

# 滬設「自貿區」 港要有危機感

太平證券(香港)研究部主管  
陳義明

太平金控

國家商務部上周四透露，國務院已正式批准設立中國（上海）自由貿易試驗區。這個自貿區是李克強總理在國內外政治與經濟背景下，透過進一步開放資本市場和服務市場，推動經濟進一步發展的「試驗田」，影響深遠。香港可抓緊機遇，開拓合作空間。

內地設立自由貿易試驗區不是獨立的事件，其與推進金融市場化改革背景高度相關。從長期來看，金融市場化改革是支撐經濟結構調整和轉型升級的重點，金融更加市場化，資金才能流向產業升級和轉型等具有前景的企業。設立自貿區就像改革開放初期的經濟特區，發揮「先行先試」的作用和「示範效應」。而上海自貿試驗區的探索，可為全國推廣金融市場化改革提供經驗。

上海自由貿易試驗區的重要意義更多地體現在金融改革和服務領域。一方面，設立自由貿易區為金融改革的深入創新提供了平台與空間。通過融資、保險與外匯等方面的金融市場化改革，促進金融、服務、貿易和製造

業的共同發展，促進經濟結構的調整與轉型升級。在制度層面的推進方向包括：（1）利率市場化；（2）匯率自由兌換；（3）金融業對外開放；（4）離岸金融中心。設立自由貿易區的一個政策意圖在於，開闢中國稅收、金融體系與國際接軌的試驗區。

另一方面，金融市場化改革的深入與創新將促進貿易、服務的發展。政策優惠和金融創新利好對外貿易。表現在：一、預計自由貿易試驗區內將適用特殊的貿易監管政策和稅收優惠政策，相當於在內地開闢一個類似於香港的「自由貿易港」，這將有利於促進轉口貿易和離岸貿易；二、通過在自由貿易區的金融創新，為貿易企業規避匯率波動提

供更多的避險工具，同時為企業提供融資服務等便利，從而有助於企業定價及鎖定利潤。

可見，在內地層面上，上海自由貿易試驗區是一個「制度改革紅利發現」的實驗場。事實上，覆蓋上海市4個海關特殊監管區域的自貿區，總面積雖只有28.78平方公里，但區內實行「境內關外」管理，不受海關的慣常管制，貨物零關稅進出，自由貿易；區內實行金融創新，試行人民幣資本賬目開放。從短期看，上海自由貿易試驗區的推進有利於提升上海作為國際金融中心的競爭力，進而繁榮長三角區域的經濟和貿易。

在國家戰略層面上，上海自由貿易試驗區可作為加入由美國主導的「跨太平洋戰略經濟夥伴關係協定」(TPP)的對外窗口。金融危機暴露了美國經濟缺乏製造業支撐的缺點，奧巴馬09年提出「出口五年翻番」計劃，並與韓國和秘魯等簽訂自由貿易協議，



■國務院正式批准設立中國（上海）自由貿易試驗區。圖為上海洋山保税港區內的集裝箱貨櫃擺放密集。 新華社

目前更進一步推動亞太區TPP，及推進「跨大西洋貿易暨投資夥伴協定」(TTIP)。國務院批准成立自由貿易試驗區，也可應對全球經貿發展新格局帶來的變化。

對本港來說，適應內地深入改革、進一步

開放這必然大勢是當務之急。雖然商務部強調，成立上海自貿試驗區，不會對香港貿易和外資產生負面影響。然而，面對未來上海的轉變，香港要有危機感，只有掌握國際形勢和國策，才能抓緊機遇，力促中港並進，共用成果。

## 新興市場波動乃信心問題

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

上周新興市場出現大幅波動，聯儲局退市預期持續推高美債息，並引發新興市場資金外流。印度盧比創新低，印尼盾及泰銖亦大幅下滑，馬來西亞及泰國央行被迫入市干預。而資金的流出，令市場憂慮將會對印度及印尼等新興市場造成衝擊，並引發亞洲金融危機。

