



▲有分析意見認為，未來資本市場的不確定性會明顯加大，三季度股票市場的表現幾乎不可能重複二季度的「奇跡」

股市不確定性明顯加大

毫無疑問，造成近期市場避險情緒急劇升溫的最大因素就是，美國再一次無理且極其惡劣地挑起針對中國的外交衝突。美中相繼關閉休斯頓和成都領事館的消息，使得港股在上周三及上周五分別下跌超過500點，滬深指數在上周五分別大跌3.86%及5.31%。繼貿易戰之後，股民再次成為中美角力的受害者。



春風夏語
夏春

諾亞控股集團首席經濟學家

在美國11月大選前，特朗普政府有可能再加大對中國的打壓，未來數月政治因素仍會不時刺激股市的神經，加上環球疫情未見改善，重現二季度牛市的可能性極小。但筆者相信，未來三個月，大家不需要為中美關係繼續惡化而過度擔心，兩國「鬥而不破」是最可能的結果，資本市場大跌的可能性並不大，這背後有四個重要的原因：

第一，現在中美關係雖然是二十年來最差的階段，但是回顧歷史，美國帶領西方國家在1989到1992年對中國在經貿和外交關係上的制裁和打壓，1996年圍繞台灣大選的中美衝突，1998年美軍轟炸中國駐南斯拉夫聯盟大使館，以及2000年中美南海撞機事件，這些都比目前的局勢更為嚴重，但中國都採取了理性與和平的方式進行化解，最終迎來了黃金發展期。筆者認為，目前雙方的外交衝突均處於可控階段，聯合國的國際爭端調節機制仍將發揮作用。參考歷史，軍事衝突的可能性極小。

第二，只要目前的矛盾不繼續升級，中國國務院副總理劉鶴將與美國貿易代表萊特希澤在8月舉行會晤，以評估第一階段貿易協議履行情況，有助於中美關係緩和。

特朗普政府有三派勢力，一是以財政部長姆努欽和商務部長羅斯代表的經貿合作派，二是以萊特希澤和納瓦羅代表的貿易鷹派，三是以國務卿蓬佩奧、國家安全顧問博爾頓，以及副總統彭斯代表的軍事和意識形態鷹派。在中美第一階段貿易協議達成後，貿易鷹派轉向經貿合作派，萊特希澤認為要從美國內部經濟結構改革來解決貧富差距擴大，創造製造業工作崗位以及提高勞工待遇等問題。

現在，雖然蓬佩奧等軍事和意識形態鷹派大張旗鼓，咄咄逼人，特朗普也希望把疫情控制不力、經濟衰退等困境「甩鍋」給中國。但仔細分析就會明白，政府內閣另外兩派並不希望中美經貿合作關係被蓬佩奧等勢力破壞，特朗普也在權衡為了恢復經濟，爭取連任，是與中國繼續交惡，還是採取合作更加

有效。

第三，距離美國大選已不足百日。筆者相信，特朗普很快就會發現，繼續轉嫁矛盾，製造與中國的外交麻煩，並採取軍事施壓手段，不會為經濟復甦帶來任何好處。美國人並不會那麼容易被忽悠，他與拜登的民調差距也不會縮小。相反，進入到大選最後三個月，股市將開始對大選可能結果進行定價。筆者在2020年下半年投資策略報告裏展示了歷史數據，大選結果與股市最後三個月的表現密切相關。股市下跌，意味着特朗普無法連任。而要維持股市的升幅，特朗普就需要集中精力控制疫情和恢復經濟。特朗普反覆無常的性格，可能在大選階段再一次表現得淋漓盡致。

第四，儘管A股和港股對美中相繼關閉休斯頓和成都領事館反應強烈，但是美股對於這樣的外交衝突顯得有點無動於衷，雖然上周最後兩個交易日也有所下跌，但主要的原因還是經濟基本面上的。

上周四，美國宣布上周新申領失業救濟人數近四個月來首次上升，投資者擔心新一輪疫情進一步打擊就業市場及經濟，拖累美股市場氣氛。上周五，特朗普簽署四項行政令，旨在降低美國藥品價格，醫藥板塊下跌拖累大盤表現。仔細分析就會發現，美股對中美關係緊張並不太在乎，實際是市場成熟度的一種表現。歷史上，政治、外交、軍事上的大新聞，對資本市場的影響都非常短暫。成熟的投資者最關心的依然是宏觀利率水平和企業的盈利。

