型顯示，如果美國10年期實際利率達到0%左右，那麼以模型推算黃金價格預計可能達到每盎司1450美元至1500美元。儘管如此，實際上黃金價格相對於10年期收益率來說往往伴隨着「溢價」或「貼水」。比如目前美國10年期實際利率為0.3%，黃金每盎司1440美元的左右水平有小幅「溢價」，但相對合理。

另一個估值指標是：1983年至今（美元對黃金脫鉤以後）的歷史數據顯示，當美國10年期實際利率分別介於0至1%和-1至0%之間時，黃金價格往往會同比上漲10%和20.8%，白銀往往會同比上漲13.7%和17.5%。由於目前美國2年實際收益率為0.1%，黃金年初至今上漲11.1%，這與歷史數據接近。

白銀近期也頗受關注，重啟上漲趨勢，年初至今上漲4.2%，與歷史數據

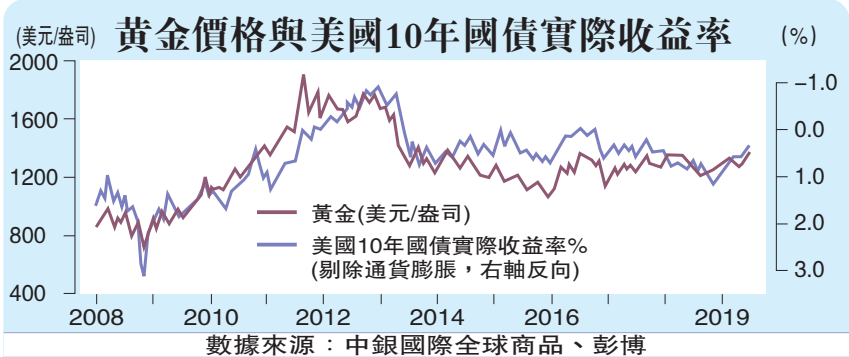
相比仍有相當的空間。如果美聯儲在今年下半年和明年持續削減利率，美國10年實際利率將降至負值區域，那麼黃金仍可能從當前水平上漲9%，白銀可能從當前水平上漲13%。此外，黃金對白銀價格比目前在前88，遠高於長期平均比值65，所以在低利率和負利率的環境下，白銀相對黃金的上升空間更大。

此外，我們需要考慮新一輪量化寬鬆政策和地緣政治風險溢價帶來的影響。在2008年全球發生重大金融危機後，全球央行已大幅擴大資產負債表。特別是在2010年至2013年期間，資產負債表快速擴張，黃金價格升到每盎司1800美元，進入歷史高位。如果全球央行開始採取更加積極的量化寬鬆政策的話，黃金的「儲備價值」預計可能會繼續升高。此外，由於地緣政治衝突升級，黃金價格得到支撐。有關中東以及朝鮮半島的緊張局勢尚未平息，這可能進一步引發黃金的避險需求。

在全球金融危機發生十年後，截至2019年一季度，全球央行的官方黃金儲備已超過3.4萬噸，其中幾乎所有的增長都來自於新興市場國家央行的購買。根據最新的世界黃金協會數據顯示，俄羅斯中央銀行黃金儲備在4月份穩步擴大至2183噸，在世界央行黃金儲備中繼續保持第五名。事實上，俄羅斯明顯減少了持有美元的比例，並開始施行外匯儲備多元化，例如增加人民幣和歐元儲備。

另一方面，中國人民銀行數據顯示中國黃金儲備在今年二季度顯著上升，且在6月底增加至1927噸。

全球以現貨黃金為抵押物的黃金ETF在2018年12月和2019年1月出現淨流出。拋售的行為主要來自於北美，而歐洲和亞洲的態度則保持相對中立。但在今年6月份，顯著上升的黃金價格刺激了黃金ETF的資金流入，且6月末的總持有量超出了今年一月份的峰值。



數據來源：中銀國際全球商品、彭博

# A股成長風雲再起

西南證券首席策略分析師 朱斌



斌眼觀市

當前的諸多線索，都在指向成長股有望迎來一輪階段性機會。

首先，從基本面來看，創業板二季度業績較一季度有明顯好轉。一季度創業板業績同比下滑13.8%，這讓市場擔心創業板業績的內生增長是否可持續。從中報情況來看，這一擔憂有所緩解。創業板中報業績增速同比下滑0.9%，二季度單季度同比上漲8.3%，較一季度有大幅度改善，也略高於筆者此前5%的預期，這顯示成長股業績的內生韌勁有一定體現，也進一步確立了去年四季度創業板業績底部的堅實性。

筆者在之前報告中多次指出，成長股漲跌與業績拐點息息相關：當業績拐點向上時，成長股估值提升；當業績拐點向下時，成長股估值下降。隨着二季度歸母淨利潤同比實現正增長，顯示創業板2018年四季度以來的業績反轉成立，由此也將帶動指數的反轉上行。從具體行業來看，業績增速已經出現拐點的是電子、軍工等，而通信、計算機等行業業績未來有望大幅度反轉。