從最近相關消息公布後，資產價格走勢變化可看出，市場普遍認為聯儲局將會在未來一兩個月內宣布退市；聯儲局上周四（22日）公布之議息會議對退市計劃並無太大之啟示，不過當中，接近所有參與者支持主席伯南克年底前減少買債的時間表，部分參與者亦稱，近期金融市場因應當局貨幣政策改變的波動情況，屬他們的預期之內。

### 再發生金融風暴機會甚低

在會議記錄公布後，美股急跌後一度抽升，惟尾市再次下跌；至於金價走勢亦相若，同一時間，美匯及美債息則上揚，反映出投資者普遍認為聯儲局於下月議息會議宣布減少買債計劃的機會不低。退市在即，息率預期上升，在資金成本增加的情況下，早前受惠低息環境借取便宜資金，用作投資於較高風險市場賺取利差的投資者，利潤收窄，由於風險與回報比已變得不再吸引，促

使資金平倉並回流美國，繼而引發近期新興市場貨幣及股市急瀉的情況。

雖然如此，但目前亞太區新興國家的經常賬赤字佔國內生產總值比例以較從前大幅改善，政府財政情況仍然穩健，外匯儲備亦大增，加上現時亞洲貨幣大部分已與美元脫鈎，難以再受國際炒家狙擊，並引發新輪亞洲金融風暴。反過來看，貨幣貶值亦有助提振本國經濟，因此，再次發生如1997年般的金融風暴機會甚低，近期新興市場之波動主要原於信心問題。

新興市場最近出現大幅波動的情況，但相對而言，歐美市場近期雖有下跌，但跌幅有限，當中，歐洲股市更呈反覆上升之走勢，未見出現恐慌。歐洲股市得以維持強勢，主要是由於當地經濟有回穩跡象，反觀新興市場受資金流出困擾，而聯儲局退市對美國經濟亦帶來一定的不確定性，因此，相對而言，歐洲股市反而成為較安全的資產，使最近出現歐洲股市較強的情況。

最近之經濟數據顯示，歐元區之製造業擴張速度有所加快，Markit歐元區8月份製造業採購經理人指數進一步上升至51.3，不僅升至逾兩年高位，更高於市場預期。此外，歐盟統計局近日更表示，歐元區第二季度的經濟增長0.3%，不僅優於市場預期，亦為2011年來首次出現擴張，反映歐元區經濟開始復甦跡象。相信在聯儲局宣布減少買債前，上述環球股市之情況將會持續；歐洲股市維持相對強勢，美股及新興市場則會有較大波動。

## 市場大環境仍然較樂觀

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶琪

美國退市的疑慮再次升溫，標準普爾500指數上周連續4日回吐2.5%，並跌至50天線下方；納指則回吐約1.9%，維持於50天線上方。市場波動性指標VIX指數目前約15點，美股8月份的下跌應是一個健康的整固，而不似是6月恐慌性拋售的情況。最新公佈的匯豐中國製造業採購經理人指數(PMI)大幅回升，由前期47.7上升至擴張區域50.1。港股雖然受美股下跌拖累，但亦因此令跌勢喘定。中國股市方面，6月末後至今，內地A股整體表現正面，走勢波動不大。

亞洲貨幣持續弱勢，並有繼續擴大弱勢跡象。當中不少亞洲貨幣持續創下歷史新低，印尼盾和印度盧比於8月份兌美元匯率貶超過5%，周四(22日)分別走高至10,875盾和65.08盧比。在美國收緊資產購買預期升溫下，資金流出新興市場，MSCI亞太區(日本除外)指數在過去6日下跌4.3%。

與此同時，同樣在收緊QE的背景下，美國國債收益率飆升至2.9%以上。上周Markit公佈美國8月份製造業採購經理人指數小幅上漲至53.9。顯然，美國在私人非農就業、製

