

# 疫後復甦近尾聲 中國經濟將呈不均衡態勢

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，中國人民銀行下調金融機構存款準備金率0.5個百分點（不含已執行5%存款準備金率的金融機構），並開展1,000億元人民幣中期借貸便利（MLF）操作，因上周有4,000億元人民幣中期借貸便利（MLF）到期，本次降準實際釋放長期資金約7,000億元人民幣，超出市場預期。同時，國家市場監督管理總局反壟斷局批准互聯網科技巨頭的一項收購案，疊加兩大互聯網科技巨頭考慮互相開放生態系統的市場傳聞，提升投資者對科網股的市場風險偏好。另外，2021年二季度GDP增長7.9%，兩年平均增長5.5%，增速比一季度加快0.5個百分點，但略低於市場預期和疫情前水平以及潛在產出水平。預計下半年中國經濟恢復進入尾聲，房地產和出口或逐步下行，服務業消費和製造業投資仍有一定上行空間。

回顧上周行情，恒生指數上漲2.41%，收28,005點，國企指數上漲2.71%，收於10,153點，恒生科技指數上漲2.49%，收於7,614點，港股日均成交金額為1,517億港元，較前周下跌11.66%，南向資金淨流入11億元人民幣。行業板塊方面，上周各行業板塊漲跌互現。其中，資訊科技業上漲

4.35%，表現最好，主要是受外媒報道兩大互聯網科技巨頭考慮互相開放生態系統以及互聯網科技巨頭的一項收購案獲得監管機構批准等利好消息影響；醫療保健業上漲3.93%，公用事業上漲2.88%，表現均好於大盤；工業下跌3.1%，表現最不理想，主要受部分公司中報預期不佳的因素影響；非必需消費業下跌0.73%，能源業下跌0.04%。

## 出口強勁 消費增速稍緩慢

中國經濟繼續穩定恢復，但經濟恢復仍呈現不均衡態勢。6月份，出口表現仍然強勁，工業生產穩定增長，製造業投資增速回升，但消費改善比較緩慢，地產投資和銷售數據走弱。6月份，在全球經濟持續復甦的背景下，依靠全產業優勢，中國進出口總額同比增長22.0%。其中，出口同比增長20.2%，進口同比增長24.2%；工業增加值同比增長8.3%，兩年平均增長6.5%，增速比5月份微降0.1個百分點，仍維持在較高水平；製造業投資同比增長16.4%，兩年平均增長6.0%，增速比5月份大幅回升2.3個百分點；社會消費品零售總額同比增長

12.1%，兩年平均增長4.9%，增速比5月份回升0.4個百分點，但仍低於疫情前2018-2019年的平均增速；房地產開發投資同比增長6.0%，兩年平均增長7.2%，增速比5月份回落1.9個百分點。同時，商品房銷售額兩年平均增長8.8%，增速比5月份下降7.0個百分點，商品房銷售面積兩年平均增長4.8%，增速比5月份下降4.6個百分點，表明房地產信貸調控的影響逐步顯現。

## 貨幣政策料轉向中性偏鬆

貨幣政策基調或轉向中性偏鬆、靈活精準。扣除3,000億元人民幣用於歸還到期的MLF，本次降準釋放長期資金約7,000億元人民幣，好與市場預期。在國務院常務會議釋放降準信號的2天後，中國人民銀行就宣布全面降準，以確保流動性的合理充沛，進一步支持實體經濟發展，繼續加大對小微企業融資支持力度，降低融資成本，緩解大宗商品價格上漲對企業生產經營的影響，這意味著央行貨幣政策基調或轉向中性偏鬆、靈活精準。同時，本次降準釋放了便宜的長期資金，有助於降低銀行負債端的成本（用低成本的降準資金置換高成本的MLF資金，