其次，從催化劑來看，科创板推出有助於提升成長股估值。在歷史上，市場化詢價制度會使發行高估值成為常態。科创板將採用市場化定價機制，公司估值由市場給出。歷史上，採用這一估值方式的2009至2012年，共上市870多家公司，平均發行市盈率高達49.4倍。遠遠高於監管指導定價模式下的23倍。這種高價發行的氛圍，將有利於現存成長股的估值提升。當前創業板的2019年預測PE（市盈率）在45倍左右，低於歷史上市場化發行的估值水平。從歷史上的新板塊推出情況看，通常會提高新產業的估值，壓低傳統周期性行業估值的狀況。

理論上講，新板塊的推出，對存量板塊會形成分流與估值提升兩種效應。但現實中，這兩種效應在不同的

行業上表現的力度是不同的。中小板推出時，當時主板少數科技概念股估值獲得提升。創業板推出前後，這種狀況更加明顯：電子行業市盈率2009年初大致在27至32倍，10月創業板開板時達到了50至55倍，估值提升了一倍左右，且半年內持續維持在50至65倍的高位水平。

## 藍籌面臨雙重考驗

相比之下，創業板推出對傳統行業影響完全不同：金融行業受到了比較顯著的估值壓制，消費行業相對中性。創業板開板前銀行業市盈率在22至24倍，開板後半年回落至14至17倍；非銀金融市盈率也從45至52倍跌至28至36倍，表現出明顯的分流效應。食品飲料行業2009年10月前後市盈率橫盤在55倍上下，沒有發生顯著變化。

最後，藍籌股將面臨經濟與業績的雙重考驗，估值將承壓。在經濟方面，二季度經濟數據已經悉數公布，經濟下行壓力十分明顯。二季度GDP增速6.2%，是過去二十年以來的最低點。今年經濟前高後低的態勢顯露無疑。

在流動性方面，下半年流動性將面臨異常收緊的格局，這或許將超出市場預期。根據社融前瞻模型顯示，7至12月（五個月加總）的新增社融同比增速將下滑到20%左右，大幅度低於上半年的增速。

在業績上，前期上漲良好的龍頭公司業績面臨市場最嚴苛的考驗。貴州茅台發布的業績快報顯示其二季度淨利潤增速為16.7%，低於市場預期的25%，也大幅度低於一季度32%的增速。

與之類似的還有東阿阿膠，其二季度淨利潤為負，不及市場預期。未來經濟走勢若向下，外部經濟也將承壓，同時白馬股業績預期減弱，這使得白馬股或將進入震盪格局，相對優勢下降。

綜合來看，成長股有望迎來一輪階段性上漲機會。值得注意的是，接下去經濟下行壓力加大，白馬股步入弱勢震盪格局後，成長股有望取得非常不錯的相對收益。

# 下半年樓價料升5%

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

2019年已過了一半，是時候回顧及前瞻一下樓市。上半年本地樓市正好引證了美聯集團主席黃建業先生的預言「像霧又像花」，受到貿易戰陰霾影響，起伏不定。但綜觀次季樓市，可以用「量升價回」來形容，一手私樓買賣註冊量創出自2004年首季後的十五季新高。綜合美聯物業房地產數據及研究中心及土地註冊處數據，一手私樓錄得約7139宗買賣註冊，較第一季約5327宗大幅上升約34%。二手方面，次季錄得約1.44萬宗二手住宅註冊，較首季約9244宗大升約56%，並創去年次季以來新高。

樓價表現較反覆，受到貿易戰影響，美聯樓價指數於年初至今上升至今年5月底高位176.88點後回落，儘管樓價曾超越去年高位及創出歷史新高，但現時則高位整固，最新報約174.36點，即年初迄今累升約8.29%。

展望下半年，物業市場供求不平衡情況持續，成為支持樓市的重要因素，預計未來五年，公私營單位落成量平均每年約3.87萬個，與過去十年的平均每年落成量約2.82萬伙，上升約37%，但仍較1999至2008年平均每年約5.14萬伙少約25%，若較1997至2001年落成高峰期平均每年

約7.4萬伙更少約48%。

## 私樓供應尤顯緊張

事實上，本港私人住宅土地供應維持緊張，隨着政府公布公私營房屋比例由6比4改為7比3。私樓供應將受壓，單以本年度私人住宅土地供應亦僅得1.35萬伙，較上年度減少約25%。本港賣地進度緩慢，若以2019/2020全年度賣地目標1.35萬伙計算，過去兩個財政季度只到目標約四成水平，並需在未來兩季力推土地才可達標，相信有一定難度。

筆者預計，下半年有機會登場的全新盤供應將涉逾1.1萬伙，當中以啟德及何文田區佔最多，料逾2300伙；另外將軍澳及西貢區料有約2055伙，南昌及深水埗區佔約2021伙；而新界區則以荃灣及青衣區佔較多，約1626伙，而屯門及深井則佔約1226伙。

若發展商推盤步伐持續，相信今年全年一手私樓註冊量將達2萬至2.1萬宗水平，屆時將會按年錄得約三成的增長，並創出十五年新高。二手方面，成交量升幅將不及一手市場，但估計仍可錄得約達4.55萬宗，按年仍有約5%升幅，有機會創出五年新高。惟在一手盤訂價克制及採買如輪轉策略，二手樓價升幅將會受阻，下半年料在高位反覆及窄幅上落，樓價可望錄得3至5%升幅，較上半年表現略遜，但依然有所增長。