

# 港股投資者衡量中美影響有法

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

一直以來，港股投資者面對的是兩股力量的拉扯。從宏觀角度，美國的貨幣政策，主導着全球的財金大勢，尤其香港採用聯繫匯率制度，本身並無實質的貨幣政策，自然以美國聯儲局的決定為馬首是瞻。從微觀角度看，中國與香港經濟，實際上已大為融合，無論從民生的食用飲用所需，到刺激消費的自由行，以至股市當中佔大比重的內地企業，各個環節，既與內地的經濟政策，息息相關。

故此，從投資者的角度，資金格局看美國的寬或退市，選題材看中國的政策方向是寬是緊，改革的目標如何等等。事實上，今日在2013年將完結之際，提早總結一下，不難看出，上述的二分法，雖看似粗略，但卻不失重點。

由年初至今，若以恒生指數為標準以量度港股表現，暫時高位在12月初的24,112，低位在6月的19,426，相差逾四千點，而過程中，每次達四千點的變動，該段行情，或多或少與美國聯儲局的政策，尤其是所謂退

市有關。

例如，5月時，現任聯儲局主席伯南克提醒市場參與者，隨着經濟復甦，退市或遲或早出現，步伐則視乎經濟數據而定。此言一出，港股由5月高位急跌至6月低位，當時亦是全球市場一起震盪，各式防守性的投資，包括房託或公用股，以至企業債，都有相當大幅度的下跌。

有別於過去兩年的反覆上揚，而自這次跌後，再沒有回復到高位，證明投資者完全了

解退市之含義，明白過去兩年的遊戲規則，已經改變。另一波行情，自然要數6月低位起步，一直到今年12月的高位，需時比上述的急跌長達數倍，但過程也正好吻合於美股反覆在高位整固後再向上的形勢。

另一邊廂，投資者在短線的操作上，明顯受內地政策影響。最直接的，當然是9月中至11月中，恆指無所作為，持續在22,800至23,500區間內，橫行兩個月，但期間的指數外的股份，隨着憧憬三中全會可能出現的改革方向，各式題材由環保新能源，到孩子的需求或乳業股，均有明顯升勢。

而當三中全會在11月中有了公報和決定之後，再有大約一星期的落實方向後的炒作。另一為時更長，主題更清楚，只是要略加心思的行情，自然是年內起步至今，未嘗失敗的澳門賭業股和科網股，這兩個板塊，明顯是隨着改革步伐，在戰略上或具體需要上，有着明顯意義的。



■ 港股投資者在衡量中美影響時，資金格局主要是看美國的寬或退市，選題材則看中國的政策方向是寬是緊。圖為香港的證券行。資料圖片

換言之，從2013年的具體行情變動，可以看出，投資者對於中美兩大力量影響，有着不同程度和方向的考慮，繼而影響投資決策。如無意外，這種做法，很可能延續至2014年仍然不變。

## 錢荒對市場衝擊可望漸減

太平金融、太平證券(香港)研究部主管  
陳羨明

近期市場流動性緊，導致內地拆息高企，在外圍股市屢創新高之際，內地A股及港股市向上挑戰的勢頭受到抑制。惟今次錢荒後中央有限度放水，以紓銀行資金管理不善引發的錢緊，反映中央貨幣政策中性偏緊，操作手法緊中偏穩的新動向，這無疑有利於穩經濟促改革。前周開始，資金面緊張情勢不斷加劇。人行未在公開市場以逆回購向市場注資，導致流動性偏緊，上海銀行間同業拆放利率(SHIBOR)曾連續4日全線上升，1周、兩周、1個月及3個月拆息升至6月以來高位。

上周四人民銀行終出手以短期流動性調節工具(SLO)調節市場流動性，且稱，如必要將據財政支出進度，繼續向符合條件的金融機構通過SLO提供流動性支援，惟未對市場有顯著影響。

人行在暫停3周逆回購後，終於上周二重啟，在公開市場中開展290億元人民幣，7天期逆回購操作。在央行進行SLO操作和重啟逆回購的情況下，市場利率呈現快速回落，其中1周及兩周拆息跌逾2厘，貨幣流動性對銀行流動性的傳導趨暢順。然而，市場流動性轉換有待於進一步觀察，股市因而未見有很大起色。

### 待拆息搶高才出招有因

為何人行在拆息如此高時才作出回應？對此，市場有多種看法。例如，首11月上繳的多達2萬億元的財政存款將在12月下半年注入銀行體系，以及人行希望遏制信貸增長，因而被迫要允許拆息上升等。其實，在利率趨向市場化的嚴峻挑戰下，像今年6月份的「錢荒」預演一樣，人行有意讓銀行間利率走高，以此迫使銀行和其客戶去槓桿，以及提高警覺性。

嚴格來說，兩次引爆錢荒的導火線不同。今年6月爆發錢荒，成因主要是稅款繳付到期、存貸比和準備金各項監管指標季末考核，加上大量理財產品集中到期等多重因素。今回錢荒主要是存款準備金淨上繳壓力上升，加上美國聯儲局啟動退市，在憂慮資金外流下，金融機構爭相借錢造成流動性迅速縮緊，從而推動短期利率急劇飆升。