另外一個解釋就是，資本市場覺得特朗普連任的可能性不大，他和蓬佩奧對中國採取的行動，都只有短暫的影響，不必大驚小怪。

上述兩點既體現在「香港國安法」推出以來，資本市場的走勢與反對者的想像截然不同，也表現在蓬佩奧近期發表的極端言論，並沒有受到美國主流媒體的重視。相比之下，中國投資者就比較容易受到自媒體充滿情緒性的觀點影響。

總結一下，筆者認為未來資本市場的不確定性會明顯加大，三季度股票市場的表現幾乎不可能重複二季度的「奇跡」，但是在歐美維持貨幣寬鬆，繼續新一輪財政刺激的背景下，大跌的可能性很小。受益於疫情持續和經濟復甦的行業仍

然將維持上行，同時避險資產會繼續受到追捧。

A股在3400點面臨阻力位，美股也比較難以突破2月中旬的高點，需要繼續在行業層面尋找投資機會。而黃金突破歷史紀錄只是時間問題，一方面，美元震盪下行是一個大趨勢，另一方面，以美元之外的一些貨幣計價，黃金早已經突破2011年9月的高點。

我們在7月20日的文章《全球政經動盪，大家族在布局什麼投資？》中提醒大家，一部分全球最富有的大家族，正在把二季度從股票市場獲得的利潤轉向住宅投資，以及科技、醫療等新經濟板塊的私募股權投資。

既然說到科技板塊，大家肯定非常關心香港正式推出被市場稱為「港版納指」的恒生科技指數，新指數將追蹤以雲端、數碼、電子商貿、金融科技和網絡等業務為主的30家市值最大的科技企業，前五大成份股分別是阿里巴巴、騰訊、美團、小米和舜宇光學。他們佔指數比重超過40%，前十大成份股佔比66%。

市場普遍認為「港版納指」有助提升投資者對在香港上市科技股的興趣，並預期有更多相關的ETF、期貨及衍生工具等投資產品會陸續推出，利好港股未來的發展，提高香港作為內地科技企業第一及第二上市的吸引力，鞏固香港作為國際金融中心的地位。

相信大家也注意到了，上周一，「港版納指」宣布推出日期，螞蟻集團宣布將在香港和科创板同步上市。兩大利好消息推動恒生指數在上周二大漲到25636點，但隨後三天恒生指數都以下跌收盤，被納入到「港股納指」的科技股跌幅顯著。

除了我們前面分析的原因之外，這樣的回調也符合我們之前揭示的一個重要知識點，就是中國優質的科技股，早已經被納入到各種指數裏面，新增一個指數，雖然是「錦上添花」，但單靠這一點是無法支撐價格持續上漲的。

從過去經驗可見，恒生指數的改組，甚至推出新指數等舉動，對市場的作用通常比較短暫，主要影響香港本地的機構投資者，比如香港的ETF、基金或金管局的外匯基金等，對國際投資者的作用其實不大。

企業盈利增速有望轉正



視點超群
李超

浙商證券首席經濟學家

兩個大循環是當前最重要的宏觀邏輯，發揮供給優勢支撐經濟領先企穩，緩解經營壓力，降低經營負擔，推升營收增速和利潤率幫助企業盈利維持高增長，推動累積庫存持續去化。筆者認為，在兩個大循環的多重支撐下，企業盈利有望在三季度末、四季度初轉正，企業庫存也將逐步進入「蓄力」階段。

1-6月工業企業利潤同比增速-12.8%，前值-19.3%；6月工業企業利潤同比增速為11.5%，前值6%。

當前中國正在形成以國內大循環為主、國內國外雙循環互促的新發展格局，國內大循環穩定需求、強化供給優勢，國內國際雙循環促進進出口。此前降成本政策呵護對企業盈利修復有重要作用，隨着復工復產推進，在全球經濟相對低迷背景下，中國經濟領先性企穩，兩個大循環對利潤的拉動作用開始顯現，國內經濟企穩帶動市場活躍度走高，提振企業營收和利潤率，緩解現金流量表壓力，1-6月工業企業營收及利潤率分別為-5.2%和5.42%，同時借助中國的供給優勢，二季度出口表現出超預期的強勁拉動，支撐經濟企穩，改善企業經營，6月PMI（製造業採購經理人指數）新訂單及新出口訂單分別為51.4和42.6，環比回升0.5和7.3個百分點。

筆者認為，中期兩個大循環將對盈利產生持續拉動作用，內需穩中有進，供給優勢持續支撐出口，在兩個大循環利好下，企業盈利累計同比或在三季度末、四季度初轉正。

後續庫存將經歷三個階段

2020年6月末規模以上企業產成品存貨增速8.3%，前值9%。庫存是需求和生產變動的淨結果，筆者認為接下來庫存走勢將經歷「下蹲-蓄力-起跳」三個階段，目前處於「下蹲」向「蓄力」演進的階段。

