

# A股明年料跑贏港股

## 美股有下行風險 貿易戰需長期關注

交銀國際昨日發表2019年投資展望，該行預測，中國內地經濟已進入短周期底部區域，但市場應降低內地經濟出現強勁復蘇的預期。該行又認為，美國短期經濟周期已經見頂，未來美股有下行風險，或將拖累港股。如果中美貿易戰不再惡化，料內地股市跑贏港股。假如中美貿易戰惡化，內地可能進一步透過降準、降息和減稅等政策措施刺激經濟。

香港商報記者 張智榮



▲洪灝指出，明年美股盈利能否持續增長存疑。 記者 馮俊文攝

股份	交銀國際評級	目標價(元)
招商銀行(3968)	買入	38
平安保險(2318)	買入	100
世茂房地產(813)	買入	23.46
聯想控股(992)	買入	7.3
新高教(2001)	買入	5.6
藥明生物(2269)	買入	85
粵豐環保(1381)	買入	5.66
新奧能源(2688)	買入	92
吉利控股(175)	買入	21
大唐新能源(1798)	買入	1.34
海豐國際(1308)	買入	8.11
北京首都機場(694)	買入	10.73
中國鐵建(1186)	買入	12.2

股的盈利是否能持續增長成為疑問。

洪灝指出，如果美股轉差，與美股走勢相關性高的港股將受牽連。此外，內地企業佔港股市值約70%，強美元、人民幣貶值、內地經濟放緩等因素，都對港股構成負面影響。此外，從歷史數據看，當內地股市築底後，其後3年的回報均高於港股，因此應降低明年對港股的期望。如果中美貿易戰未有惡化，內地股市將會相對其他市場更為穩健，料跑贏港股。

對於美國部分長期及短期債息倒掛，拖累美股和港股。洪灝指出，長期利率走勢主要由全球資金決定，美國長短債息倒掛反映全球投資者看淡經濟增長前景，加上美聯儲明年有機會放慢短期利率上升步伐，即使經濟沒有出現實際衰退，市場亦會表現出經濟衰退的預期，影響股市表現。

# 貿易戰轉機出現

## 港股上望兩萬八

投資週記

12月2日，投資者引頸以待的中美領袖峰會終於傳出結果，貿易戰出現轉機：一方面暫停施加新的關稅措施，另一方面雙方繼續談判取消已經加徵的關稅。我們從10月中的兩篇文章《從「蔣幹盜書」說貿易戰》和《貿易戰快將出現轉機？》開始，就一直認為貿易戰有機會在年內出現轉機，現在事態的發展印證了我們的判斷，更增強了我們對年內港股走勢審慎樂觀的信心。

據央視新聞官方微博12月2日消息，當地時間晚上10點30分許，外交部部長王毅就中美元首會議舉行中外媒體吹风會。王毅在會上說，中美雙方就經貿問題進行的討論十分積極，富有建設性，兩國元首達成共識，停止相互加徵新的關稅。

之後，白宮發出的消息證實了中美貿易戰暫時停火的報道，並補充說中美將盡力在未來90天內達成關於貿易、知識產權等的一攬子協議，如果到期未能達成協議，美國仍會將已經實施的關稅從10%提高到25%。

在我們看來，雖然美國發出的消息留下了一條可能繼續加徵關稅的尾巴，但事實上實行的可能性不大，這不過是美國總統特朗普慣用的極限施壓手法而已，不具實質意義。因為特朗普所秉承的談判手法是極限施壓，其內在本原則是追求自身利益最大化，這也是我們形成中美貿易戰年內會有轉機的判斷基礎，現在中美之間之所以能達成貿易戰暫時停火協議或者共識，純粹是因為這樣的結果最符合特朗普的利益，因此再發生變化的機會相對較小。

### 壓制港股兩大因素好轉

到目前為止，兩個長期壓制港股的最重大因素，都較前好轉：

中美貿易戰的方向已經扭轉，預計未來中美貿易將逐步向正常狀態演進，而不是之前很多人估計的形勢越來越嚴峻，雖然不排除未來中美經貿關係再有波折，但估計出現方向性變化的概率不大，簡單來說，貿易戰因素短期將不再阻礙中港股市的發展；

美聯儲的鷹派加息立場，在特朗普的持續施壓下，終見軟化。美聯儲主席鮑威爾11月28日在紐約經濟俱樂部演講時表示，當前利率只「略低於」中性水平，聯邦市場公開委員會(FOMC)成員沒有預設的政策路徑。這說法改變了他此前的口徑。10月初，他仍指將漸進地加息至中性水平(既不刺激也不拖慢經濟增長的息率水平)，並不排除息口可能會超過中性水平的可能性，強調息率水平距離中性仍很遠。

由於美聯儲的鷹派加息步伐將吸引大量遊資離開新興市場進入美國，對新興市場較為不利，現在美聯儲加息立場有明顯的「鷹」轉「鴿」傾向，將改善新興市場的資金流出狀況，對內地和香港股市有利。