但錢荒的根源本質並無二致，仍然是結構性滲漏問題。商業銀行將資金過度集中在房地產、地方融資平台和高槓桿化的理財產品業務之中，借短貸長，期限錯配。金融資源的錯配，導致銀行本身的流動性基礎顯得脆弱，錢荒輕易形成。

### 中央貨幣政策偏緊不變

錢荒再度出現，以及人行有限度放水，正好反映中央的貨幣政策及操作手法是偏緊但穩健。由此看來，明年1月底農曆新年前的資金需求高峰期，難望中央會大放水，內地錢荒很可能持續。不過，銀行再歷錢荒，其應對能力會愈強，錢荒對市場的衝擊應逐漸減少。



■ 人行遲遲才出手紓緩市場「錢荒」，分析認為，主要是有意讓銀行間利率走高，以此迫使銀行和其客戶去槓桿，以及提高警覺性。中新社

## 人行在銀行間市場摸石過河

路透熱點透視專欄作家  
John Foley

中國壓力山大的央行官員又經歷了一次考驗。12月24日，央行終於在公開市場重啟逆回購操作，結束了銀行間短期拆放利率的飆升局面。沒有任何一家銀行倒閉，經濟也不會受到影響。但銀行間利率管控是重要戲碼，畢竟人行還不是一家特別老到的央行。

當中國銀行間市場利率在2013年飆升且日益不穩定之時，中國央行多數時間袖手旁觀。人行的目標可能是希望降低該融資渠道的吸引力，防止各大銀行依賴其來支付投資者短期理財產品或隱藏違規貸款。

### 利率過高恐傷及經濟

這種策略存在風險。如果人行允許銀行間利率升得過高或過快，中國的銀行系統可能會出現流動性匱乏，並停止正常運行。這將會傷及實體經濟。

迄今，還沒有傳來負面消息。對銀行間市場的管控或

許已經限制了一些機構的活動，但中國廣義貨幣供應增幅仍高於人行希望的13%的水平。在實體經濟中，6月份的銀行間利率飆升引發借貸利率增速的微幅放緩，價格幾無變動。

### 工作總體做得不錯

人行的工作總體做得不錯。人行的主要任務是在不傷及經濟增長的前提下管好信貸流動。目前的主要挑戰在於，控制過快的貸款增長。央行3月開始突查銀行間市場違規行為，令貸款增速開始放緩，且未明顯傷及零售銷售、投資或工業生產。

人行看似還在銀行間市場摸索。人行最初對特定銀行注入超過490億美元流動性，但在恢復市場秩序上收效甚微。周二的逆回購似乎獲得了成功，雖然注入流動性規模僅有此前的十分之一。

人行似乎是在探索中學習，有時會出錯。迄今，人行的表現屬於中上。這很不錯，鑒於中國的經濟規模，任何缺憾都讓人有理由感到擔心。

## 歐小型股估值仍具吸引

霸菱資產管理霸菱歐洲精選基金投資經理  
Nicholas Williams

回顧2013年，歐元區危機最差的階段已成過去。邁向年底之際，歐洲各地公佈的經濟數據(如商業信心)持續改善。地區方面，荷蘭和法國是表現最疲軟的國家，其中法國未能達到像歐元區其他國家那樣的經濟復甦。隨着歐洲外圍國家實施的改革方案開始生效，南歐國家繼續走出今年早前時間出現的低谷。

但歐洲的前景仍然面臨風險。展望明年，預計歐洲仍未達到全面復甦，國內生產總值將不會取得顯著增長。延遲了幾個月之後，德國終於成功籌組聯合政府，消除了部分不明朗因素，但其政策仍然可能發生變動。與此同時，在意大利方面，縱使國內部分民眾仍然抗拒政府推行的緊縮措施，但意大利政府暫時避免了進一步的震盪。

但我們認為主要憂慮的地方在於歐洲以外地區。有關美國預算問題的爭論可能在2014年2月份出現進一步的

發展，短線而言，這可能會對投資者信心產生負面影響。此外，聯儲局何時會縮減資產購買計劃規模的問題存在不明朗因素，亦可能會增加投資者的審慎情緒。

### 仍低於長期歷史估值水平

縱觀2013年，歐洲貨幣歐洲小型股(英國除外)指數較去年上升35.7%(以英鎊計值)，該些股票目前的估值水平較2012年年底更為昂貴，但仍然低於長期歷史估值的水平。我們認為小型股估值相較於債券或現金而言仍然具有吸引力，而當投資者更了解其投資價值後，將引證我們精挑細選的選股策略的成效。

### 將受惠於企業併購活動回升

我們認為2014年的升幅將會低於今年的水平，但來年的表現可能會受惠於企業併購活動的回升，企業有望利用其強勁的資產負債表及目前的低息環境，來併購市賬率估值偏低的企業。

## 新國九條關鍵在於落實

時富金融策略師  
黎智凱

中國政府網於12月27日發佈了《國務院辦公廳關於進一步加強資本市場中小投資者合法權益保護工作的意見》。提出了健全投資者適當性制度、保障中小投資者知情權、健全中小投資者投票機制、建立多元化糾紛解決機制、健全中小投資者賠償機制、加大監管和打擊力度、強化中小投資者教育、完善投資者保護組織體系等九條意見。相對2004年的老「國九條」，這次被市場簡稱為新國九條。

### 新政策邁出重要一步

在筆者看來，「國九條」也許不會很快讓A股擺脫長達7年的熊市，也不可能改變A股圈錢的本質。但是新「國九條」的出台，標誌着滬深證券市場在完善「市场化、法制化與國際化」資本市場戰略上邁出了重要一步，但是否能夠真正保護中小投資者權益還有待落實，但願不要像A股退市機制那樣淪為擺設。

長期以來，在A股市場，中小投資者一直處於信息弱勢地位，抗風險能力和自我保護能力較弱，發行「三高」、內幕交易、老鼠倉甚至欺詐上市等等使廣大中小投資者的權益極易受到侵害。據有關調查顯示，今年創業板雖然走出了一輪牛市，從年初的700點一路狂漲，最高衝至1423.97點，翻了一番有餘。但投資者大面積虧損，佔比超過65%，其中26%的人虧損20%-50%，佔比最高；居然有8%的人虧損80%以上。

### 關注股民大面積虧損

2011年權威調查顯示，近86%的股民虧損。其中51.8%的股民2011年投資A股虧損20%至50%，14.4%的股民虧損50%至70%。2012年權威調查顯示，89%的股民2012年虧損，45%左右股民虧損超過50%。其中19.6%的虧損超80%，25%的虧損50%-80%，24.4%的股民虧損30%-50%，15.2%的虧損10%-30%。

暫不說08年全球股災A股股民虧了多少，那殘忍的數據暫時就不去比較。就簡單從這三年權威調查顯示的數據上看，近九成的股民虧損，而且虧損比例超過80%的人不在少數。

筆者很難想像，如果保護中小投資者權益不再落實的話，筆者相信還會有更多的投資者棄之A股，逃之A股，也會有更多的A股賬戶成為爛賬戶。到那是又有多少新股民會進入當中呢？A股的未來何處何從。筆者認為，新「國九條」既然是首次完全針對中小投資者的證券市場綱領性文件，其關鍵至關重要的一步就是要看執行力度。



■ 圖為海口某證券交易大廳內的股民關注大盤走勢。中新社

## 2014年環球經濟更為樂觀

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶璘

為迎接2014年的來臨，首先回顧一下2013年主要國家的經濟發展形勢。

2013年步入尾聲，內地資金緊張情況再起。聖誕假期前，7天逆回購利率一度升至8.84%。雖然人民銀行已為市場投入流動資金，但市場資金仍然偏緊，使股市投資情緒低迷。由於中證監明年重啟IPO，加上春節假期，預期明年初資金面某程度將繼續受到衝擊。

今年三中全會全面展現往後十年的改革藍圖。展望明年，相較外部因素，中國經濟增長更大程度受制於內部條件影響；然而企業本身的基本因素和股息將會是投資策略重點，加上大中華以及東北亞地區基本面向好，且估值較低，投資者值得趁低買入該地區基金。

### 市場風險因素明顯減少

上周，美國兩黨已達成2014年和2015財年的聯邦政府預算案，並得到總統奧巴馬的簽署，消除了未來兩年可能因財政預算問題影響股市的不確定因素。今年，美國貨幣政策立場的改變對新興國家市場的影響甚大，如印尼盾等一些新興國家貨幣匯率大幅波動。雖然美聯儲將在明年起開始逐漸減少每月買債的規模，但承諾將維持指標利率於超低水平，因此投資者、買房置業人士以及企業將繼續受惠。

由於主權債務問題，去年環球經濟增長乏力、需求疲弱，歐洲經濟下行情況嚴重。今年，歐洲整體經濟明顯復甦，由第一季按季收縮1.2%，減至第三季按季收縮0.4%。另外，歐元區製造業採購經理人指數重回擴張區域，11月升至51.6，接近4年半新高。由於整體消費物價指數偏軟，預期歐洲央行將

繼續維持寬鬆貨幣政策以支持經濟復甦。因此，明年看好歐洲股市。

### 強美元將續利好日股

日本方面，首相安倍晉三今年推行「三支箭政策」，第一和第二支箭(即貨幣和財政政策)成功帶動日本走出多年通縮。日經225指數成為全球最強的股指，本年至今(27日)升55%。今年頭三個月，日本央行積極加大基礎貨幣，並成功鼓勵銀行借貸。今年，日圓兌美元下跌近21%。美聯儲明年開始減少寬規模，預期強美元將利好日本股市。因此，明年第一季繼續看好日本基金。

總括而言，今年環球經濟面對的風險因素明顯減少，2014年的環球經濟格局將更為樂觀。單一國家基金中，由於日本和中國的政策風險較大，該地區基金較適合風險承受度較高之投資人。



■ 美國兩黨已達成2014年和2015財年的聯邦政府預算案，消除了未來兩年可能因財政預算問題影響股市的不確定因素。圖為美國國會大樓。美聯社