給銀行讓利130億元人民幣），進一步推動銀行加強對實體經濟特別是中小微企業的金融支持。

中國6月金融數據好於市場預期，流動性已趨於穩定。6月社會融資規模增量為3.67萬億元人民幣，好於市場預期，同比多增2,008億元人民幣。6月末社會融資規模存量同比增長11.0%，增速與上月持平，比上年同期低1.8個百分點。6月份新增人民幣貸款2.12萬億元人民幣，比去年同期多增3,086億元人民幣。6月M2同比增長8.6%，增速比上月回升0.3個百分點，比去年同期低2.5個百分點。從結構看，6月企業部門繼續實現同比多增，但居民的中長期貸款連續兩個月出現同比下降，反映實體經濟中長期融資需求較為旺盛以及房地產信貸調控的影響逐步顯現。

## 企業違約風險仍需防範

下半年流動性有望改善，對股市整體影響偏正面。一方面，中國經濟恢復進入尾聲，但經濟復甦呈現不均衡態勢，地方政府、部分國企和中小企業財務壓力仍較大，信用違約風險仍需防範和化解，局部失業風險依

然存在，全球疫情或將持續更長時間，地緣政治的走向還存在較大不確定性。另一方面，當前國際市場上美元流動性充裕，美聯儲態度較為溫和。如果進一步收緊流動性，可能會引發熱錢流入和人民幣過快升值。

## 放寬銀根有利股市

流動性環境的改善可能會在下半年提振振據融資和企業債券融資，後置的政府債券融資也可能逐步恢復，預計M2和社會融資餘額的同比增速可能逐漸企穩。對於資本市場而言，雖然本次超預期降準也反映出下半年經濟恢復態勢可能會低於預期，但央行貨幣政策或轉向中性偏鬆、靈活精準，有助於改善股市流動性，提升市場風險偏好，對股市整體影響偏正面。隨着今年下半年央行貨幣政策更加靈活精準，中美經濟增速差距收窄和美聯儲可能宣布削減購債規模，預計人民幣匯率將保持基本穩定，雙向波動將是常態。

(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

# 市場氣氛反覆 還看數據啟示

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

投資者繼續衡量數據，並結合美聯儲官員講話，嘗試為貨幣政策前景帶來多一點啟示。與此同時，近期進入美股企業業績高峰期，大家不得不同時關注，成績表是否有驚喜，抑或只是僅僅符合預期，甚至是遜於早已超前反映的股價。

上周五美國零售銷售數字意外錄得上升，利好美匯指數。美匯指數雖然從七月開始上行動力不如之前，卻能夠守住92關口，全周錄得0.6%的漲幅。於此同時，美債息回落，10年期美債收益率連續下跌三周，失守1.3%關口。恐慌指數VIX主要在15至20區間震盪，連漲第二周，升14.03%。美國三大指數在上周均下滑。

## 金價拾級而上 連升四周

此消彼長之下，金價獲得機會反彈，連漲四周重上1,810美元水平。金價從七月開始反彈，一度升穿100和200日線，突破1,830美元一線，但上周五沽壓增加，同其他貴金屬一起回落，好在仍能錄得四

周連陽。目前現貨金還在區間震盪，反彈動能有限，千八料還是有一定支持，但千九在短期內不容易突破。

其他貴金屬方面，白銀陷在100至200日線之間震盪多時，始終缺乏明確的方向，上周五沽壓增加，跌破區間支持，單日下跌逾2%，錄得兩周連跌，失守26美元一線。短線或進一步下探，不過料24美元附近有較強的承接。鉀金從七月開始反彈，目前已經重新回到100至50日線的運行區間，只是上周五回落0.95%，好在沒有改變四周連陽的升勢。短線還是有機會回測1,800美元一線，1,900美元附近有小小的阻力。鉑金亦在上周五大幅回落，一度失守200日線，低見1,096.5美元，單日下跌2.57%，不過全周還是有1.17%的漲幅。重新回到1,100至1,300美元運行區間的鉑金動能暫時還是有限，需要更多調整。

