

15/1/2020

2020 年大市前瞻

主要觀點

2020 年底恒指目標—31000 點

- 今年為美國總統大選年，我們預期美中貿易戰應會停火，以免窒礙美國股市的升勢。
- 去年美聯儲減息加重新擴大資產負債表，以及人民銀行今年元旦降準，或預示 2020 年兩國貨幣流動性將會持續增加，更有可能有更多資金流入股票市場，推高股票價格。
- 因此，我們預期恒指今年底有望挑戰 31000 點，甚至更高水平。
- 今年影響恒指走勢五大關鍵：
 1. 美中貿易關係的發展
 2. 美國聯儲局的貨幣政策能否配合
 3. 內地經濟能否「穩」下來
 4. 外匯市場
 5. 環球政治局勢

2020 年中國利率走勢預判

- 我們估計 2020 年公開市場操作利率有可能減息 1 至 2 次，每次 5 至 10 個基點。至於存款準備金率，我們估計 2020 年可能還有 1 至 2 次降準，每次幅度介乎 0.5 至 1 個百分點。

焦點板塊—內房股

- 去年內地房地產的景氣良好，而去年良好的銷售表現料將於今年的業績上反映。
- 預期今年內房業績整體將會保持相對克制的增長，惟部份內房將面對資金周轉問題，故選股的時候宜選較低負債率的房企。

焦點板塊—食品股

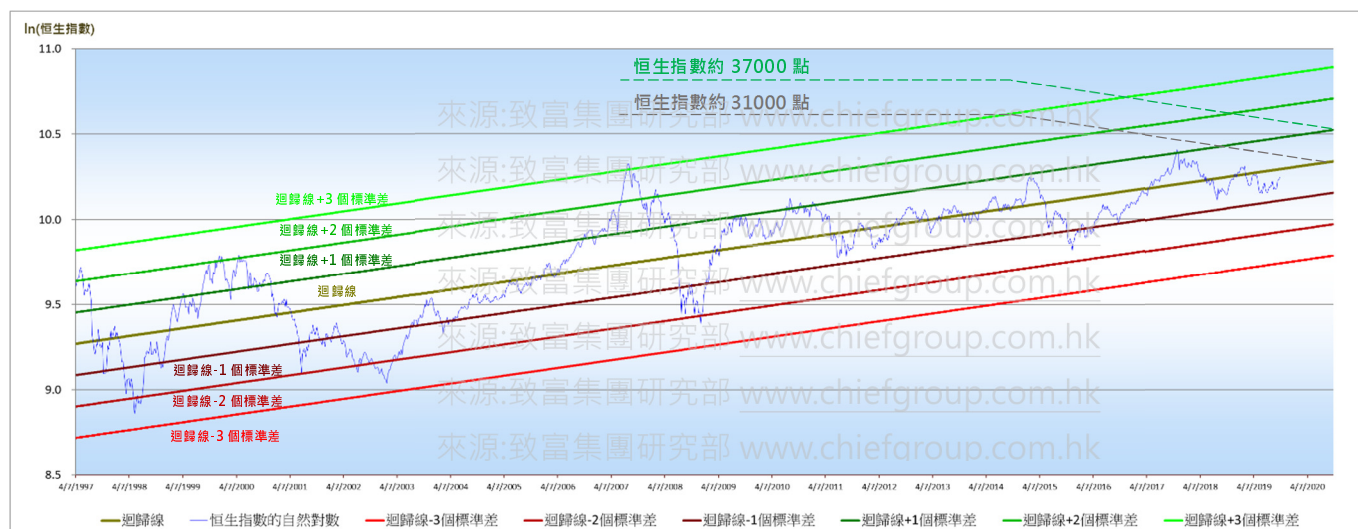
- 2019 年底國務院決定進一步推行稅務優惠政策，成效將逐步浮現，可望繼續促進內地居民消費意欲。
- 近月食品類商品的零售數據增長勢頭平穩；從企業盈利角度看，食品製造業的利潤增長亦相當穩健。

目錄

恒指預測	3-9
2020 年中國利率走勢預判	10-13
焦點板塊—內房股	14-18
焦點板塊—食品股	19-21
附錄：2019 年恒指成份股表現	22

恒指預測

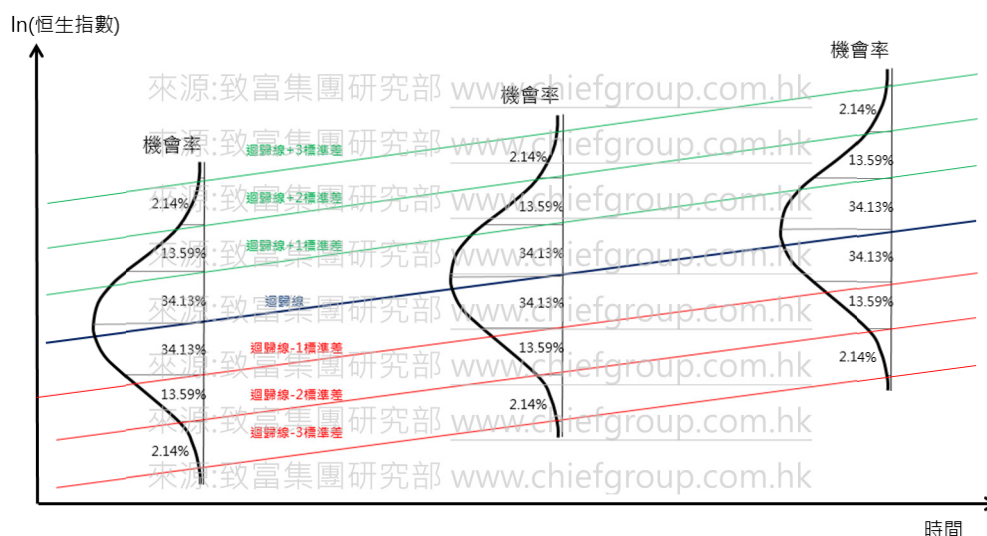
圖 1：經自然對數化後的恒生指數周線圖



資料來源：致富集團研究部

我們於去年中刊載有關 2019 年宏觀事件分析及港股投資展望的報告(「2019 年報告」)，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「恒指對數」)。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。恒指對數(Y 軸)每升 0.1 點，意味恒指上升 $e^{0.1} - 1 = 10.52\%$ 。將恒指對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：理論恒指對數相對於迴歸線的分布



資料來源：致富集團研究部

在 2019 年報告中提到，過往恒指對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，恒指對數離「迴歸線」越遠，發生的可能性越低。表 1 統計 1997 年 7 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日間 1,175 個星期恒指對數處於各區域的次數：

表 1：恒指對數的分布

區間	恒生指數於一周收市時， 恒指對數停留於該區間的發生次數	概率
恒指對數 $\geq$ 迴歸線 + 3 個標準差	3	0.20%
迴歸線 + 3 個標準差 $\geq$ 恒指對數 > 迴歸線 + 2 個標準差	32	2.60%
迴歸線 + 2 個標準差 $\geq$ 恒指對數 > 迴歸線 + 1 個標準差	140	12.50%
迴歸線 + 1 個標準差 $\geq$ 恒指對數 > 迴歸線	396	33.80%
迴歸線 $\geq$ 恒指對數 > 迴歸線 - 1 個標準差	437	35.70%
迴歸線 - 1 個標準差 $\geq$ 恒指對數 > 迴歸線 - 2 個標準差	137	12.70%
迴歸線 - 2 個標準差 $\geq$ 恒指對數 > 迴歸線 - 3 個標準差	30	2.40%
恒指對數 > 迴歸線 - 3 個標準差	0	0.00%

