



## 2019 年上半年宏觀事件分析及港股投資展望 1/2/2019

### 前言

2018 年下半年環球政治經濟形勢可謂十分險峻。中美貿易衝突愈演愈烈，自去年 7 月打響第一炮後，雙方多番談判未果，被加徵關稅的產品一再增加。直至 12 月初中美元首才在 G20 峰會期間達成休戰三個月的共識，然而危機至今仍未完全化解。中美爆發貿戰，令本已面臨增速放緩的中國經濟雪上加霜。與此同時，美聯儲去年四度上調息率，並縮減資產負債表。不斷收緊的貨幣政策減少市場流動性，利淡資產價格。在多個不明朗因素的陰霾籠罩下，恆指由去年中的 29000 點水平回調至年底的 25800 點水平，跌幅超過一成。

2019 年上半年港股將何去何從？本報告將逐一探討可能左右港股走勢的宏觀事件，並就應市策略及具投資價值的板塊進行討論。



## 目錄

宏觀事件.....	3-5
恒指預測.....	6-8
板塊分析.....	9-15
總結 .....	16



## 宏觀事件

我們預期，今年上半年港股走勢將會偏淡，主要由於中國經濟增長壓力加大，以及中美貿易衝突預期持續將困擾大市，但相信負面因素被美國放緩的加息步伐，以及中國的積極財政政策、略為寬鬆的貨幣政策及改革成效所局部抵銷。

### 中國經濟增長壓力加大

內地近期經濟增長相對疲弱。

製造業表現最令人失望。內地官方製造業 PMI 及財新製造業 PMI 皆跌破枯榮線。內地 12 月官方製造業採購經理人指數(PMI)為 49.4，而 12 月財新製造業 PMI 為 49.7，兩者皆低於預期及 11 月數字，而且低於枯榮線，而 1 月官方製造業 PMI 為 49.5，仍處於枯榮線之下，反映內地製造業正面對困境。

工業景氣有轉差跡象。11 月規模以上工業企業實現利潤總額按年減少 1.8%，是最近 3 年首次出現負增長，主要受工業生產銷售增速放緩、工業品出廠價格漲幅回落、以及成本費用上升等因素所影響，而 12 月數字更進一步惡化為按年倒退 1.9%。

固定投資方面，去年農村除外的固投數字按年只增長 5.9%，遜於市場預期的 6.0%。

出口方面，以美元計，11 月出口按年增長 5.4%，增幅低於市場預期；而於 12 月，出口更進一步惡化至按年倒退 4.4%。

不過，零售方面表現較穩健。去年 12 月社會消費品零售總額按年增長 8.2%，好過市場預期及 11 月的 8.1%；而去年全年零售總額增長率為 9.0%，符合市場預期。

總體指標上，內地去年 GDP 增長 6.6%，而單計第四季，GDP 亦錄得 6.4%的按年增幅，反映總體經濟增長尚可接受。



## 中美貿戰不易完全解決

中美貿易衝突雖然有解決的希望，但仍然困難重重。現在中美貿易衝突處於 90 天的休戰期當中，期內會有多輪談判，但相信中美貿易戰再拖延的機會大，這 90 日後難有令人滿意的結果，雖然談判或可達成部份共識及條款，但估計不能刺激港股大幅上升。

另外，美國總統特朗普 2 年後很可能有意再參選總統，而打擊中國發展是美國現屆政府的大方向，可獲得美國國民認同，因此相信中美貿易衝突不易解決，中期將持續困擾港股。

## 香港的加息壓力小

美國聯儲局的加息步伐，視乎多項環球政經因素，包括美國經濟形勢、中美貿易衝突發展、美國總統特朗普搖擺不定的政策、加上其他國家的政治問題，如英國脫歐的不確定性，以及其他央行收緊流動性等。如果以上問題惡化，美聯儲的加息次數太多，或引起經濟衰退。

現時美聯儲官員普遍對加息的言論愈來愈鴿。隨著特朗普的施壓要求停止加息，加上去年 12 月加息後，環球包括美國的股市大跌，市場普遍預期美聯儲將減慢加息步伐。

香港的息口展望方面，港元與美元掛鈎，美國加息或令香港有加息需要，美聯儲去年加息 4 次，而香港部份銀行只在去年 9 月把最優惠利率(P)調高 0.125 厘，在聯繫匯率制度下，港息有理由貼近美息，但在本輪加息周期，美息加幅已較港息加幅大 2.125 厘。不過，現階段來看，香港銀行體系結餘仍然充足，港息似乎未有追加需要。