大宗商品方面，倫銅已經窄幅震盪多時，大部分時間都是圍繞百日線震盪。上

周回落0.97%至9,427美元，繼續缺乏方向。尤其是上周五美元走高，更是限制了銅價的漲幅，短線進一步回落的可能性增加。倫鋁也有調整，連續下跌兩周，但沒有改變升勢，守住50日線支持，2,600美元一線阻力大。

至於油價，上周產油國遲遲未能達成協議，是影響油價的主要因素。

## 產油國分歧 主宰油價走勢

此外，疫情擔憂有所增加，不利油價，只是美國零售銷售數據意外上升，為油價帶來一些支持。紐油自高位回落，週阻75美元，一度回測50日線支持，最終錄得連跌第二周，下跌3.69%至71.81美元。最新消息是，阿聯酋和沙特最終還是解決了分歧，OPEC+以視像會議方式通過協定，



美匯指數上行動力不如之前，卻能守住92關口。

八月起每月收縮減產規模40萬桶，直至12月。紐油今早很快下跌，不過整體升勢還不至於完全破壞。

總體而言，市場趨勢漸見反覆，主要是受到來自數據和決策者講話多方消息影響，方向並不一致。

(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持有上述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

# A股及港股仍然受壓

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股7月反覆偏軟，主要因為市場仍然受內地政府對中資科技巨企執行反壟斷法、加強監管大數據平台的不明朗因素所籠罩。而上周應是中資科技巨企因累積跌幅大出現反彈，筆者認為也只屬技術性反彈。筆者認為在反壟斷及監控大數據平台事件未平息前，中資科技巨企難真正扭轉弱勢，中資科技巨企下半年仍有機會跑輸大市。因為多隻中資科技巨企皆是指數成份股，所以相信大市短期都會受壓，預期恒指在26,800點至28,400點之間上落。

## 數據反映經濟增長放緩

內地方面，上周四(15日)國家統計局公布了多項數據，包括第二季GDP按年增長7.9%，低於市場預期的8.1%；6月規模以上工業增加值8.3%，優於市場預期增7.8%；6月社會消費品零售同比增加12.1%，高於市場預期的增加11%。數據反映即使內地經濟增長有所放緩，但總體方向還是向好。惟短期A股及港股兩地股市較受反壟斷及監控大數據平台事件影響，即使經濟數據符合預期，兩地股市在事件平息前亦較難有大幅反彈。

反觀美國方面，美股7月表現較港股佳，即時上周公布了高於預期的美國6月消費者物價指數(CPI)後，市場雖有震盪，但未見得恐慌性下跌。美國6月CPI按年上升5.4%，高於市場預期的上升4.9%，5月為上升5%，創自2008年8月以來新高；按月則上升0.9%，高於市場預期的上升0.5%。美國6月核心CPI，按年升4.5%，高於市場預期的上升4%，5月份為上升3.8%；按月則上升0.9%，高於市場預期上升0.4%。6月通脹數據公布後初段，美國10年期國庫債券息率從1.34厘回升至1.38厘，美元指數上升0.4%，納指仍能上升，反映普遍投資者認為美國高通脹只屬短暫性，聯儲局未必會短期內執行收緊銀根措施。

筆者預計聯儲局最快也要今年第四季才討論削減買債規模及2022年底至2023年初開始啟動加息。中段過後，美國10年期國庫債券息率回升至1.4厘以上，納指才轉升為跌。美國10年期國庫債券息率在前周曾由1.4厘急降至1.25厘，當時新經濟增長股是跌，而不是上升，因為加息急挫主要是投資者避險意識提高，把資金流入債券市場，導致債價急升、債息急降的情況。筆者認為只要美國10年期國庫債券息率保持在1.5厘以下，市場上的投資氣氛不會太差，美國新經濟股份仍可保持強勢。

(筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)