資料來源：致富集團研究部

如圖 1 所示，在 2019 年上半年，恒指對數一度重返「迴歸線」之上。不過，踏入 5 月份，受美中貿易戰升級影響，恒指對數再度滑落至「迴歸線」及「迴歸線減 1 個標準差」之間徘徊。儘管下半年美中貿易磨擦屢次升級，同時面對本地政治因素，恒指對數仍未曾跌至「迴歸線減 1 個標準差」線，似乎大市市底堅穩。而隨著美中兩國達成首階段貿易協議，恒指對數重拾朝氣，彷彿正面向著「迴歸線」邁進。那麼，究竟 2020 年具備那些因素，有望推動恒指對數重返「迴歸線」之上，即年底突破三萬點呢？

恒生指數向上的因素

在分析恒生指數可以憑甚麼條件繼續攀升，便不得不回首過去兩年，恒生指數亦是為了甚麼從高位滑落。

恒指後市走勢關鍵一：美中貿易關係的發展

恒生指數在 2018 年 3 月之時，仍處於三萬點之上。不過同月美中爆發貿易戰，恒指反覆向下，更跌至同年 10 月的不足 25000 點。其後 2018 年 12 月 1 日，中國國家主席習近平與美國總統特朗普在二十國集團峰會上舉行會談休戰，恒生指數於去年上半年逐漸康復，去年 4 月初更高見 30280 點。不過，去年 5 月初，特朗普突然將美中貿易戰升級，恒指跌了近四千點；6 月兩國恢復談判，恒指又重返 28000 點；8 月美方再來加徵關稅的措施，恒指又再跌至 25000 點水平；其後 9 月貿戰又再緩和，恒指又再反彈至 27000 點水平。因此，美中貿易關係是造成恒指波動的最主要因素。

不過，理論上，就算特朗普欲繼續對中方展開新一輪漫長的貿易戰，或其他方面如科技、金融等的新戰線，亦需先在今年 2020 年的美國總統大選中成功連任。而維持今年理想的經濟狀況，應是其最該善用的造勢手段。讓選民在 11 月投票那一刻，感到現屆政府帶來的國泰民安，更樂於投票予現屆政府。

為了讓經濟維持增長，過去已很關心美股走勢的特朗普，今年應比過往更關心美股走勢。畢竟，美國是內需主導型經濟，因此若能穩定金融市場，便可帶來財富效應，讓資產價格(包括股價或樓價)上升，投資者感到身家上漲，更願意消費，刺激經濟增長。相信特朗普今年理應暫停美中貿易戰，以免對美股造成太大沽壓，打擊經濟。(同樣地，不難想像特朗普對美國聯儲局減息的訴求只會愈喊愈響亮，意圖迫使局方增加貨幣供應，推動資產價格上升，製造財富效應。)

事實上，在過去 60 多年，歷屆涉及美國總統競逐連任的大選的各個年份，標準普爾 500 指數均錄得升幅，或許這與現屆總統為成功連任，「有效地」管理經濟狀況，以擄獲選民心有關。

表 2：於歷屆美國總統競逐連任的大選年份，標普 500 指數全年表現

連任選舉年	標普 500 指數全年表現
1956 年	2.6%
1972 年	15.6%
1980 年	25.8%
1984 年	1.4%
1992 年	4.5%
1996 年	20.3%
2004 年	9.0%
2012 年	13.4%

資料來源：致富集團研究部

此外，當年特朗普當選總統，部份原因是獲得基層選票的支持，而這亦可能是另一個貿易戰停戰，甚至會進一步降火的誘因。自美國對中國貨品加徵關稅，依賴著廉價的中國貨品的基層居民由於收入較低，更會感受到日用品的物價上漲。因此，特朗普如要減少該等票源流失，應要減輕其生活負擔，而非增加關稅。

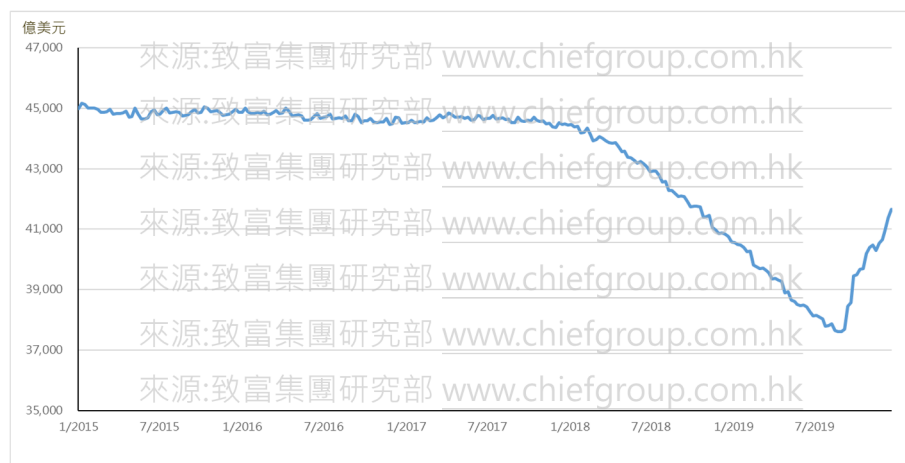
尤其現時石油輸出國組織與俄羅斯等非油組產油國盟友打算加大石油減產量，油價大舉抽升，更有可能為美國帶來通脹壓力，削弱消費者購買力。同時，特朗普又希望聯儲局推出更寬鬆貨幣政策，更可能加劇通脹壓力。因此，若然通脹真的失控，白宮更有可能進一步降低早前對中國生活商品加徵的關稅。

所以，展望 2020 年，恒指受美中貿易戰所帶來的威脅，理論上未必如早前所經歷般嚴重，甚至可能進一步紓緩。因此，恒指有望修補大部份早前因貿易戰所造成的數輪下降裂口。美股如真的能夠造好，或多或少可帶動恒指正面的交投氣氛。(假設本地政治事件不會進一步惡化。)

恒指後市走勢關鍵二：美國聯儲局的貨幣政策能否配合

也許，美國聯儲局今年會配合特朗普的訴求，進一步寬鬆貨幣政策，這個假設似乎有點大膽。畢竟，從去年 12 月聯邦公開市場委員會(FOMC)會後釋出的點陣圖預示，今年當局的議息會議調整利率的可能性不大，而現時一眾聯儲局官員依然異口同聲地認為目標利率宜維持於現水平不變。

圖 3：美國聯儲局資產負債表規模



資料來源：美國聯儲局、致富集團研究部

可是，當局在行為上，似乎是正在進行貨幣寬鬆的政策。還記得去年 9 月中旬，美國市場指標利率有擔保隔夜融資利率(SOFR)由 2 厘左右，僅兩日之間瘋狂飆升，一度高見 10 厘。最後紐約聯儲銀行通過回購操作，向銀行體系大舉注資，紓緩「市場鬧錢荒」問題。這亦是當局 10 年來首次在貨幣市場作出此類干預。從此，當局再度持續擴大資產負債表規模，由 2019 年 9 月 10 日(美國時間)的約 37,697 億美元持續增至 2019 年 12 月 24 日的 41,656 億美元(圖 3)。