造業出產、個人消費信心、住房市場等都有良好改善。經濟不確定性減少，這也使投資國債需求減少。事實上，國債收益率在2008年金融危機前平均維持於5.5%左右，如今收益率已經持續在低位好一段時間，似乎不能再低了。

如美國經濟再次走強，美聯儲才會關注通脹和上浮利率的問題。美聯儲發債FOMC會議紀錄當中也顯示，委員會重申，資產購買計劃結束後，以及經濟復甦增強後，高度寬鬆的貨幣政策立場將會被維持一般相當長的時間。當利率上升時，已經投資於債券或債券共同基金的投資者將要投資價格下跌，導致實質性虧損。然而伯南克表示最早到2015年才会有加息的可能。

### 投資債券宜選短中期

對投資者而言，投資債券的風險增加。由於債券價格在債券到期前會隨市場變化波動，對於較長時間到期的債券來說，要承受更大的利率風險。對於一般投資者而言，完全追捧股票實際上也會增加風險。因此投資者宜選擇短中期的債券作投資。目前我們暫無法確定美國會否於9月份開始縮減QE的規模，在9月初的就業數據也將為市場關注，此前市場將比較波動。不過，明朗化後，市場大環境也會較樂觀。

## 中資金融股短線槓桿部署

中銀國際證券股票衍生品部執行董事  
雷裕武

藍籌中期業績期已接近尾聲，港股本周將有12隻藍籌公佈業績，其中市場焦點落在中資金融股上，明日將有國壽(2628)、農行(1288)登場，而後日則有平保(2318)、工行(1398)和中行(3988)。近期相關股份的即市波幅明顯增加，昨日更全線走好，其中內險股普遍升逾2%。只要細心觀察，不難發掘一些短線買賣機會，信心較大的朋友，更可考慮以相關窩輪產品提高入市彈性。

一般而言，業績好壞對相關股價的影響傾向短暫，部分短至半日，最長也不超過兩、三個交易日，便已充分在價格中反映，至於股價能否延續升/跌勢，則要視乎大市氣氛。因此，針對即市買賣的窩輪或牛熊證，在產品特性上，或可配合捕捉短期變化的投資者，成為直接購股以外的另類選擇。以下讓我們簡單探討中資金融股相關窩輪的短期投資機遇。

### 國壽窩輪選擇較同業多

先看內險板塊，龍頭股國壽一向為窩輪市場焦點，窩輪交投活躍，往往躋身最活躍個股掛鈎資產三甲，相關窩輪選擇較同業多，截至昨日，分別有120隻認購證和20隻認沽證可供買賣，同時，過去一周也開始留意到，資金持續流入認購證部署，總額近1,000萬元，位列市場第7高，而目前市場活躍的國壽購證主要為中期貼價條款。

相對而言，平保(2318)股價的即市波幅相對較大，前周曾一度衝上55.7元近期高位，上週則反覆回落，低見52.3元，昨日股價反彈。目前平保有105隻認購證和7隻認沽證可供買賣，由於認沽證選擇較少，不論成交和貨也主要集中在認購證上，而活躍條款主要為中期貼價條款，行使價一般在58元至60元區間，部分3-4個月期，槓桿可達10倍，年期稍長，槓桿也相對較低。

至於內銀股窩輪方面，市場焦點主要集中在建行(0939)和工行(1398)，兩股經常躋身十大活躍掛鈎資產行列，而其窩輪數目和條款選擇也較其他內銀股為多，截至昨日，可供買賣的窩輪數目分別為111隻和92隻，其中認購證仍屬市場主流，建行活躍call輪條款集中在中期價外為主，行使價普遍在6元至6.5元，到期日由今年12月底至明年2月，而槓桿由8至13倍不等；而工行活躍call輪條款屬中短期貼價選擇，到期日由今年11月底至明年2月，而槓桿由8至14倍不等，至於二線內銀股方面，民生(1988)窩輪相對活躍，街貨量也較多。