## 內地中央政府將從財政政策、貨幣政策及改革方面著手改善經濟

中央政府於去年 12 月舉行了中央經濟工作會議，為今年的政策方向定調，並確定主要任務。會議強調，內地今年有必要採取逆周期措施來推動經濟增長。中央政府將從財政政策、貨幣政策及改革方面著手改善經濟。

內地計劃保持相對寬鬆的貨幣政策。去年 12 月 19 日，人行推出定向中期借貸便利(TMLF)這一項新工具。TMLF 期限較早前推出的中期借貸便利更長，而且利率更低，可支持銀行向民營企業及中小企業放貸。另外，人行於今年初宣佈下調存款準備金率 1%，大大加強資金流動性。內地經濟增長壓力加大，我們預期今年人行將進一步降準，並繼續實施各種借貸便利操作，內地去槓桿進程預料將會放慢，令內地流動性保持合理性充裕。

另外，內地將實施積極的財政政策。中央將更大力度地減稅降費，並加大基建投資支持力度，有助拉動整體經濟增長。市場普遍認為中央有機會下調增值稅及企業稅率。中國財政部表示，正在討論多項減稅降費的措施。加大基建投資方面，會議強調了今年基建投資的主要領域，包括 5G、物流、工業網際網絡、城際交通及城市公用事業等。

推進改革開放上，改革開放 40 周年紀念大會上宣布，中央將擴大對外開放，並加強智識產權保護，亦將促進國企、民企與外企間的公平競爭。中央強調推進結構性改革，當中國企改革為一大重點，將組建一批國有資本營運公司，以加速混合所有制改革，長遠讓經改革的企業提升營運效率。



## 恒指預測

圖 1：經自然對數化後的恒生指數周線圖

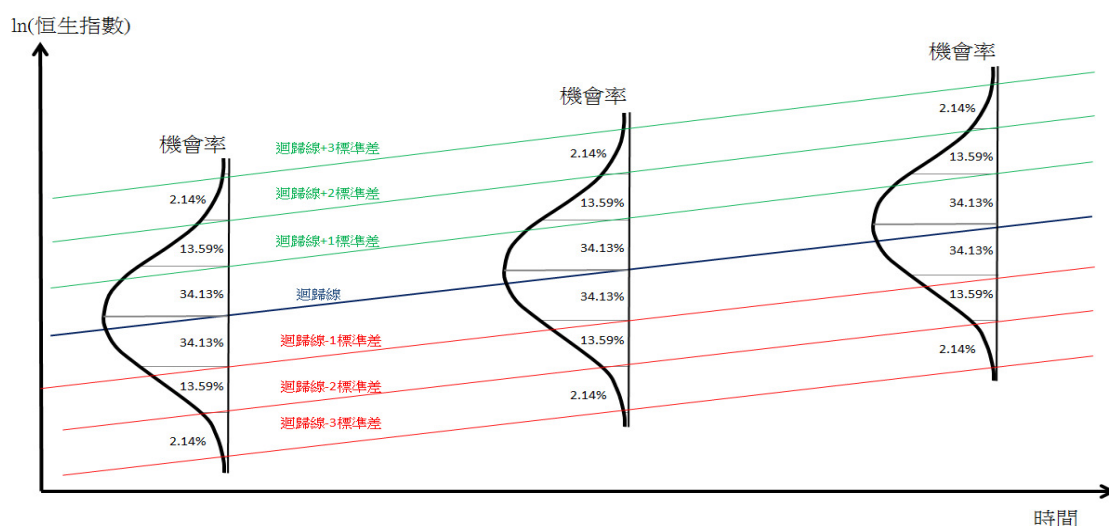


資料來源：致富集團研究部

我們於去年中刊載了「2018 年下半年宏觀事件分析及港股投資展望」(下稱「2018 年下半年報告」)，當中我們繪畫了自 1997 年 7 月 1 日起經自然對數化後的恒生指數周線圖(下稱「 $\ln(\text{恒生指數})$ 」)。對數化的目的是為令 Y 軸每一條格線的距離可反映一個固定的回報率，而非單純地反映恒生指數點數升跌幅。 $\ln(\text{恒生指數})$  (Y 軸)每升 0.1 點，意味恒指上升  $e^{0.1} - 1 = 10.52\%$ 。將  $\ln(\text{恒生指數})$  畫成圖中的迴歸線。而圖 1 進一步將恒生指數每周收市點數更新至去年底。



圖 2：理論 ln(恒生指數) 相對於迴歸線的分布



資料來源：致富集團研究部

在 2018 下半年報告中提到，過往 ln(恒生指數) 與反映長線走勢的「迴歸線」之間的距離呈現出正態分布(Normal Distribution)。情況如圖 2 所示，ln(恒生指數) 離「迴歸線」越遠，發生的可能性越低。表 1 統計 1997 年 7 月 1 日至 2018 年 12 月 28 日間 1,122 個星期 ln(恒生指數) 處於各區域的次數：

表 1：ln(恒生指數) 的分布

區間	恒生指數於一周收市時， ln(恒生指數) 停留於該區間的發生次數	概率
$\ln(\text{恒生指數}) \geq \text{迴歸線} + 3 \text{ 個標準差}$	2	0.2%
$\text{迴歸線} + 3 \text{ 個標準差} \geq \ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線} + 2 \text{ 個標準差}$	30	2.6%
$\text{迴歸線} + 2 \text{ 個標準差} \geq \ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線} + 1 \text{ 個標準差}$	135	12.5%
$\text{迴歸線} + 1 \text{ 個標準差} \geq \ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線}$	385	33.8%
$\text{迴歸線} \geq \ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線} - 1 \text{ 個標準差}$	404	35.7%
$\text{迴歸線} - 1 \text{ 個標準差} \geq \ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線} - 2 \text{ 個標準差}$	139	12.7%
$\text{迴歸線} - 2 \text{ 個標準差} \geq \ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線} - 3 \text{ 個標準差}$	27	2.4%
$\ln(\text{恒生指數}) > \text{迴歸線} - 3 \text{ 個標準差}$	0	0.0%

資料來源：致富集團研究部

表格 1 反映在觀察期內，ln(恒生指數) 與迴歸線之間的距離仍非常接近正態分布。



如圖 1 所示，ln(恒生指數)在 2018 年上半年主要處於「迴歸線」之上，去年一月嘗試上攻「迴歸線加 1 個標準差」的參考線不果，於 2 月初急速回落，隨後好淡爭持數月後，恒生指數跌勢重臨，更失守迴歸線，最終 ln(恒生指數)於去年底處於「迴歸線」及「迴歸線減 1 個標準差」之間。結果與 2018 下半年報告中對下半年恒生指數較為樂觀的預測存在落差，主要由於中美貿易磨擦較預期激烈。中美貿易磨擦更讓市場對中、美以至全球多國的經濟前景轉淡。加上，美國聯儲局「鷹派」的加息政策以致美國部分長短國債債息倒掛更令美國股市於第四季出現崩盤，亦影響香港股市的投資氣氛。而人民幣匯價走弱，美元兌人民幣匯價更一度逼近七算水平，更令香港股市雪上加霜。猝不及防，去年 ln(恒生指數)最終失守「迴歸線」。

雖然近日美國聯儲局加息預期降溫，恒指在今年首月修復了不少失地。不過，市場消化了聯儲局加息放緩的消息後，會將焦點放在前文提到的一眾環球的政治及經濟的不確定因素，包括中美貿易衝突、英國脫歐、中國經濟下行壓力等，局限恒生指數向上的空間，因此，整體而言，上半年恒指表現未言樂觀。除非該等不確定因素得以完滿結束，ln(恒生指數)才有望重返「迴歸線」(圖 1 中的「預測 1」)。相反，該等事情惡化，仍有機會下試「迴歸線減 1 個標準差」的參考線(圖 1 中的「預測 2」)。

因此，投資者可先考慮防守性較強、或有望受惠政策轉變的股份，靜觀環球政經事件的轉變。倘若恒生指數將如預測 2 的劇情，由 2018 年 12 月 28 日的 25504 點跌至 2019 年 6 月 28 日預測「迴歸線減 1 個標準差」約 24220 點，跌幅將為 5%。屆時留意恒生指數能否展現穩固的反彈，才考慮較積極進取的投資部署。

補充：

- 1) 圖 1 中迴歸線的斜率約為  $8.876 \times 10^{-4}$ ，按此計算，意味恒生指數長線以每年 4.72% 的幅度增長。但該斜率依賴歷史數據，意味未來斜率有可能會變動。假設未來 ln(恒生指數)長期處於現時迴歸線之下，迴歸線的斜率將會下跌，所反映的恒生指數年增長率將會下降。
- 2) 上述立論高度依賴過去標本的波動規律。若未來 ln(恒生指數)不再呈現正態分布，或出現嚴重的偏態性(skewness)，宜再度審視新一套恒生指數的波動法則。



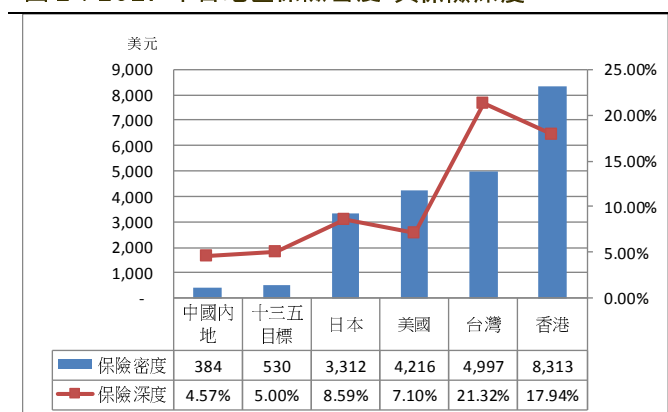


## 板塊分析

### 內險板塊

#### 中國保險業仍能實現中高速增长

圖 2：2017 年各地區保險密度<sup>1</sup>與保險深度<sup>2</sup>



資料來源：瑞士再保險 sigma 報告及致富集團研究部

儘管中國的保險市場規模增長迅速，但與發達國家或城市的市場相比，中國保險市場仍處於起步階段，其保險深度和保險密度還處於非常低的水平。根據瑞士再保險 Sigma 2018 年第三期報告，2017 年中國的保險深度只有 4.57%，遠低於日本的 8.59% 及美國的 7.10%。此外，2017 年中國的保險密度只有 384 美元，同樣遠低於日本的 3,312 美元及美國的 4,216 美元。

根據《中國保險業發展“十三五”規劃綱要》提到，中國人口老齡化進程加快，二孩政策全面放開，家庭結構發生變化，養老和醫療保障不足的矛盾凸顯，商業保險在社會保障體系中的作用不斷提升。此外，社會發展日趨多元，消費結構不斷升級，公眾保險意識不斷增強，保險需求更加多樣，商業保險發展空間更加廣闊。

“十三五”中國保險業的主要目標是希望於 2020 年，全國保險保費收入爭取達到約 4.5 萬億元人民幣，保險深度達到 5%，保險密度達到 3,500 元人民幣，保險業總資產爭取達到 25 萬億元人民幣左右。預期中國保險業於十三五期間仍能實現中高速增长。

<sup>1</sup>按人均保費總額計算

<sup>2</sup>按保費總額佔國內生產總值的百分比計算



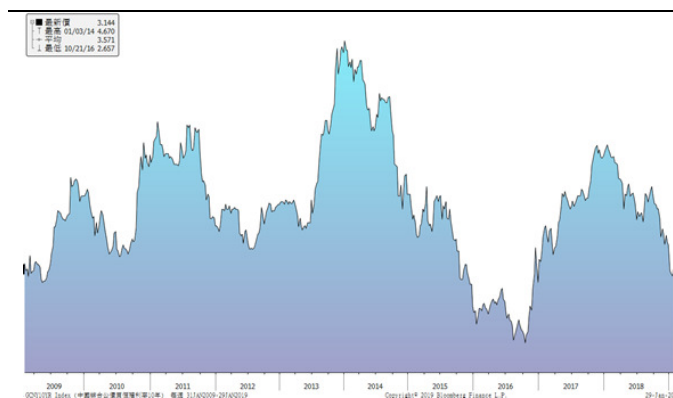
## 行業估值整體偏低

國內保險企業股價於 2018 年跟隨股票市場大幅回落，加上國內研究機構發表報告指出 2019 年 1 月初期國內保險企業的保費收入仍然受著 134 號文的負面影響，令到今年一月開門不紅，新業務保費按年大幅下滑。此外，市場亦擔心中國長年期債券孳息率有下行趨勢，將會拖低保險公司今年的收益率，甚至令到保險公司要面臨調低長期收益率假設，從而損害內含價值。上述種種因素，令到一眾國內保險企業近期股價表現較大市遜色。

首先目前我們還未清楚國內保險業今年一月的的新業務保單銷售情況，市場有點過份擔憂。由於 2018 年一月的的新業務保單銷售已受 134 號文的影響而按年大幅回落，令到去年基數相對較低，因此估計今年按年變動未必太大，實際情況需要於二月各大保險企業公布一月保單銷售情況才能得悉。然而更為重要的是 134 號文對國內保險業的結構性影響，我們在“2018 年下半年宏觀事件分析及港股投資展望”的專題報告中已有詳細分析。

目前開門紅的保險產品主要屬於快返型的理財性產品，雖然能夠沖高全年保費收入，但產品高度同質化，劇烈的競爭導致產品新業務價值率非常低。而 134 號文倒逼著國內保險公司重返長期保障型產品，該產品的新業務價值率遠高於快返型理財性產品。因此，就算今年一月份的新業務保單銷售未能如以往般火紅，估計新業務價值卻仍會有所增長。另外，過往 1 月份的新業務保費佔全年比重高逾 20%，我們估計國內保險公司今後於開門紅的銷售力度將會逐步放緩，而全年各月份的保費則更加平均。因此，我們預期今年往後月份的新業務保費將會按年增長，全年的累計新業務保費仍會按年增長。

圖 3：中國 10 年期債券孳息率

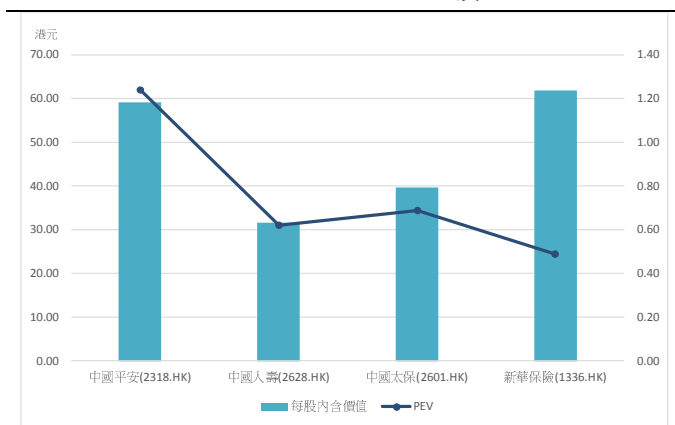


資料來源：Bloomberg 及致富集團研究部



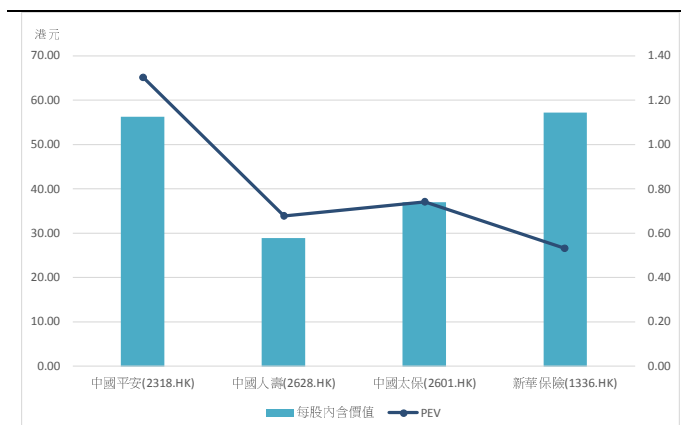
至於擔心中國長年期債券孳息率有下行趨勢，從圖 3 可見，的確由 2018 年年初直至目前，中國 10 年期債券孳息率有比較大的跌幅，相信是因為於 2018 年的中美貿易戰，導致中央政府決定放寬流動性所致。當然，若然中國 10 年期債券孳息率長期低於 2 厘水平，保險公司是有利差損的風險。然而我們難以斷定近期的趨勢就是結構性的長期下跌，而以歷史為鑑，孳息率更大機會是以周期性波動為主，加上目前環球央行仍然在進行利率正常化，中國債券孳息率長期下行的假設難以令人信服。最後一點是，由於國內保險公司的產品結構正由快返型的理財性產品過渡至長期保障型產品，長遠來看，國內保險公司對利差益的依賴將會減低。

圖 4：四大上市險企的每股內含價值<sup>3</sup>及 PEV<sup>4</sup>



資料來源：公司年報及致富集團研究部

圖 5：假設收益率減少 50 個基點，四大上市險企的每股內含價值及 PEV



資料來源：公司年報及致富集團研究部

我們知道內含價值是指保險公司調整後股東資產淨值，加上有效業務價值，但不包括日後銷售的新業務價值。由前所述，中國保險業仍能實現中高速增长，國內保險企業的新業務價值很大機會仍然按年上升。可是從圖 4 可見，除中國平安以外，另外三家大型上市內險的 PEV 已經大幅低於 1 倍，就算我們假設四家保險公司的長期收益率下跌 50 點子，它們的估值仍然偏低。

縱使國內保險板塊仍有機會受著前述的行業負面因素、中美貿易戰及中國經濟下行等宏觀因素所困擾，短線上股價有機會走弱。然而我們相信，目前國內保險企業的估值已經充分甚至過分反映了上述的負面因素，中長線而言，我們相信目前國內保險企業的估值整體偏低。

<sup>3</sup> 每股內含價值的計算是以每家險企的 2018 年 6 月底止的集團內含價值除以其已發行股數

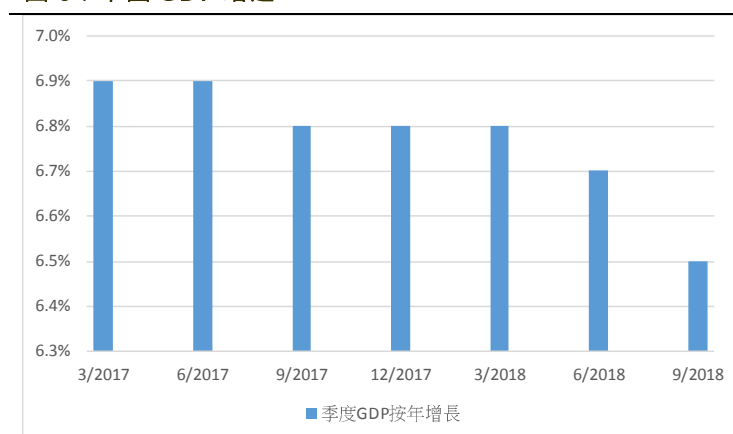
<sup>4</sup> PEV 的計算是以每家險企於 2019 年 1 月 25 日的收市價除以其每股內含價值



## 鐵路基建股

在中美貿易戰的陰霾下，中國經濟增速放緩的壓力加大。據中國國家統計局數據，中國 2017 年全年 GDP 按年增速達 6.9%，隨後受到中美爆發貿易戰的拖累，中國 GDP 增速自去年第一季開始每況愈下，由增長 6.8% 下跌至第三季的 6.5% (見圖 6)。面對經濟下行的風險，預料中央今年將通過積極的財政政策穩經濟。

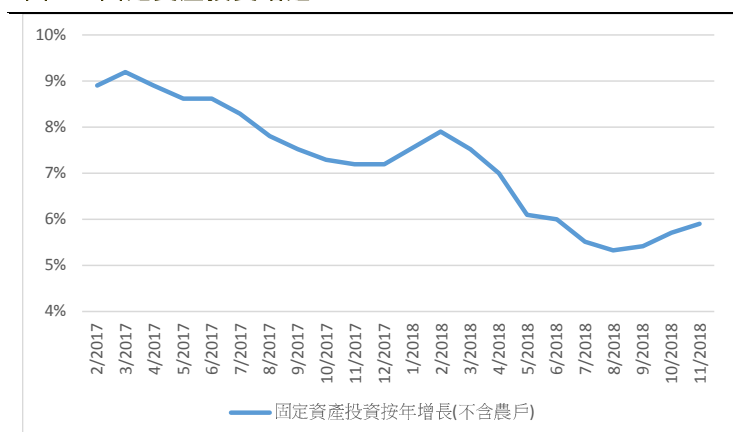
圖 6：中國 GDP 增速



資料來源：國家統計局及致富集團研究部

早於去年 8 月，中國財政部已敦促加快地方政府專項債券發行和使用進度，務求為地方基建籌集資金。去年 1 至 8 月份不含農戶的固定資產投資由有記錄數據以來的最低值，按年增長 5.3%，回升至 1 至 11 月的按年增加 5.9%，可見固定資產於去年第三季起明顯提速 (見圖 7)。

圖 7：固定資產投資增速



資料來源：國家統計局及致富集團研究部



去年 10 月底國務院發布的《關於保持基礎設施領域補短板力度的指導意見》，以及去年 12 月底中央經濟工作會議中提出的財政政策，均顯示中央有意加大基建方面固定資產投資的力度和增加地方政府專項債券規模，以配合補短板的供給側結構性改革方向，以及穩住中國經濟增速。當中，中國中西部的鐵路將會是補短板的重點區域，此外中央亦有意加快推進京津冀、長三角及粵港澳大灣區等地區的城際鐵路規劃建設。

另外，中國鐵路總公司去年底於北京召開工作會議，中國鐵路總公司總經理陸東福在會上表示，去年全國鐵路固定資產投資完成 8,028 億元人民幣，投產新線 4,683 公里。陸東福預期今年投產新線將高達 6,800 公里，意味投產新線可望按年增長逾四成。以此增長速度計算，今年全國鐵路固定資產投資預期將突破一萬億元人民幣。總括上述因素，我們預期鐵路基建行業將會是今年可受惠於投資增加的領域之一。



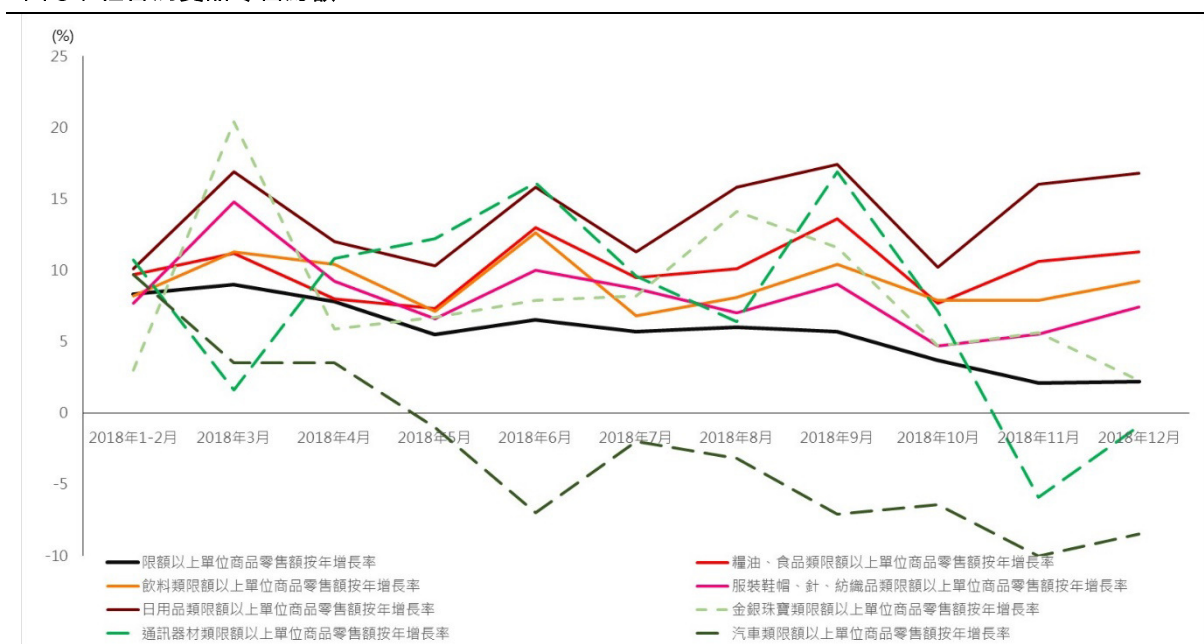
## 必需消費品

去年中國面對不明朗的外部環境及複雜的國內形勢，總理李克強亦於1月中旬就《政府工作報告（徵求意見稿）》而主持的國務院全體會議上，坦言今年中國發展環境更加複雜，困難挑戰更多，經濟下行壓力加大。

為應對經濟下行風險，1月中央不同部委連番推出措施支撐經濟。除人行全面降低銀行存款準備金率及進行大額度逆回購操作，當局亦聯合發國委及財政部舉行新聞發布會，提出加強國企改革、減稅降費、基建投資和定向寬鬆等措施執行力度。相信該等措施可短暫紓緩內地爆發企業倒閉潮及裁員失業潮的風險，從而阻止內地消費力急速減弱的危機。加上，措施顯然不但要透過基建投資，更要透過內地消費，對沖外需不足為經濟帶來的壓力。李克強更在會上直言，要積極釋放內需潛力。

不過，措施似乎只能治標，但未言治本，縱使能阻止了短期內中國經濟出現「斷崖式下跌」，但同時放任了過度舉債、房價過高等金融系統性的本質問題，未來違約危機仍將再一次面對，「去槓桿」仍會被重提。因此，預期社會的消費態度應會逐漸注重必需性，省下不必要的消費以控制債務水平。正如會上李克強所言，各級政府部門要有過「緊日子」的思想，「必須把一般支出壓下來」。長遠而言，必需消費品板塊表現或能較非必需消費品更為理想。

圖 8：社會消費品零售總額



資料來源：國家統計局及致富集團研究部



事實上，從國家統計局公布的社會消費品零售額數據中，可見近期基本生活類消費品銷售增長更為穩健。圖 8 顯示了不同類別的限額以上單位<sup>5</sup>商品零售額，可見最近數月內地消費者似乎更願意花費於吃、穿、日用品等基本生活類商品，該等商品零售額的按年增速更有所加快。反之，金銀珠寶商品零售額增速放緩；通訊器材類(如移動電話)、汽車類商品零售額更錄得按年倒退。

也許因為高基數、逆週期調控政策推出時間的落差等因素，令該等非必需消費品出現暫時性的按年倒退。而今年初發改委揚言將制定措施穩住汽車、家電等產品，短期行業銷情或能略為好轉。可是，依賴政策協助並非長遠的解決辦法。隨著各級政府部門未來稅收減少，要過「緊日子」，要持續補貼企業、加碼政策刺激的機會日益減少。因此，該等行業最終有可能要赤裸裸地面對產品需求不足的困境。相反，必需消費品剛性銷量較佳，業績韌性較強，就算在市況不景時，社會消費步入降級階段，基本生活類商品仍有一定的需求，因此一般較具防禦性。

總括而言，必需消費品既可受惠於內地的減稅降費等刺激內需措施，亦能在萬一經濟出現突發的下行情況，仍能發揮一點防禦力。在國內外政經環境多變的情緒下，必需消費品股既可攻，又可守，應是不俗的投資選擇。

---

<sup>5</sup> 據國家統計局的定義，限額以上單位是指年主營業務收入超過 2,000 萬元人民幣的批發業企業、超過 500 萬元的零售業企業、超過 200 萬元人民幣的住宿和餐飲業企業。



## 總結

短線而言，儘管近日美聯儲釋放鴿派訊號，表示有意暫緩加息步伐，帶動恒指在今年首月修復了不少失地，但當市場消化了聯儲局加息放緩的消息後，焦點將重投前文提及的環球政經不確定因素，包括中美貿易衝突、英國脫歐、中國經濟下行壓力等，局限恒生指數進一步向上的空間。今年上半年，我們預期港股走勢將會偏淡，主要由於上述因素將持續困擾市場，但相信負面因素會被中國的積極財政政策、略為寬鬆的貨幣政策及改革成效所等因素局部抵銷。因此，投資者可先考慮防守性較強、或有望受惠政策轉變的股份，靜觀環球政經事件的轉變。





## 免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。