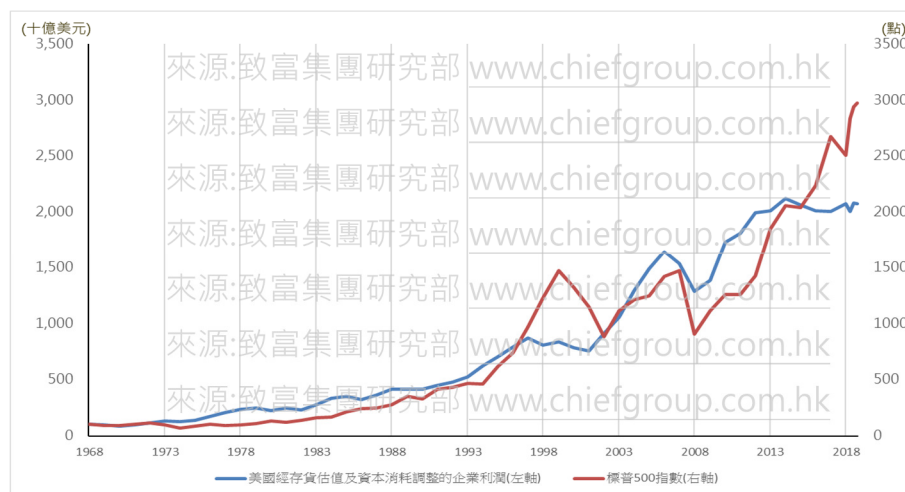
圖 4：美國廣義貨幣供應(M2)按年變幅



資料來源：美國聯儲局、致富集團研究部

正如早前致富集團北京研究院的《美國宏觀經濟月報》¹中提到，隨著聯儲局持續擴表，超額準備金餘額規模回升，基礎貨幣存量上升，而最近數月美國廣義貨幣供應(M2)按年增幅出現加快的趨勢(圖4)。至於這些釋放出來的流動性，去了哪兒呢？

圖 5：美國經存貨估值及資本消耗調整的企業利潤及標普 500 指數



資料來源：美國商務部經濟分析局、致富集團研究部

如圖 5 所示，過往企業利潤與標普 500 指數走勢的一致性頗高。不過，近五年來，兩者卻出現背馳，而問題亦日益嚴重。在致富集團北京研究院的《2020：以改革破解迷局》²中，已深入地討論過，「2015 年之後私人投資與企業利潤之間出現了背離現象... 其中的主要原因美聯儲貨幣政策釋放出的巨額流動性，繼續推動私人投資的強勁增長。」這亦意味著：美國股票市場近年升勢的主要推動力，非依賴著企業盈利增長，而是依賴美國聯儲局透過寬鬆貨幣政策所釋放流動性。換另一個角度，這或同時暗示著：當企業或已不再將流動性投入實體經濟上，例如透過資本投資擴大業務規模，卻是作股份回購，將流動性投入金融市場，推高股票價格。

在《2020：以改革破解迷局》中，提過美國股市場已積累了較大的價格泡沫及槓桿交易，美國股票市場的確存在著回調壓力。不過，承接前述「恒指後市走勢關鍵一」中的論點，若因政治因素，或者是經濟因素、系統性金融風險因素等，標普 500 指數今年不得不維持升勢，聯儲局或只好繼續放任價格泡沫，繼續維持寬鬆貨幣政策。或許，這亦會為中國內地的貨幣政策帶來好處。

恒指後市走勢關鍵三：內地經濟能否「穩」下來

恒指走勢，與內地經濟狀況及人民幣穩定性的關係較直接，因為大部份本地上市公司的盈利，源自內地市場。

¹ 刊於「致富集團網站」>「致富研究」>「宏觀經濟」>「美國宏觀經濟月報 2019 年 12 月號」

² 刊於「致富集團網站」>「致富研究」>「宏觀經濟」>「2020：以改革破解迷局」

《2020：以改革破解迷局》已深入討論到，現時內地經濟面對多方面的嚴峻考驗：外部環境惡化、內需不足、房地產泡沫、嚴重系統性風險等。正如國務院總理李克強在去年 12 月的中央經濟工作會議上所言，今年經濟下行壓力可能更大。不過，這類型的討論屢見不鮮，去年初亦同樣存在著這類型的討論，結果去年第一季不論內地 A 股市場，以至恒指卻能錄得可觀的升幅。畢竟中央不論在財政政策及貨幣政策上，均重力出擊，緩和經濟增長下行壓力。結果，惹來投資者對中央政府工作報告的憧憬，紛紛入市撐起中港兩地股市。

在去年 12 月的中央經濟工作會議，李克強強調要做好「六穩」工作：包括穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期；確保經濟運行在合理區間。似乎意味今年中央政府將有意加大政策對經濟的支持力度。承接上文的討論，美國聯儲局有可能維持較寬鬆的貨幣政策，為人民銀行推出寬鬆貨幣政策提供空間，有利於處理國內較為迫切的債務違約情況。剛踏入新一年，人民銀行隨即宣布降低存款準備金率 0.5 個百分點，釋放長期資金約八千多億元人民幣。不過，內地不應單單依賴貨幣政策，還需要財政政策的協助。下文《2020 年中國利率走勢預判》中，會再討論到，現時內地的通脹情況，的確令人難以大幅減息，而人行對貨幣政策的取態謹慎。

事實上，內地若能夠把握政策上的改革機會，內地經濟下行壓力應可得到改善。在《2020：以改革破解迷局》中，已經看到多個方面的改革，改善內需狀況，例如：挖掘經濟發展的真實需求、打破部門利益格局、改革強制性住房公積金制度等。再者，報告中亦提到，若然內地政府可略為放下對「財政平衡」的執著，提高赤字，發揮財政政策的逆周期的調節作用，亦有助釋放短期需求。

因此，內地政府不乏穩定經濟的措施，若能好好抓緊，今年內地應仍可維持合理增長區間。

恒指後市走勢關鍵四：外匯市場

上文提到的內地推出寬鬆貨幣政策，某程度上假設了人民幣匯率仍然穩定。事實上，若然美滙指數走強，人民幣匯率相對走弱，國內資產價值下降，通脹抬頭，將會限制了人行的貨幣政策。而美滙指數的走勢，很大程度受歐元匯價所影響。因此，歐元區的經濟狀況及歐央行的貨幣政策，某程度上影響著內地政策上推行。

今年值得注意的是，新上任的歐央行行長拉加德，能否為疲憊不堪的歐元帶來新景象。過往歐央行圍繞負利率政策已爭論不斷，而一些高儲蓄的成員國如德國、荷蘭等，對負利率政策特別抗拒。拉加德上任後，在去年 12 月首次主持議息會議上，提到開展當局 2003 年以來的首次戰略評估，並將在今年年底前完成。此舉彷彿意味著拉加德有點質疑現時超寬鬆貨幣政策所帶來的成效，希望尋找轉變。加上，拉加德在剛上任時，建議各國善用財政政策推動內部需求，似乎提示著成員國未來應減少對貨幣政策的依賴，反映出拉加德不太願意維持過度寬鬆的貨幣政策。或許，未來當局的負利率

政策將有所轉變，歐元匯價真的有望重新抬頭，間接利好內地在人民幣維持穩定的情況下，推行貨幣寬鬆政策。

恒指後市走勢關鍵五：環球政治局勢

環球政治局勢，會影響全球投資市場的風險胃納，本地股票市場必然受到牽連。而這項因素既關鍵，又難以預測。上文有不少的論點是建基於特朗普有能力控制局勢，儘量阻止影響美股市場運行的事件發生。不過，年初美國與伊朗之間的衝突，若然特朗普沉不著氣，局勢的確有可能會失控，投資情緒難免受影響，油價隨之向上，通脹壓力加劇，美國聯儲局貨幣政策亦將受限。