# 氣候危機當前 資金爭相投資再生能源

Simon Webber 施羅德投資首席投資組合經理

2020年對於氣候變化行動是非比尋常的一年。面對急需解決的氣候危機，公眾輿論、政府、企業及金融市場的態度均已起了重大變化，而相關議題亦已集合更多投資、研發和國際合作的力量，從而加快環球各國向碳中和經濟模式轉型的步伐。

雖然現時只是序幕，但這無疑對保護地球和避免發生氣候災難均是令人振奮的好消息。到現在為止，來自政商界的新動力均大力支持致力應對氣候變化的企業投資者。

## 相關企業估值大升 轉型加速

然而，投資並不是那麼簡單。隨着金融市場於2020年開始意識到轉型規模將相當龐大，公司估值已開始反映這一點。在可再生能源、電動汽車、氫能、循環經濟及可持續食品等板塊中，擁有強大技術優勢

的公司均在估值方面錄得大幅上調。上述的估值上調主要是反映這些行業，以及為創造解決方案作出投資的企業，增長前景正隨着轉型步伐加快而優化。

與氣候變化相關的資產估值偏高低不僅是未來投資回報的障礙，同時也意味着市場競爭將隨着投資者更廣泛地意識到未來的轉型和增長機會而變得更加激烈。

目前已有了一些例子顯示，激烈的競爭會導致氣候相關行業的回報降低，而太陽能行業便是最佳實證。該行業在過去十年間經歷一輪投資和產能擴張後已變得商品化和分散。整體而言，太陽能行業是周期極長的長線投資。

另一個近期的例子是作為鋰電池重要零件的電池陰極材料。該行業的供應商已大幅擴大生產規模，但仍有眾多新晉企業爭相湧入，不斷推高行業產能。因此，該行

業的結構變得分散，即使增長強勁，市場亦已出現供應過盛的情況。但凡涉足該行業的，利潤和資本回報都在面臨壓力。

大量新晉企業正在加入成熟電動汽車製造商的競爭。不少初創企業均已透過特殊目的收購公司(SPAC)籌集資金及上市。此外，現有汽車製造商所推出的新車型號亦正在急劇增加。雖然這種競爭將有利銷量增長，而部分供應商亦將取得佳績，但汽車製造商要爭取市場份額將很可能成為更加嚴峻的考驗。

## 風力發電設備行業具競爭力

目前，愈來愈多企業正試圖構建及擁有與可再生能源相關的資產，因而讓市場漸趨分散。新的競爭者包括透過在資本市場集資成立的新開發商，正在轉向潔淨能源發電的公用事業機構，以及最近將資本預

算從化石燃料重新分配至可再生能源的幾家傳統石油及天然氣公司。

在這種資金充裕及競爭加劇的環境下，那些擁有明確及可持續競爭優勢的公司將會成為贏家。投資價值較高的行業將是那些理性競爭者數目相對合理的行業，因為加入行業的門檻較高，而且具備產品差異化的潛力。

我們認為目前仍擁有合理競爭環境的一個例子是風力發電設備行業。風力渦輪行業在過去十年已經經歷重大變化，市場份額亦在自然整合過後落在最強的數家公司手中。

此外，該行業近年來並無大型的新晉企業，而業內的主要企業均有着不同的市場定位。因此，我們認為風力發電行業的盈利增長前景可觀，而且可帶來豐厚回報。

# 澳門樓市下半年將漸入佳境

張宏業 特許測量師、中國房地產估價師

自本月10日凌晨起，粵澳通關全面恢復至七天核酸檢驗有效期，為旅遊相關行業重燃暑假生意復常希望。其實過去半年，廣東省疫情起伏是主宰澳門經濟的決定性因素，賭收上落數字足以清楚表述。

在5月底、6月初廣東疫情暫升溫影響下，6月博彩毛收入減至65.35億元，日均博彩毛收入跌至2.2億元，較首5日均2.8億元急跌22.4%。可喜的是今年上半年賭收累計490.23億元，按年增45.4%，反映整體博彩業步入緩慢復甦期。如果按全年計，眾多投行預計今年賭收約1,200億元，大約是2019年的四成，算是已找到短期的業界生存平衡點。