6月庫存延續去化，兩個大循環產生的積極作用正在顯現。需求端，內需領先性企穩，出

口超預期強勁，工業用電量、鐵路貨運量等數據逐步回歸常態，基建、地產投資帶動內需穩定內需，PPI同比開始觸底回升，中國供給優勢帶動出口數據表現較強，在全球整體貿易量顯著下滑背景下，中國6月出口交貨值同比增2.6%。

生產端，未來仍有改善空間，本次疫情本質上仍是一輪供給出清，有助於提升產能利用率的合意水平，目前二季度產能利用率環比大幅回升至74.4%，僅達到2016年底部，尚未達到2018年底部，預計產能利用率仍有回升空間，有助於推動庫存向「蓄力」和「起跳」切換。

筆者認為兩個大循環的作用正在顯現，短期，「投資帶動內需+供給優勢推動出口」是主導因素，將推動庫存繼續去化。中期，隨着生產能力的進一步上升，部分逆周期政策支撐下降，庫存將進入蓄力階段。未來全球經濟回升疊加內需出口共振，有望促使庫存周期向主動補庫切換（起跳階段），時間點最早可能在四季度。

大循環下的行業邏輯

疫情對全行業供需產生較大衝擊，但由於不同行業的需求和供給存在結構化差異，其庫存及企業盈利也呈現結構性特徵，筆者提示，兩個大循環有重要的行業邏輯：

一方面是暢通國內大循環推動需求回升、強化供給，二季度高技術製造業的突出表現在利潤和投資端均有反映，環保標準切換、基建項目加快推進帶動汽車、專用設備行業的利潤明顯回升，基建推進對原材料製造業利潤回升也有利好，在剛性必選消費、「宅經濟」和補償性可選消費的影響下，消費製造業盈利顯著回升。

此外，受益於市場活躍度提升和政策呵護，私營部門工業企業利潤修復處於領先水平。在國內大循環的支撐下，前期累積庫存持續去化，部分行業逐步向「蓄力」、「起跳」切換。

另一方面是發揮中國供給優勢彌補海外供需缺口、替代海外供給，中國產業門類全、經濟領先企穩佔據全球供應鏈重塑優勢地位，我們前瞻提示出口超預期也得到印證，目前計算機通信、醫藥、造紙、食品等行業盈利回升較快，部分行業已經有一定補庫的「搶跑」特徵。

港樓仍穩中求升



樓市新態
汪敦敬

祥益地產總裁

世道多變，疫情又再進一步變嚴重了，政府隨即「加辣」，對樓市影響最大的辣招，相信是將限購的人數維持在不超過2人。我們應該如何去看這個複雜的大局呢？筆者想在此分享。

市場的變化混雜了很多新的常態，其中因為疫情轉趨嚴重，放盤的人其實有所增加，加上成交減少，樓價理應是下調才對，但是看回反映樓市的指數都錄得上升，中原指數連升三周，貼近樓市最新成交時差只有兩天內的「祥益屯門樓市呎價領先指數」竟也錄得升幅，看回成交內容發現當中佔了約一半也是私樓的一線或優質屋苑的成交。

原來疫情下雖然令成交大減，但僅有的購買力皆去了追捧質素較高的單位，這是一種新的常態，極可能是亂世下樓市不跌反升的原因之一。

從報章所見，屯門御海灣的成交呎價有不少錄得1.9萬至2.1萬元，顯然在疫情之下，樓市在不同板

塊是有不同表現的，是一個平行時空。背後的原因在於，雖然有很多板塊多了放盤，但因為放盤的人其實以換樓人士為主，而他們較大面積的換樓單位放盤量沒有增加到。以屯門為例，600萬至800萬元的成交量較今年上半年為高，即是說有些板塊的而且確是有上升的道理。

住宅保值能力強勁

同時又見到金管局前總裁任志剛最近的報道，他認為第三次金融風暴可能會出現，而美元亦可能會下跌，這個邏輯正好解釋樓價可以在經濟下滑情形之下上升的。以黃金為例，在美元逐漸不穩定的情形之下，現顯著上升，而住宅樓市同樣有這樣的保值能力。

樓市在過去一年的天災人禍之下，住宅樓價只跌了3%左右。另外美國宣布無限量寬到現在，港元跟隨美元貶值約9%（根據美元指數），如果未來美元繼續貶值，在聯繫匯率之下，香港樓價顯得愈來愈平。

總括來說，樓市在負面因素之下，只能微調，其實沒有條件大跌。如果去到政治及疫情稍放緩的時候作出較大的升幅，亦是無可厚非的。