因此，投資仍不能輕蔑環球政局變化，尤其留意美國現屆總統如何避免爆發衝突。否則，上文起始時所提到的財富效應、聯儲局寬鬆貨幣政策等假設均難以成立。

小結：恒指有望於年內挑戰 31000 點水平

綜合上述因素，理論上在美國總統大選年，美中貿易戰應會停火。為避免美國股市下行，美國聯儲局亦應繼續維持寬鬆貨幣政策。如美國再與其他國家醞釀軍事衝突，特朗普的取態或會如處理 1 月初與伊朗的軍事衝突般，儘量淡化事件，避免局勢升級，窒礙美國股市的升勢。而市場對新上任的歐央行行長現時存在一點期望，歐元匯價有望扭轉頹勢，人行或能在維持人民幣匯率穩定的情況下，進一步推出貨幣政策，中央政府亦有空間推出改革政策，維持經濟增長，控制金融系統風險。

不過，若能源價格持續攀升，為美國帶來太大通脹壓力，將局限美國聯儲局的貨幣政策。除非美國可透過增加足夠的原油產量，控制油價升勢，否則為免增加基層選民的生活負擔，理論上美中貿易戰或需進一步降火，控制通脹速度，好讓聯儲局有能力維持寬鬆貨幣政策。

簡單而言，去年美聯儲減息加重新擴大資產負債表，以及人民銀行今年元旦降準，或預示 2020 年兩國貨幣流動性將會持續增加，更有可能有更多資金流入股票市場，推高股票價格。因此，圖 1 中的恒指對數，年底有望重返迴歸線(近 31000 點水平)，甚至挑戰更高水平。

補充：

- 1) 圖 1 中迴歸線的斜率約為 8.749×10^{-4} ，按此計算，意味恒生指數長線以每年 4.65% 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。假設未來恒指對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。若未來恒指對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。

2020 年中國利率走勢預判

我們指的利率是？

傳統上，在過去一段長時間裏我們一直所指人行調控的利率為存貸款基準利率。然而自 2015 年 10 月 24 日，人行最後一次下調存貸款基準利率後，存貸款基準利率沒有再調整過。

表 3：金融機構人民幣存貸款基準利率最後一次調整：

	利率(%)
一、城鄉居民和單位存款	
(一)活期存款	0.35
(二)整存整取定期存款	
三個月	1.10
半年	1.30
一年	1.50
二年	2.10
三年	2.75
二、各項貸款	
一年以內(含一年)	4.35
一至五年(含五年)	4.75
五年以上	4.90
三、個人住房公職金貸款	
五年以下(含五年)	2.75
五年以上	3.25

資料來源：中國人民銀行、致富集團研究部

事實上，自從人行於 2013 年 7 月取消商業銀行貸款利率下限管制，貸款利率已全部放開，而商業銀行存款利率管制上限亦已於 2015 年 10 月進一步放開。理論上，目前銀行已可根據自身的情況及市場供求規則自行釐定存貸款利率。

可是，國內商業銀行的存貸款利率實際上並沒有實現市場化。銀行為了避免惡性競爭，有默契地導致了實質上的存款利率上限，及形成了實質上的貸款利率隱性下限。基本上，商業銀行的存貸款利率仍然是圍繞在存貸款基準利率的一定範圍內，未能很好地做到按企業風險釐定貸款利率。

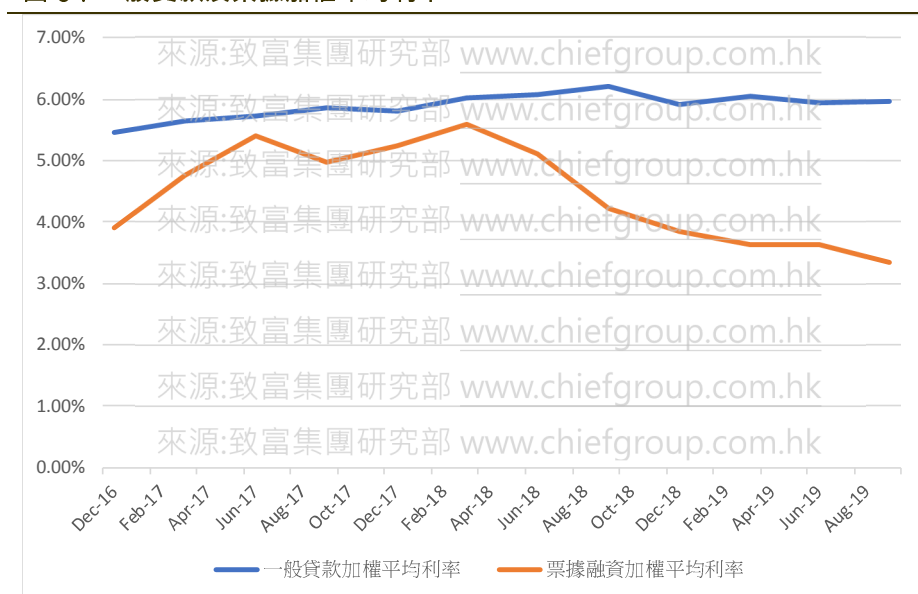
然而隨著國內利率市場化程度進一步深化，存貸款基準利率終將走進歷史。根據人民銀行行長易綱的說法，存貸款利率要分開走，存款基準利率仍會保留相當長的時間，以免出現存款大戰；而貸款

基準利率則要淡出，由市場化報價利率(Shibor, LPR)來取代貸款基準利率，同時參考中期借貸便利(MLF)等一系列市場化利率。

利率雙軌合一

所謂的利率雙軌制，是指如上文所講，國內銀行的存貸款利率仍然基於基準利率釐定，可是銀行間的貨幣市場利率已經完全市場化。而利率並軌的意思是銀行間的短期利率應該能夠有效地傳導到銀行的存貸款利率。最終人行希望達到的效果是人行於公開市場操作如逆回購，從而影響上海銀行同業拆息(Shibor)，再傳導到銀行的存貸款利率，最終影響全社會的信貸成本。