目前，影響股市的一些短期因素也大致穩定。中國內地經濟雖然10月製造業和服務業PMI(採購經理指數)均創年內新低，顯示增長放緩情況明顯，但總體仍在擴張區間。另外從市場心理來看，市場普遍預期較差的經濟增長數據反而會加大內地2019年支持經濟的力度，投資者普遍對未來預期有所改善。較差的數據與改善的預期對沖之後，預計對A股和港股市場不會產生大的負面影響。

另外，前一段時間美股的大幅波動，以及對美國經濟轉差、美國牛市見頂的擔心導致內地和香港股市受到一定的壓力。現在美聯儲的立場由「鷹」轉「鴿」後，預計美股受到利息上漲所帶來的負面影響也將大為減輕，美股後市有機會較前穩定，減少對內地和香港股市的負面影響。

簡而言之，前一段時間困擾港股的各種因素，近期都有不同程度的改善，利好港股後市，預計港股有機會在利好因素的支持下，年內向上挑戰28000點左右的區域。

華大證券首席宏觀經濟學家 楊玉川

# 料樓市明年中見底

## 跌幅最多兩成

樓市展望

美國聯儲局本月將再度議息，市場幾乎肯定百分百加息，對息口敏感的本港樓市近期出現調整迹象。交銀國際聯席董事謝聯聰預計，本港樓市將於明年6月見底，料短期調整幅度不會超過20%，主要看到過去30年本港樓市的短期調整不會超過20%，若跌幅達20%可考慮入市。

謝聯聰又認為，觸發現階段樓市調整的主要原因不是加息，因加息預期並非近期才出現，更多是居屋政策、樓市辣招，以及財富效應減弱等因素所致，尤其是新居屋政策令更多準買家對私樓觀望。

至於內地樓市，交銀國際表示，隨着內地經濟放緩，房地產價格下行的壓力越發明顯。高樓價可能導致內地家庭的槓桿率提升至不可持續的水平，並且影響居民消費水平，假若最終槓桿率無以為繼，很可能導致房地產泡沫爆破。

該行同時指出，如果內地家庭可以負擔得起房貸月供，那麼只要購房回報率超過抵押貸款利率，採用槓桿形式進行房地產投資是合理的。考慮到不同地區的房地產市場存在差異，因此考察房地產市場也應該因地而異。

# 內地房價平穩或小幅下降是好事

名家觀瀾

內地房地產市場全面調控至今兩年有餘，政策嚴厲程度史無前例。調控效果明顯，房價實現了基本平穩或者小幅下跌。價格調整的影響開始向銷售量、資金端及土地市場傳導，整個產業鏈的降溫意味着調控已經取得了階段性的成果，其意義重大。

目前內地房地產已經發展到一個新的階段，但高房價問題依然突出。核心城市房價收入比保持在20以上的水平，部分城市超過30，不僅遠超國際普遍認可的水平，甚至比美國和日本樓市泡沫破裂前還高出數倍(日本首都圈和京畿圈10至12，美國4至5)。其次，目前有業內人士預測內地房地產市場價值達到65萬億美元(約450萬億元人民幣)，已經超過美國、日本和歐盟三個地區樓市價值的總和。

房地產對經濟增長儘管仍有較大的貢獻，但鞏固調控成果的意義更為重大，必要時可以接受犧牲短期部分經濟增長的代價。實際上，房價穩定，哪怕是小幅下跌，短期內也不會對經濟增長產生較大負面影響。通過增加供給(包括租賃住房)來滿足剛需群體的需求，在一定程度上也能保障房地產投資和銷售的基本平穩。基於此，在控制住房價的同時，通過振興實體經濟，不斷提高居民的收入水平，使得未來居民收入的增長長期超過房價的上漲，不斷縮小房價收入比，通過「擠泡沫」的方式，長期、平穩消除房地產泡沫將創造歷史奇蹟。

### 房價上漲得到控制促市場整體降溫

從國家統計局公布的70個大中城市房價指數看，城市房價上漲基本得到控制。從環比看，4個一線城市新建商品住宅銷售價格指數9月份由漲轉跌，10月穩定不變。二手住宅銷售價格指數下降幅度增加，9月環比下降0.1%，10月份降幅上升到0.2%。31個二線城市新建商品住宅和二手住宅銷售價格指數的漲幅繼續收窄，10月份分別上漲1.0%和0.3%，漲幅比上月分別回落0.1和0.5個百分點。35個三線城市新建商品住宅和二手住宅銷售價格指數也呈現趨穩態勢，10月份35個三線城市新建商品住宅價格上漲1.1%，漲幅比上月擴大0.2個百分點；二手住宅銷售價格上漲0.5%，漲幅比上月回落0.3個百分點。