投資者如計劃以窩輪作業績期的機遇，掌握時間性非常重要，建議先了解產品特性和風險，並避開一些年期較短的條款，雖然爆炸力較強，但輪價波動性極高，加上每日時間值損耗相對較快，一旦市場逆轉而未能執行部署，分鐘得不償失。此外，大家也要留意個別窩輪的街貨量是否過高，街貨量高的窩輪，價格或會受到市場情緒或供求失衡的影響，走勢較為飄忽，建議避免沾手。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

## 美「收水」壓力應正視

時富金融策略師  
黎智凱

上周末有關縮減QE的話題成為了匯市的焦點。美債息高企，美國10年期債息更直逼3厘。隨着美聯儲9月份會議的日益臨近，外界對於美聯儲是否會在下月宣布縮減購債規模的猜測也告日益升溫。

筆者認為，不管市場願不願意去面對，但是美聯儲逐步結束量化寬鬆，貨幣政策回歸常規已成必然。事實上，在三次量化寬鬆政策的推動下，美國取得了顯著效果，特別是隨着股市的上漲和房地產的復甦，製造業生產效率提高以及貿易收支改善，使美國經濟逐步走上了可持續的經濟復甦之路。

相比美國市場在經濟向好和QE退出之間反覆折騰的波動，此前被債務危機困擾的歐洲市場則開始出現經濟轉暖的積極信號。上周發佈的8月份歐元區製造業採購經理人指數PMI初值升至51.7，創下了26個月以來的新高，且連續兩個月位於榮枯線以上，數據充分表明歐洲製造業處於發展擴張狀態，說明歐洲市場經濟開始回暖。

匯豐銀行最新發佈的8月中國製造業PMI初值從7月份的47.7上升至50.1，已重返榮

枯線之上，並且創4個月以來的新高。這一數字表明中國製造業開始回暖。8月26日，中國國家統計局發言人盛來運表示，中國經濟已出現積極變化和明顯的企穩跡象，中國地方政府債務問題在可控範圍內，不過中國產能過剩仍是個嚴重的問題。他指出，量化寬鬆措施(QE)實際上是美元貶值，然而美國退出QE應該是多贏的，應該考慮新興市場利益。QE政策此前推高大宗商品價格，給新興市場帶來壓力。

### 熱錢進出產生傷害都不輕

在筆者看來，對於新興經濟體而言，無論是量化寬鬆的進入還是退出，產生的傷害都是不輕的。當美聯儲處於擴張時，大量的資金就流向新興經濟體，導致國際資本流入、本幣升值、國內信貸擴張，以及通貨膨脹的加劇；反之，當美聯儲量化退出時，新興經濟體這些國家又面臨着資本的外流，本幣匯率急跌、國內流動性緊張、資產價格的縮水、市場的劇烈波動，甚至泡沫的破滅。筆者認為，中國人民幣匯率形成機制缺乏相應的彈性，國內債務比例過高等諸多的問題。因此，接下來必須正視美聯儲貨幣政策收緊的壓力，以免在此次量化寬鬆退出時遭受重大的經濟重創問題。

## QE退場後 REIT還值得投資？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

根據彭博通訊社資料，金融海嘯後美國推出幾輪量化寬鬆(下稱QE)政策，使全球房地產上升，其漲價遠比股票市場厲害。從2009年3月至2013年7月，MSCI世界指數(權威性股票指數)上漲了116%，但代表不動產投資信託基金(下稱REIT)的當時全球不動產指數卻急升181%。

在年中傳出美國聯儲局會提前結束QE的消息傳出後，全球股票和債券市場齊「地震」，連REIT價格都從5月下旬高位回吐，個多月內跌幅已超過10%至6月下旬才喘定，並在低位「橫行」直至今天！以香港幾隻上市的REIT股份為例，越秀房託(0405)、領匯(0823)及富豪(1881)的股價自5月中旬到今天分別下跌約17.6%、18.8%及12.5%，相比本港樓市表現還差一點。從美國聯儲局言論考量，QE退場只不過是時間的問題，如果QE退場後，REIT還值得我們投資嗎？