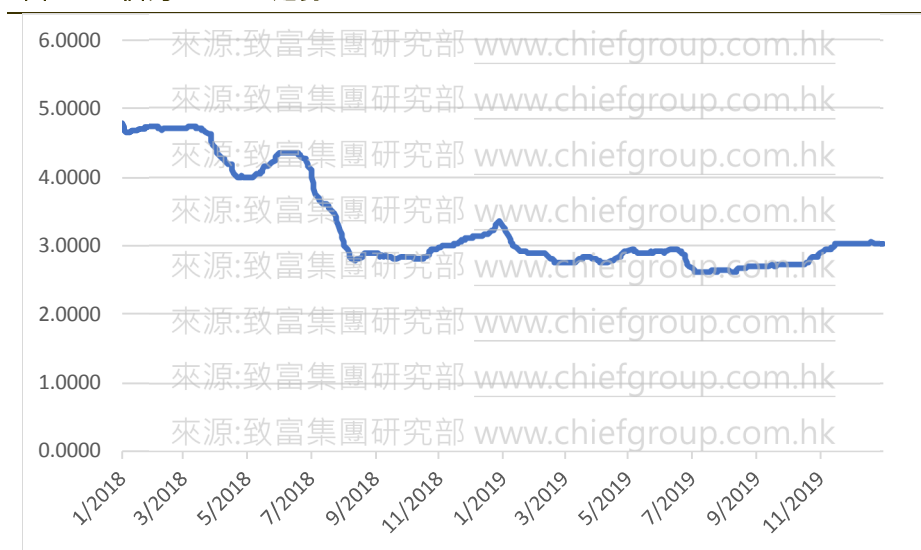
圖 6：一般貸款及票據加權平均利率



資料來源：中國人民銀行、致富集團研究部

從圖 6 可見，短期的票據融資加權平均利率已經從 2018 年的高位 5.58% 大幅回落 2.25% 至 2019 年 9 月的 3.33%。然而，一般貸款加權平均利率只是從 2018 年的高位輕微回落 0.23% 至 2019 年 9 月的 5.96%。原因正是利率雙軌制的後果。2018 年美中貿易戰開打以來，中國經濟下行壓力加大，人行展開逆週期措施，加大逆回購力度，增加市場流動性，Shibor 已從 2018 年的高位大幅回落。可是由於上文提到的貸款利率隱性下限，銀行同業拆息的下降未能有效傳遞到貸款利率，企業未能受惠。

圖 7：3 個月 Shibor 走勢



資料來源：上海銀行間同業拆放利率網頁、致富集團研究部

LPR 改革

為了達到利率雙軌合一，人行於 2019 年 8 月改革完善貸款市場報價利率(LPR)形成機制。改革的重點主要體現於(1)LPR 改為按公開市場操作利率加點形成的方式報價，其中公開市場操作利率主要指中期借貸便利(MLF)利率；(2)要求各報價行真正按照自身對最優質客戶執行的貸款利率報價，充分體現市場化報價形成原則；(3)要求各銀行儘快在新發放的貸款中主要參考 LPR 定價，同時堅決打破過去部分銀行協同設定的貸款利率隱性下限，並將 LPR 運用情況納入宏觀審慎評估(MPA)和自律機制管理中。

從上文我們知道，貸款基準利率正在淡出歷史舞台，今後的貸款利率，尤其是長期貸款利率將會與市場化的 LPR 掛鉤，而 LPR 則按公開市場操作利率加點形成。因此，今後我們所講的人行加減息，主要是指人行的公開市場操作利率，包括正逆回購利率及 MLF 等。

2020 年中國利率走勢預判

一般央行的貨幣政策主要有兩個目的，分別是穩定社會物價及促進經濟增長，不同時期有不同的側重點，但不可能完全只顧一方，而不理另一方。

自美中貿易戰爆發以來，中國經濟下行壓力加大，人行展開逆周期措施。2019 年至今，人行先後四次降低存款準備金率，包括去年 1 月的全面降準，去年 5 月的定向降準，去年 9 月的全面降準與分兩次實施的定向降準，以及今年 1 月剛公布的全面降準。

此外，LPR 改革以來，人行自 2015 年後開啟了新一輪的減息週期，今次的減息對象並不是基準利率，而是公開市場操作。2019 年 11 月 5 日人行調低了 MLF 的利率，從 3.3%下調到 3.25%，之後

在 11 月 18 日，人行下調了 7 天逆回購利率 5 個基點，由 2.55% 下調至 2.5%，最近於去年 12 月 18 日，人行同樣下調了 14 天逆回購利率 5 個基點，由 2.70% 下調至 2.65%。而自去年 8 月 20 日首次發布新 LPR 以後，至去年 12 月 20 日發布的 LPR，1 年期 LPR 已較同期限貸款基準利率低了 20 個基點。

圖 8：中國 CPI 走勢



資料來源：國家統計局、致富集團研究部

然而，從圖 8 可見，國內的通脹有向上趨勢，尤其是 2019 年 11 月份高達 4.5%。雖然國內通脹率不斷創新高的主要因素為豬肉價格維持高位，可判斷為暫時性因素，但市場一般預料豬肉價格要等到 2020 年中才可穩定。估計於 CPI 處於高位期間，人行難以大幅度減息。

此外，中國人民銀行行長易綱最近發文稱，即使世界主要經濟體的貨幣政策向零利率方向趨近，中國也應堅持穩中求進、精準發力，不搞競爭性的零利率或量化寬鬆政策。他表示人行處理今次的經濟下行，不會再用大水漫灌方式刺激經濟。

對於減息，人行的取態相當謹慎，我們估計 2020 年公開市場操作利率有可能減息 1 至 2 次，每次 5 至 10 個基點。至於存款準備金率，我們估計 2020 年可能還有 1 至 2 次降準，每次幅度介乎 0.5 至 1 個百分點。

焦點板塊

內房股

內房板塊於 2019 年表現不俗。內房股股價於去年第一季及第四季普遍皆展現良好升幅，於第二季及第三季則有所回調，但全年來看，皆上漲不少。展望 2020 年，內房板塊仍是值得投資的板塊之一。

去年內地樓市表現穩健，可見人民對樓市的信心仍大，明年情況可望保持。2019 年首 11 月，以全口徑金額計，內地銷售額最高的 10 家內房企業之中，8 家公布了銷售額目標，當中有 6 家經已完成全年目標的 90% 以上。由此可見，內地房地產的景氣良好。另外，房企的收入較銷售表現滯後，因此去年良好的銷售表現料將於今年的業績上反映。

表 4：10 大內房銷售達標率

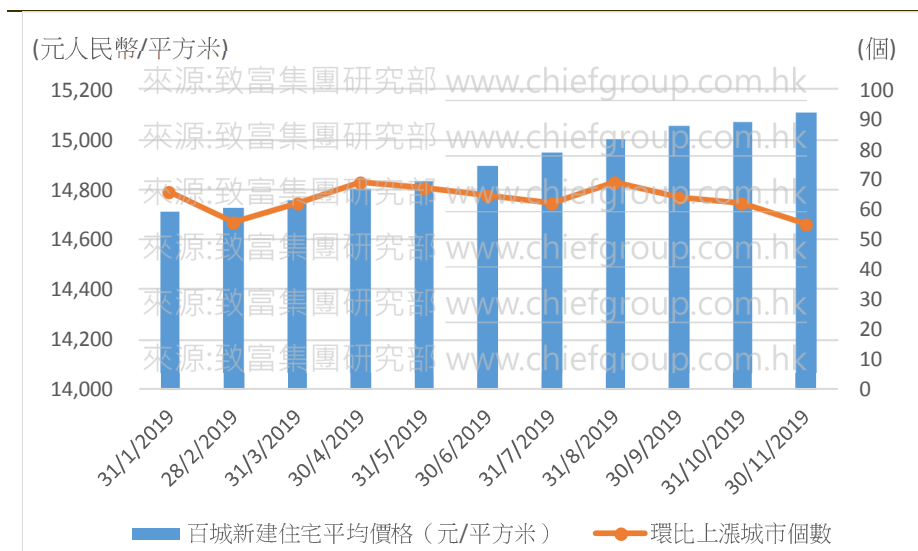
股份編號	股份名稱 ³	2019 年 1 至 11 月銷售 全口徑金額 (億元人民幣)	2019 年全年目標 (億元人民幣)	已完成 目標 百分比	2019 年 1 至 11 月銷售 權益金額 (億元人民幣)
2007	碧桂園	7,515	---	---	5,568
3333	中國恒大	5,855	6,000	98%	5,423
2202	萬科地產	5,743	---	---	3,454
1918	融創中國	5,004	5,500	91%	3,446
600048	保利發展	4,203	5,000	84%	2,850
688	中國海外發展	3,051	3,500(億港元)	96%	2,774
600606	綠地控股	3,016	3,950	76%	2,714
601155	新城控股	2,460	2,700	91%	1,805
813	世茂房地產	2,277	2,100	108%	1,594
1109	華潤置地	2,261	2,420	93%	1,559