## 今年首5月留宿旅客增20%

今年首5個月入境旅客339.9萬人，按年增4.7%，留宿旅客增20%，不過夜旅客則減9%；留宿旅客的平均逗留時間是2.9日，增

加0.2日，不過夜旅客則減少0.1日。過夜旅客上升幫助填滿本澳酒店房間，平均酒店入住率回升上六成上，雖然酒店房價處於較低的水平，有助酒店業可以存活下去。

## 旅遊業復甦 商舖成交回升

旅客量減少，旅遊零售生意備受打擊。生意本來已回復疫情五成上，但是6月的收緊粵澳通關安排把生意打回三成以下，業界期望暑假期間，旅遊零售業得到回暖機會。另一方面，電子消費優惠計劃六月起可使用，對民生零售行業有帶幫助，吸引不少年輕人經營各式零售店，帶旺澳門/氹仔區的五萬元月租下的市道；改善整體零售氣氛。

今年首五月澳門商舖錄161宗及15.08億元成交數目和金額，已較去年上半年增加13%和15%，足見商舖市道已見起色。除了上述的青年創業利好小型商舖租務市道外，旅客的逐漸重臨吸引大宗租賃成交，是整體

商舖市場復活的利好佐證。

寫字樓及工廠則因澳門未來發展方向有着懸殊的表現。首季寫字樓估計成交約15宗，但是推算次季可回升至60宗，較去年同期急升六成上。投資者/商家開始收納寫字樓，已吸納南灣區兩層單位自用，作價金額傳達兩億元，證明寫字樓市場湧現趁機吸納活動。工廠市場仍然是工商舖市場中最淡靜的，估計次季成交約十三宗，比首季的十五宗更低，且同比跌兩成半以上。預計未來半年，寫字樓市道可望逐漸回暖，但是工廠則會持續低迷。

## 私樓靠首置客 豪宅仍低迷

最後評論澳門物業市場的主體部分——私人住宅物業。澳門住宅市場近月保持平穩向上，成交量維持半月有300宗上下水平。截至6月15日，暫錄2,913宗成交，已超越去年上半年的2,645宗，升幅不低於一成。全澳平

均住宅樓價是視乎當期一手單位的成交均價，上半年整體均價徘徊在95,000至100,000元/平方米區間內。首置客是主流投資者，穩佔八成半左右，主流成交金額是八百萬元內，符合首置剛需主流購買力。豪宅市道仍是低迷，始終市民對未來經濟仍在觀察中，不能誘發大量換樓需求。

租務情形受制於外勞持續減少影響，尤其非本澳市民居住的地區，大型單位租金仍然下跌，尋找外僱租客委實不易，只有減租引來需求。租金下調拖低投資回報率，減低住宅投資氣氛，造成住宅活動不振，自住用家成為住宅市場主流！需求互換情形下，豪宅的平均呎價反比中小型單位低，業主期望以低均價吸引投資者/換樓人士重臨中大型單位市道。

筆者預計下半年澳門的中小型住宅市道會是平穩向上，全年有着一成以下的升幅，待2022年粵港澳全面通關後才重回持續上升軌

道。豪宅市場則仍然持續低迷，外籍僱員多寡是決定性因素，深深影響其租務市場，先會是租務市場復常才可吸引豪宅投資者/換樓客再度入市趁平吸納。

## 澳門經濟最差時間已過去

隨着廣東省疫情受控，省內市民踴躍注射新冠疫苗，粵地的疫情下半年可望維持受控。澳門支柱產業的博彩業及旅遊相關行業是步入穩定增長期，旅客重臨激活澳門經濟平穩復甦，本地經濟才可回復持續增長期。澳門政府財政健全，絕對是經濟復甦的強後盾。澳門經濟最差時間已成歷史，正昂首迎接穩定增長期，當地整體樓市肯定受惠而吹奏復甦調子，實是市民和政府所喜見的。

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。