如果僅僅房價趨穩，我們還不能判定房地產市場降溫，只有成交量、投資開發、資本及土地市場都出現降溫迹象，才能判定調控取得成效。目前內地已經基本達到這一目標。

### 房價小幅調整或有利於經濟穩定

近20年來，內地房地產市場一個令人難以理解的現象就是房價只漲不跌。這一現象在全世界都屬罕見。由於內地房地產調控多次搖擺不定，往往在經濟下行時放鬆調控以拉動經濟，房價上漲過快時則加強調控來平抑房價，尤其是過於側重限購、限貸等需求端調控，而不是供給調控與需求調控相結合，致使房價「越調控越高」，形成了市場對房價「只漲不跌」的預期，從而削弱了調控效果，危害了房地產市場的健康。

房價過快上漲還加劇了居民收入分配差距。北京大學11月28日舉行的「內地居民財產差距與收入分配問題研究」成果發布會相關報告顯示：在房價的助力下，不論在城鎮還是農村，房產價值佔居民總財產的比重已經達到超高水平，房價也成為推動居民財產價值增值和差距擴大的重要原因。2002年至2012年，居民總財產分布差距基尼系數上升了38.7%，其中45.4%是由房價上升引起的，尤其在城鎮地區，房價上漲對居民財產差距擴大的影響更為顯著。

當前房價已經到了相對較高的水平，如果放任房價過快上漲會增加年輕群體的購房壓力，抑制消費能力，當房價與收入持續脫節時就有可能引發斷供等系統性風險。

目前內地房地產市場調控思路和措施是正確的，調控重點在於控制房價上漲，可有效地避開誘發樓市危機發生的政策因素。房價收入比是一個比值，化解房地產市場風險不僅可以通過降低分子(房價)的方式，還可以通過增加分母(收入)的手段。控制住房價的同時，通過振興實體經濟，不斷提高居民的收入水平，使得未來居民收入的增長長期超過房價的上漲，不斷縮小房價收入比，通過「擠泡沫」而非「刺破泡沫」的方式，保障內地房地產市場實現「軟著陸」。

房地產和金融業的快速發展與工業部門形成較大利差，導致資金加速流向房地產行業。新增人民幣貸款數據顯示，居民部門2009年新增人民幣貸款為2.46萬億元，至2017年增加到7.13萬億元，增長了190%。同期，企業部門(非金融性公司及其他部門)新增人民幣貸款從7.14萬億元下降到6.71萬億元，下降了6%。居民部門新增人民幣貸款佔比從26%增加到了53%。房貸構成了居民貸款的主要部分，很明顯新增貸款主要都流向了房地產行業，這對實體企業部門的融資產生負面影響。房地產市場調控結合金融的強監管對於引導資金回歸實體產業部門具有重要意義。

### 堅持房地產調控須付出一定代價

目前房地產在內地經濟增長中仍然起着重要作用。2017年房地產行業增加值53850.7億元(人民幣，下同)，對GDP的貢獻率為6.5%。由於核算方法及相關技術指標的影響導致貢獻率被低估。如果按照市場租金法來重新評估自有住房服務價值，房地產對GDP的貢獻達到12%。

房地產投資也對經濟增長發揮重要作用。2018年1至9月內地房地產市場投資8.86萬億元，房地產投資佔固定資產投資的比例為18%，按照2017年資本形成對於GDP增長貢獻率32.1%來估算，房地產投資對GDP增長的貢獻率約為5.8%。

我們呼籲通過市場配置資源，但房地產調控不僅關係到經濟發展，而且與國計民生息息相關，所以政府的合理、適度調控是必要的。內地長期、平穩消除房地產泡沫將創造歷史奇蹟。

上海市人民政府參事、人民銀行調查統計司原司長 盛松成  
同策房產諮詢股份有限公司研究員 宋紅衛



美元指數明年有機會見頂回落。

大行報告

### 瑞銀降水泥股目標價逾7%

瑞銀發表研究報告指，市場對明年內地水泥行業前景過分悲觀，擔心房地產市場放緩會打擊水泥需求，因此對於相關股份的強勁業績表現未有作出反應。該行認為，水泥業將踏入淡季，短期的確面對風險，但市場仍未反映水泥股的穩固派息，以及東部水泥價格整合所帶來的正面影響。該行將水泥AH股目標價普遍下調逾7%，但仍維持「買入」評級，當中首選為華潤水泥(1313)。

瑞銀估算，明年內地整體水泥需求只會下跌3%至4%，當中東部地區跌2%；相反，廣東及廣西地區可望錄得4%升幅。

### 花旗下調睿見教育目標價至3.8元

花旗發表研究報告指出，由於監管政策存在不確定性，因此將睿見教育(6068)目標價格從4.7元下調至3.8元。睿見教育年初至今的股價已累跌31%，新目標價仍較4日收市價高出17%。花旗維持睿見教育「中性」的評級。

同時，花旗將睿見教育2019至2020年度的盈利預測下調14%至15%。花旗指出，睿見教育繼續受惠於強勁的K12教育需求，儘管不確定因素依然存在，因為民辦教育促進法的修正草案可能會在今年第四季至明年首季內完成審議。



目前內地高房價問題依然突出。