資料來源：克而瑞研究中心、上市公司通告

房價方面，內地樓市去年房價上行趨勢不變，今年有望繼續緩慢向上。中指院公布的百城新建住宅每平方米售價，自去年 1 月起連續 11 個月上升，而上升的城市數目亦一直比下跌的數目為多。雖然於去年 11 月，只有 55 個，為去年最少的月份，但上升的城市數目始終比下跌數目有較大差距，從此角度看，內地樓市房價今年有望繼續緩慢向上。

³ 保利發展、綠地控股及新城控股為內地上交所上市股份

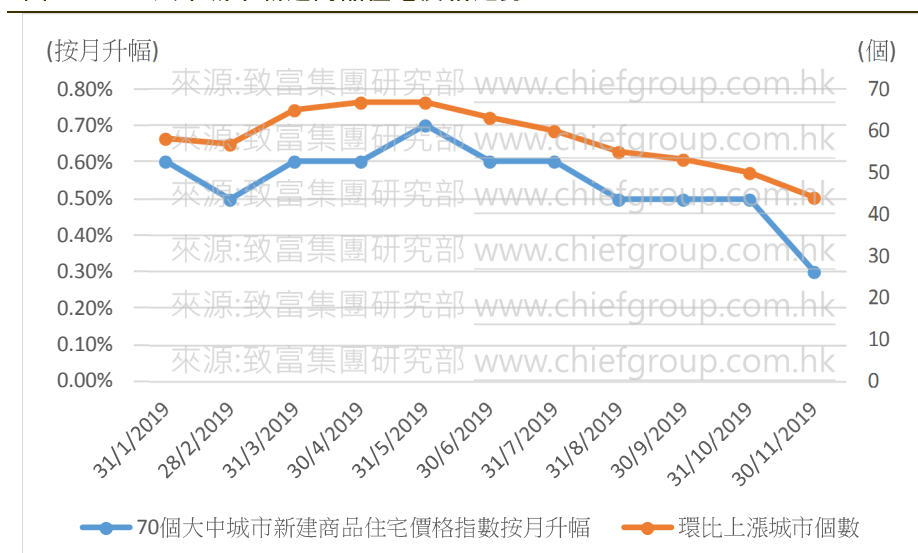
圖 9：百城新建住宅平均價格走勢



資料來源：中國指數研究院

另外，國家統計局公布的 70 個大中城市新建商品住宅價格指數，11 月的按月升幅為 0.3%，雖然較 1 月至 10 月的按月升幅區間 0.5%至 0.7%低，但從趨勢上看，今年上半年似乎難以有月份錄得按月倒退，即使今年下半年該指數按月由升轉跌，預期跌幅亦不會大。

圖 10：70 大中城市新建商品住宅價格走勢



資料來源：國家統計局

政策方面，內地房地產宏觀調控政策略有放寬。例如去年第四季，深圳前海推出了針對港澳居民和家庭的購房優惠、深汕合作區亦放寬了商品房限購、而成都則直接解除高新南區居民的限購。

此外，去年 12 月 6 日舉行的中共中央政治局召開會議，研究今年經濟工作，但未有提及房地產調控；估計中央仍未全方位放寬目前房地產市場的調控大方向，但會持續作出微調，地方政府或可因應自身情況作出更靈活安排，以穩住樓市。

另外，如內地經濟增長進一步放緩，中央更有需要為樓市維穩，以免引發金融系統性風險。如美中貿易戰持續，令內地經濟變得更加困難，中央維穩樓市的誘因就更大。

貨幣政策方面，內地利率料持續下行，有利內房銷售。去年 11 月，貸款市場報價利率(LPR)於改革後首次下調 5 年期利率，有助降低居民房貸利率，支持內房銷售，亦有助內房降低人民幣借貸成本。內地經濟增長放緩壓力加大，內地或會進一步以貨幣政策調控宏觀經濟。

美國息口對內房亦有重大影響，主要由於內房普遍發行大量美元債。然而，觀乎美聯儲官員近期言論，美聯儲雖然暫時未必會進一步減息，但加息更加難以出現，美息可望維持於低位。

去年 11 月中，美聯儲主席鮑威爾發表演說，表示美國經濟擴張可以延續，又指除非經濟前景有變，否則美聯儲的貨幣政策仍是合適。

去年 12 月中，於今年擁有聯邦公開市場委員會(FOMC)投票權的達拉斯聯儲銀行總裁卡普蘭表示，美國今年本地經濟增長預料為 2%，雖然勞動力市場表現強勁，但通脹表現仍然乏力，因此認為利率政策的適當路徑應該維持在當前水平，今年的利率水平不應該有所改變。卡普蘭的言論與早前美聯儲議息會議後發表的聲明吻合。

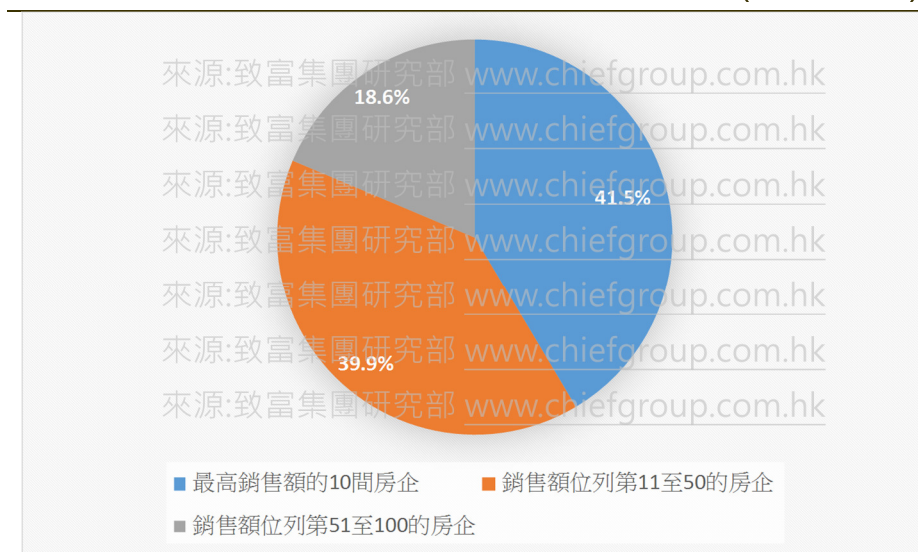
另外，亦去年於 12 月中，芝加哥聯儲銀行總裁埃文斯表示，美聯儲的貨幣政策正處於良好位置，言論與主席鮑威爾以及其他委員的措辭一致，進一步反映局方在可見的將來無調整利率水平的打算。

從近期一眾美聯儲官員的言論可見，美國息口將可見將來仍會維持於低位，內房企業發美元債的成本亦不會因為此因素而上升。

有眾多因素支持今年內房板塊表現，但規模不同的房企或有不同營運表現。從銷售的角度上看，大型房企(以銷售額計位列前 10 的房企)及中小型房企(以銷售額計位列 11 至 50 的房企)的表現相若，然而從資產穩健的角度上看，高負債率的房企(多數為中小型房企)或面臨較高風險。