REIT可以定義為一種把「買房收租」的交易完全證券化的商品，運用信託方式收集的資金進行各類不動產投資以賺取租金收入、資產增值及最終售後交易獲利，再以收益按比率分配給投資人。因應其資金充裕但決策時間較長的特性，REIT主要投資各種商用不動產如辦公大樓、購物中心、工業廠辦、物流中心、酒店/服務式公寓、醫院等等。

目前全球REIT數目約540家，規模已超過1兆億美元，全球市值規模最大的50家中，投資美國不動產佔上72%，其次是澳洲和法國的11%和6%，即約90%市值的50家最大家的REIT股份分別投資美國、澳洲和法國。美國是REIT的發源地，今天美國紐約證券所掛牌交易的REIT共約170家，市值已超過6,800億美元。以投資物業種類區分，全球各地的REIT以投資購物中心和特殊產業(如數據中心、醫院、倉儲及酒店)為主，分別佔上35%和28%。如依收益來源區分，REIT股票可分為權益型、抵押型及混合型，以權益型(即直接參與不動產投資及經營)為主流！

從過往REIT股價與利息走勢比較分析，大致上有下列結論。如在2009-2012年當利息持續下降階段中，不動產供貸成本下降，有助提高REIT利潤水平，另外融資成本降低也令REIT公司進行收購/

合併行為有利。再者REIT公司特點於配息穩定，收益率高於政府公債利率，容易吸引投資者。但如果情形如現在，市場預料可能要升息，則成本增加，政府公債利率趨升使REIT不太吸引。

### 利息主升或主降都屬利好

不過當真正進入利息主升階段時，因為持續升息代表經濟活躍、通脹升溫、房地產價格通常會大漲，當然REIT股票會受惠。結論是無論降息或升息，對REIT來說都是利好消息，最使人煩惱是當市場預期升/降息時，REIT股價會作大幅調整！如果明年美國聯儲真的收起QE，主要因素必定是美國經濟穩步復甦，但當經濟過熱時政府又會使用升息手段去抑制通脹。

QE準備退場，市場預期央行加息前，投資者可以吸納以短約為主的REIT公司，例如服務式公寓和酒店，因為「租約期短」的REIT較有能力去調升租金而享受理想回報。投資者應分析個別REIT管理公司的歷績，如果她們在低息環境下進行大量合適的收購行動，則當利息進入主升期時，房地產價格會趨升，她們大可將手中低價物業脫手以賺取可觀升值！

除了看REIT的投資標的外，各區REIT會因經濟復甦程度不同而表現不一！如果以REIT公司投資公司去比較，全球可以這樣來順序排列：首選美國，次選日本，最後是亞太(含澳洲、新加坡及香港)！從美國最新經濟數據中，可以看出經濟已進入復甦期，房價已緩步回升，不難明白為何中國民企/國企公司/富人大舉吸納紐約商廈和南加州住宅，但REIT價格尚在合理區間，值得趁低吸納！因為「安倍經濟學」的具體執行，日圓大幅貶息、降息循環未完，國內房地產價格開始看升，REIT同樣看好。

亞太區是受美國熱錢流出而影響最大的區域，從過去經驗看，亞太區REIT通常是待美國升息後才接而上，但因為中國的深厚經濟力量支持，其延後升幅每每超過美國同業，尤其是香港REIT同享中國物業市場上升潛力和人民幣持續升值的雙重利好消息，可以被看高一線！無怪乎開元產業信託(1255)自七月中上市後股價穩步上升，大家可以關注。反過來說，歐洲和澳洲REIT公司則有待經濟真正復原後才可下手吧。

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。