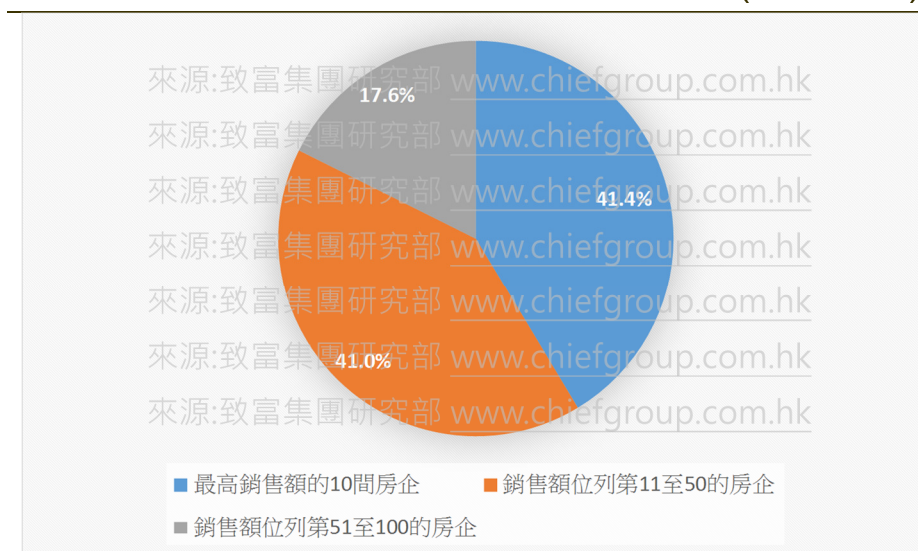
銷售方面，大型內房，及中小型內房去年表現不相上下。2019 年位列前 10 的房企的銷售額，以權益金額計，佔首 100 名的比重為 41.4%，較 2018 年的 41.5%只輕微下跌 0.1%，而 2019 年位列 11 至 50 的房企的銷售額，以權益金額計，佔首 100 名的比重為 41.0%，較 2018 年的 39.9%只輕微上升 1.1%。

圖 11：2018 年首 11 個月不同內房佔首 100 名的銷售金額比(以權益金額計)



資料來源：克而瑞研究中心、上市公司通告

圖 12：2019 年首 11 個月不同內房佔首 100 名的銷售金額比(以權益金額計)



資料來源：克而瑞研究中心、上市公司通告

從資產穩健的角度上看，如果經濟表現持續遜於預期，個別高負債的房企或出現現金流問題，出現集資需要。

例如富力地產(2777.HK)與首創置業(2868.HK)相繼獲批配售 H 股集資。富力地產去年 12 月，以每股配售價 13.68 元配售 H 股，淨籌約 37.35 億元；配售股份佔擴大後已發行 H 股總數 21%，每股配售價較消息公布前一天收市價折讓 7%；配股所得淨額，擬用於償還境外債務性融資。

首創置業方面，去年 12 月，以每 10 股供 5 股，發行 5.1 億 H 股、8.24 億內資股及 1.79 億股非 H 股外資股，供股價較消息公布前一天收市價折讓 32%，集資主要作償還現有境內及境外計息債務。另外，首創置業更公布，建議在中國境內發行公司債券，本金總額不超過 60 億元人民幣，計劃把發行所得用於償付債務本金及利息。

預期今年內房業績整體將會保持相對克制的增長，另外，部份內房將面對資金周轉問題，故選股的時候宜選較低負債率的房企。

表 5：內房股市帳率

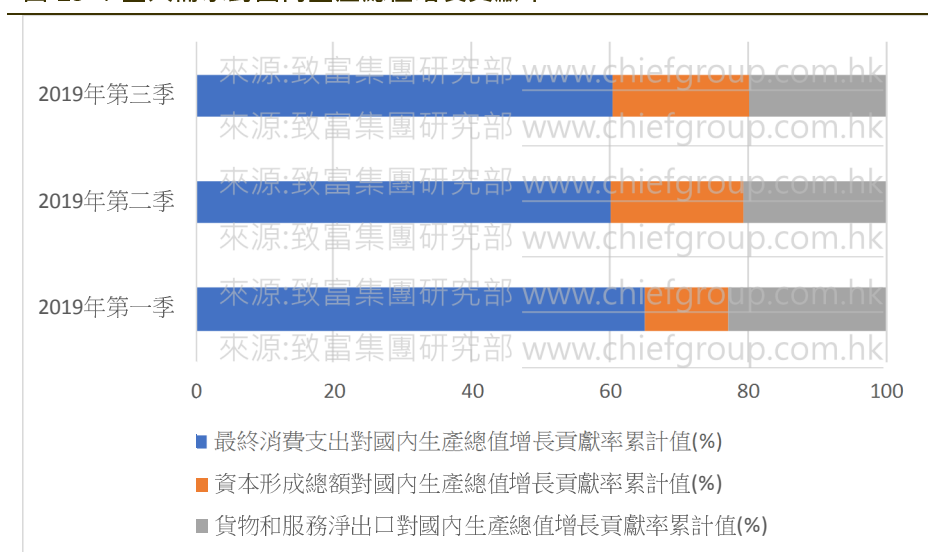
股份名稱	股份編號	最近 5 年平均市帳率	2020 年 1 月 14 日	
			歷史市帳率	
碧桂園	2007	1.7	1.8	
中國恒大	3333	1.9	1.8	
萬科地產	2202	1.9	1.9	
融創中國	1918	2.0	2.8	
中國海外發展	688	1.2	1.1	
世茂房地產	813	0.9	1.4	
華潤置地	1109	1.4	1.5	

資料來源：致富集團研究部

食品股

過去一年多，美國總統特朗普多次向中國祭出關稅牌，令中國經濟承受一定下行壓力。為穩定經濟增速，刺激內需和消費相信是中央不可或缺的對策之一。畢竟消費自 2014 年起已成為拉動中國經濟增長的最大動力。據國統局數據，去年首三季，國內最終消費支出增長對經濟增長的貢獻率逾六成，遠高於資本形成與淨出口的貢獻(見圖 13)。

圖 13：三大需求對國內生產總值增長貢獻率



資料來源：國統局、致富集團研究部

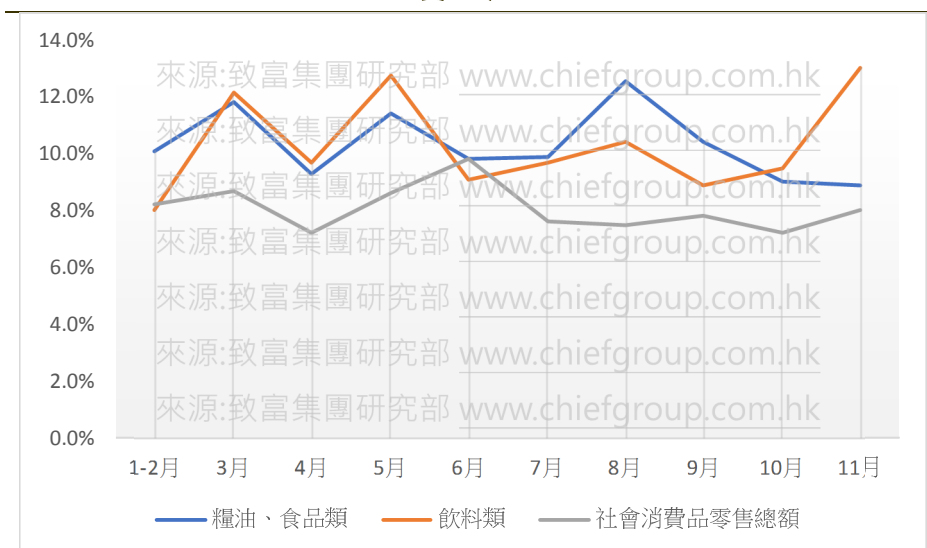
中央去年推行減稅降費措施，藉此降低企業和居民的負擔，從而達致促進投資和消費的目的。中國稅務局數據顯示，截至 2019 年第三季，全國累計新增減稅降費 17,834 億元人民幣，當中個人所得稅改革新增減稅 4,426 億元人民幣，人均減稅 1,764 元人民幣，可見中央推行減稅力度非小。減稅降費政策的刺激，加上近年內地消費升級的浪潮，去年內地消費有不錯的增長動力。從國統局數據所見，2019 年首三季，全國居民人均消費支出 15,464 元人民幣，按年名義增長 8.3%；另外，去年首 11 個月，社會消費品零售按年增長 8.0%，相比期內的工業增加值和固定資產投資分別增長 5.6%和 5.2%，零售增長速度明顯較快。

2019 年底國務院決定進一步推行稅務優惠政策。為減輕納稅人特別是中低收入群體的負擔，決定暫定兩年內對綜合所得年收入不超過 12 萬元人民幣或年度補稅金額較低的納稅人，免除彙算清繳義務。此外，亦為促進航運業發展，由去年 1 月 1 日起到 2023 年底，對一年在船航行超過 183 天的遠洋船員，其工資薪金收入減按 50%計入個稅應納稅所得額。相信減稅成效將逐步浮現，可望繼續促進內地居民消費意欲。

若仔細觀察社會消費品零售數據，最近數月內地消費者較願意花費於吃、喝與日用品等基本生活類商品。當中，糧油、食品類和飲料類商品的增長勢頭相對平穩，2019 年首 11 個月限額以上單位糧

油、食品類商品按年增長 10.2%，飲料類亦上升 10.1%，兩者表現均勝過整體社會消費品零售 8.0% 的增長(見圖 14)。

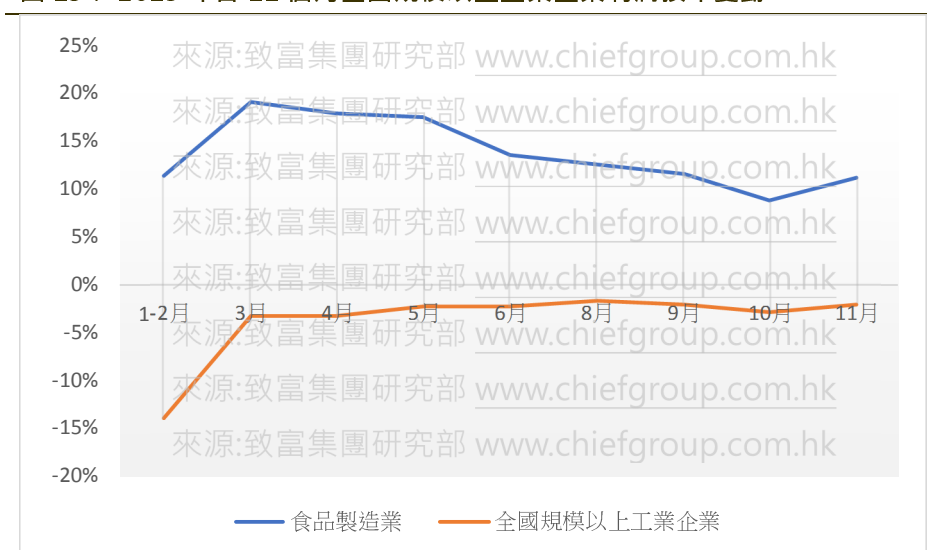
圖 14：2019 年首 11 個月社會消費品零售按年變動



資料來源：國統局、致富集團研究部

從企業盈利角度看，食品製造業的利潤增長亦相當穩健。國統局的規模以上工業企業利潤數據顯示，儘管 2019 年首 11 個月全國規模以上工業企業利潤按年下降 2.1%，但食品製造業期內利潤總額按年仍錄得 11.1%增長(見圖 15)。

圖 15：2019 年首 11 個月全國規模以上工業企業利潤按年變動



資料來源：國統局、致富集團研究部

過去一年，在宏觀因素影響下，大市走勢好不波動，具進可攻退可守特性的必需消費股獲得資金青睞，不少食品股股價去年錄得一定升幅。然而，從估值角度分析，多隻食品股目前市盈率仍低於其過去平均市盈率(見表 6)，反映食品現時股價沒有被市場過份高估。

表 6：食品股市盈率

股份名稱	股份編號	最近 5 年平均市盈率	歷史市盈率 ⁴
中國旺旺(151.HK)	151	20.2	21.4
康師傅(322.HK)	322	32.2	26.8
統一企業中國(220.HK)	220	36	24.2
中國食品(506.HK)	506	25.6	20.6
達利食品(3799.HK)	3799	19 ⁵	18.1

資料來源：致富集團研究部

⁴ 截至 2020 年 1 月 10 日

⁵ 數值為過去兩年平均值

附錄：2019 年恒指成份股表現

恒指去年全年錄得約 9.1% 升幅，下表為年內各成份股的股價變動：

股份名稱	股份編號	變動	股份名稱	股份編號	變動
中國生物製藥	1177	111.2%	新鴻基地產	16	6.9%
舜宇光學科技	2382	93.8%	電能實業	6	4.6%
石藥集團	1093	64.4%	建設銀行	939	4.2%
創科實業	669	52.8%	領展房產基金	823	4.0%
瑞聲科技	2018	49.6%	香港中華煤氣	3	3.4%
萬洲國際	288	33.5%	新世界發展	17	3.1%
中國平安	2318	33.2%	九龍倉置業	1997	1.5%
中國旺旺	151	32.9%	長和	1	-1.2%
碧桂園	2007	31.0%	中國銀行	3988	-1.5%
中國人壽	2628	30.1%	長實集團	1113	-1.8%
蒙牛乳業	2319	29.1%	恒安國際	1044	-2.6%
華潤置地	1109	28.9%	中國神華	1088	-5.1%
申洲國際	2313	28.3%	匯豐控股	5	-6.1%
友邦保險	1299	25.9%	長江基建集團	1038	-6.5%
金沙中國有限公司	1928	21.4%	中銀香港	2388	-7.0%
騰訊控股	700	19.6%	中電控股	2	-7.5%
銀河娛樂	27	15.3%	恒生銀行	11	-8.4%
恒隆地產	101	14.6%	交通銀行	3328	-9.3%
中國海外發展	688	12.8%	中國聯通	762	-12.2%
港鐵公司	66	11.8%	太古股份公司	19	-12.5%
香港交易所	388	11.7%	中國移動	941	-13.1%
吉利汽車控股有限公司	175	10.4%	中信股份	267	-15.2%
恒基地產	12	7.9%	信和置業	83	-15.7%
工商銀行	1398	7.3%	中國石油化工股份	386	-16.1%
中國海洋石油	883	7.1%	中國石油股份	857	-19.9%

資料來源：致富集團研究部

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(“此等人士”)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所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk