

金融改革紅利陸續有來

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

滬港通短期對市場的影響有限，但意義深遠。就政策而言，其對經濟以及整個金融市場的拉動是有限的，但更重要的意義在於標誌着中國內地資本市場開放邁出里程碑的一步。

港交所4月2日下午發表公告稱，港交所一直與內地相關機構就內地與香港市場可能建立互聯互通進行洽談。4月10日中國證監會與香港證監會發佈聯合公告，公佈滬港通試點實施細則，明確了對滬港通股票投資範圍、投資額度以及投資者門檻。總體來看，滬港通試點以穩健起步。試點股票標的主要為大中盤股票，以避免市場出現過大的波動。投資額度實行總量管理，並設置每日額度，實行即時監控，雙方可根據試點情況對投資額度進行調整。

「滬港通」啓動有利金融改革

滬港通對於市場的意義，在於其背後的金融改革背景。相對於其他領域的改革，金融改革正尋求市場化的創新，突進利率市場化的推進，匯率市場化的推進以及資本市場改革的推進。上月人行拓寬了人民幣波動區間，表明有意識地推動人民幣國際化。3月25日的國務院常務會議確定了資本市場改革市場化、法制化與國際化的路徑，作為資本專案開放的一部分，滬港通隨之出現順理成章。對於內地資本市場而言，去年以來新三板、RQFII、IPO改革、優先股試點等政策持續出台，近期從推進企業併購重組到滬港通，這些活躍資本市場的利好因素值得思考，可以預見，金融改革紅利陸續有來。

滬港通是近期內地證券市場系列改革中的重要一環。證券市場改革具有規範化、國際化特徵，與實體經濟改革相輔相成。滬港通增加人民幣投資管道，加強人民幣在境內外的雙向流動循環，將加速人民幣國際化的推進、加快中國內地股票市場與國際接軌進程。這對優化市場配置、規範投資環境具有重要意義。從後續政策來看，滬港通為推出「T+0」等制度提供契機，進一步推動投資風格轉換。隨着試行的不斷推進和完善，未來互通機制可望推廣到深圳交易所市場，以及繼續提高限額甚至最終完全取消限額。

在中央推動金融改革的過程中，香港依然扮演重要角色，滬

港通因而也支持了香港的發展。自由行帶給香港的紅利已基本釋放，滬港股市互聯互通，未來雙向交易統一採用人民幣進行結算，有利提升人民幣市場化、國際化地位的同時，香港作為中國離岸人民幣業務中心，也將啟動人民幣在香港的使用。滬港通有利於香港培育離岸的人民幣中心和成為國際市場投資內地的橋樑，更能鞏固香港作為金融中心、人民幣離岸中心的角色及地位。

香港應在內地改革中搶先機

從另一方面看，在內地與香港融合備受質疑之際，各界期待已久的港滬股市直通車的推出，展現了中央的善意和誠意。香港也應抓住機遇，充分發揮獨有優勢，以在內地改革中搶佔先機，不斷推動本港國際金融中心再上台階。

不過，目前滬港兩地交易的某些技術細節還有待進一步明確，兩地如何在市場風險分配、控制和監管上得以協調，有效落實執行，有待時日。顯而易見，目前港股與A股市場有很多不同的地方。其中包括市場制度、行業分佈、投資者結構、資金及流動性、市場工具以及交易估值特徵等。相對而言，港股市場在新股發行、回購、退市制度，以及交易手段和機制等方面更為成熟；機構投資者佔據主導；受到全球資金流向的影響大；大部分小盤股相對大盤股存在估值折價。

因此，短期內滬港通對股票市場的影響是有限的。目前AH兩地上市的股票出現的折價溢價受兩地的投資者結構、投資風格以及流動性不同的影響。滬港通在兩地市場未能帶來太大的增量資金，因而推動市場上行的作用有限。AH股的折價並不顯著，由折價帶來的修復性行情也難以推動市場趨勢性的持續上揚。交易制度等價值外因素的利好使估值差異有所接近，但投資主體結構和市場偏好仍會有顯著的差異，因而AH股的估值結構很難出現完全的接軌。雖然A股相對於港股的創業板有十分顯著的溢價現象，但是此次開放主權板的互通，對創業板沒有直接影響。

長期來看，滬港通以滬港接軌為契機，A股市場的封閉性將會被打破，受國際市場估值定價體系的影響使A股市場的定價機制趨於國際化、趨於合理。國際投資者通過滬港通分享中國經濟高成長將會提升A股藍籌股估值，績差、中小市值的高估值泡沫將會被擠壓。

亞洲及中國面對的問題

景順亞洲股票主管
Stuart Parks

在過去12個月，亞洲股市的表現落後於已發展市場，原因是中國作為區內最大及最重要的經濟體，表現令人失望。

中國面對的問題，持續主導亞洲的投資環境。然而，在分析其經濟是否存在結構性問題或準備作出推動經濟轉型的改革前，我們留意到區內其他市場已出現若干利好的發展。

去年，多個南亞市場出現令人憂慮的經濟過熱跡象，包括工資高漲、通脹升溫及經常賬持續惡化。印度及印尼所受的壓力最為明顯，成本上漲使其競爭力減弱及出口表現惡化。然而，自此當局收緊貨幣政策，通脹壓力下降，經常賬赤字亦收窄。政策調整的速度令人鼓舞，掃除當地重蹈1997至1998年間亞洲金融危機覆轍的憂慮。雖然消費需求放緩，但其長遠的結構性增長動力維持不變，而且區內市場的出口競爭力普遍有所改善。

企業盈利預測過於樂觀

近年，我們關注的另一個問題是企業盈利預測普遍過於樂觀。回顧過去三年，年初所作的預期過高，而實際錄得的盈利增長有所不及，構成股票市場的阻力。現時市場對2014年的預測低於過去數年，我們認為有關預測更符合現實，可說是另一個重要而備受歡迎的調整。

然而，中國的經濟及股市表現令人失望，主要由於市場憂慮內地能否擺脫由信貸帶動而無法持續的投資，特別是在基建及房地產範疇。自全球金融危機以來，中國的債務佔國內生產總值比率已由約120%升至220%，而大部分債務用來為盈利能力備受質疑的項目提供資金。雖然中國政府已意識到累積壞賬引致的潛在風險，現時整體信貸增長已逐漸回落，但仍遠高於名義國內生產總值增長。

使我們感到樂觀的是，中國在去年11月公布目標宏大的深化改革議程，特別是包括容許市場動力在

資源配置方面擔當較「關鍵」的角色，改善資本配置及提高家庭收入等措施。政府領導班子似乎致力解釋作出廣泛改革的原因，而我們認為中期來說，內地市場很可能出現重大的變動。

過剩產能需轉移至服務業

若當局成功執行若干上述改革，那麼我們預料大量資金將重新配置予表現卓越並具盈利能力的企業，特別是在民營企業。這可能是一項革命性的趨勢。此舉或會導致表現欠佳的企業（大部分為國有企業）倒閉，其資產將被拋售，而其員工將會被重新調配。這無疑是一項巨大的挑戰，但中國亦曾面對相若的情況，在1990年代末及2000年代初，中國總理朱鎔基曾成功領導一場結構性改革，當時大量工人遭裁員，被重新調配至出口製造業。現時，過剩的產能有需要轉移至服務業，而民營企業在服務業的參與較大，其盈利能力及投資者回報亦可能較高。

當前的關鍵問題在於當局在執行改革時，是否已準備讓增長率下跌至低於其7.5%的增長目標。我最憂慮的是當局並未準備作出可能令人痛苦的調整，寧可嘗試平穩過渡經濟轉型期。近日的經濟數據反映中國的經濟增長進一步放緩，雖然有關數據受農曆新年假期影響，但當局致力維持最低的增長目標，令市場預期有問題的投資開支或會陸續出現。

在目睹有關改革的證據之前，市場對中國是否銳意作出經濟轉型及有能力控制信貸增長的質疑，將繼續成為區內市場的阻力。然而回顧歷史，中國在面對挑戰時有能力迅速作出應變；而區內其他經濟體亦出現令人鼓舞的發展。我們認為現時不應對中國及亞洲整體市場感到失望，而目前估值仍未反映市場的上升潛力。亞洲2014年的盈利增長預測為10%，我們認為可見到，而且現時我們仍能於區內市場以吸引的估值，物色優質的公司。

(摘自景順投資4月《市場透視》)

市場共識看趨勢非看短線變動

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

最近個多月，關於聯儲局政策相關的消息不絕，然而，市場對相類似消息卻有完全不同的反應。從此可看出，市場預期在同一事件上的變化過程。

在上月的議息會議結果顯示，聯儲局對加息的預測有所提前，耶倫其後更明確表示，若經濟按照目前的方向發展，將在2015年秋季開始加息。此外，她亦提到首次加息與購債結束會有六個月的間隔，以此推算，即是最早明年第2季就會開始加息，大大早於市場預期。

但在議息會議紀錄中卻顯示出，內部官員對就業及通脹等關係到加息時機的因素，看法上的不一致，例如抵押貸款利率上升對於房屋銷售的影響高於預期，以及信貸下滑的憂慮等問題。對於就業市場的看法仍存在多種看法，以及對通脹的憂慮，反映在逐步收緊貨幣政策的大方向上，加息時機未必如會議結果所示般早。

至於聯儲局主席耶倫在周四凌晨發表的演說中，重申聯儲局承諾支持美國經濟復甦，並首次透露局方預期美國要兩年時間，即2016年底前才會達至全民就業，並說聯儲局何時加息，需待就業及物價情況與聯儲局目標就業和通脹差距大幅收窄，顯示當局不會很快加息。

市場反應次次不同

而在上述三項事件中，資產價格在消息公布後均有着不同的反應。在上月份舉行議息會議後，環球股市及金價下跌，美元則上升；於本月初公布該次會議的議息紀錄後，則出現相反走勢，環球股市及金價則上升，美元則顯著下跌；至於到周三聯儲局主席發表講話重申對貨幣政策的看法，資產市場卻未為所動。

由於加息預期將會推升美元匯價，反過來對金價帶來壓力，因此，三次出現聯儲局政策相關的消息後的資產價格變化，反映出當時市場的預期；在公布議息結果後，市場對加息的預期明顯升溫。至於在議息紀錄公布後則相反，加息預期明顯降溫，到最後耶倫發表講話，由於市場對加息時間已有共識，資產市場未見有太大反應。

預期亦有均值回歸

從對加息的憂慮，到因為過分憂慮而作出修改，到最後市場有了共識，這是預期均值回歸的典型變化過程，至於要看市場預期經過時間的推移後的共識為何，則需要看資產價格的趨勢為何。事實上，對比起上月議息會議結果前，美匯指數目前的水平較高，至於金價的水平則較低，反應出經過多番的波動後，市場的共識為目前距離加息的時間間距越來越短。可見，在判斷一個較長期趨勢的時候，假如投資者單以個別事件後續的資產變化去估算市場想法，出錯的機會不低。



■美國聯儲局在上月份舉行議息會議後，環球股市及金價下跌，美元則上升。 資料圖片

內地首季經濟增長未明顯偏離目標

中銀香港發展規劃部經濟研究員
卓亮

中國第一季GDP同比增長7.4%，雖低於全年7.5%的目標，但已略為高過市場預期。首季經濟增速跌至一年半以來最低水平，並與2012年第三季並列為金融海嘯復甦後最弱的季度表現。從2010年開始，中國整體經濟活動增長顯著放緩，惟最近兩年波動較少。在近8個季度內，GDP增速一直在7.4%至7.9%的區間內徘徊。

總結第一季表現，多項主要宏觀指標增速均有所回落。全國規模以上工業增加值同比增長8.7%，較上年同期回落0.8個百分點；固定資產投資同比名義增長17.6%，比上年同期下跌

3.3個百分點。另外，社會消費品零售總額同比名義增長12.0%，扣除價格因素實際增長10.9%。表現最差的是國際貿易，一季度進出口總額同比下降1.0%，其中出口下降3.4%，進口增長1.6%。

次季增長動力或較首季強

首季GDP表現略優於預期，主要得益於工業生產與社會消費增速在3月有所回升。如果回穩勢頭能得以延續，將有望支持第二季經濟增長加快。同時，由於去年虛假貿易情況在5、6兩月顯著較少，因此比較基數過高的不利因素將在第二季稍後時間逐漸消退，有助進出口表現好轉。基於以上理由，第二季增長動力可能會較首季強。

聚美優品赴美IPO 搶高估值正當時

路透熱點透視專欄作家
Ethan Bilby

熱點透視

內地化妝品團購網站——聚美優品靠的是一個簡單的判斷：越來越富有的中國消費者會在非必需品上的支出增多。這個邏輯已推動這家護膚品在線零售商醞釀在美國進行首次公開發行(IPO)。此次IPO可能籌集至多4億美元，若以高估值的同行來衡量，聚美優品的估值達到30億美元。除了良好的增長速度以外，聚美優品還取得了盈利。不過由於准入門檻低，成立時間短，帶來的質疑是：隨着行業的成熟，聚美優品還會過得好麼？

聚美優品的策略是，通過出售一些的物品獲得用戶的認可，同時做一個在線商城為第三方提供平台。去年聚美優品的營收增長逾一倍至4.83億美元，此前其開始通過「閃購」來銷售打折奢侈品。與此同時，其營業利潤也接近翻倍。而與同樣計劃在美IPO的更大對手京東不同，聚美優品已經在盈利。

受反腐敗政策影響較小

在線護膚品零售業正在迅速地增長，據

Euromonitor 預測，一直到2017年該行業的年均增長速度或在22%。今年消費者在美妝和護膚品上的網絡消費將達到390億元人民幣(63億美元)。儘管北京當局的反腐敗運動打擊了一般奢侈品的銷售，但化妝和服裝領域受到的影響較小。

但另一方面我們也要看到該行業相對短暫的歷史。聚美優品成立僅僅四年，履歷單薄。其快速的增長速度也表明了在線零售業的門檻是多麼的低。而且還有諸如阿里巴巴這樣財大氣粗的對手。後者作為中國網絡商務的老大，也可能效仿聚美優品的模式。阿里巴巴正在尋求雙層股權結構，根據這樣的設計，新股東必須接受公司管理層巨大的權力。

據Eikon 估算，聚美優品的另一個對手「唯品會」以2014年獲利計算，現在的市盈率為64倍，這比日本的資生堂高出一倍還多。如果以2013年4.83億美元營收為基礎，若聚美優品的增長速度能夠達到88% (估算的唯品會營收增速)，同時5.2%的淨利潤率保持不變，那麼其估值可能達到30億美元。果真如此的話，其可以趕在IPO估值回落前完成發行。

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。

大嶼山在珠三角處重要位置

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

在一個《大嶼山與香港區域發展方向》座談會上，與會者包括學者、專家、酒店、百貨及金融業界人士及專業人士等，大家都認同大嶼山發展具潛力。港珠澳大橋於2016年通車後，對整個珠三角發展可能產生重心西移的作用，港方宜急起直追，加快開發大嶼山及相關交通基礎設施，以配合整個地區融合經濟發展。

港人習慣看事情以本地為核心，較少以珠三角區域性角度去看未來發展及香港的角色，假如將眼光放高點，就會看出大嶼山在珠三角地區的重要位置。大嶼山島西北端前臨珠江出海口，彼岸是珠海及澳門，港珠澳大橋帶來的新機遇，是通車後兩岸三地可以24小時作汽車交通連繫，屆時，大嶼北岸大橋落腳點將成珠三角西岸的橋頭樑紐。而在建設中的連接屯門的隧道加上現有的西部通道，這些交通聯繫網將把香港境內的新界西部，與珠江西岸連接起來，而深圳蛇口及前海等地，亦可以透過屯門隧道、赤鱗角機場及珠三西岸形成汽車交通聯繫。

可成為綜合港珠澳旅遊核心

另一方面，港府提出「東大嶼都會」在交椅洲一帶建人工島，假如計劃成功執行，將把大嶼山東部透過交通接駁橋樑與港島西部連接。換句話說，珠江西岸的城市包括珠海，中山，南沙，江門以及湛江等將來可以經新路線快速直達港島西部及中環。究竟未來大嶼山發展應該怎樣定位？是過路小市集還是新型市鎮甚至CBD？假如定位是後者，應該優先開發哪裡？或

者考慮北大嶼山還是南大嶼山？與會者意見紛陳，筆者把一些個人建議與大家分享。

大嶼山地理位置在大橋通車後，將具備跨境跨地域的重要性，港珠澳三地各有特色，有機會造就成為外地旅客作綜合港珠澳旅遊的核心，旅客在赤鱗角機場下機後，假如大嶼山本土沒有足夠旅遊設施的話，旅客很快便會經大橋流走到珠海橫琴及澳門等地，彼岸比香港起碼早5年已作針對性發展，筆者認同港方應急起直追，短期可做的，就是應該將新機場島物盡其用，興建大型酒店和商場設施，把過境旅客盡量留住在香港，同時亦可以舒緩目前市區、旅遊區「迫爆」的情況，長線來說，假如國家肯開綠燈，香港應考慮在大嶼山興建一至兩間賭場，以及引進新的主題樂園。

從交通條件角度看，筆者認為可發展新的50萬人口的新型城鎮，選址在大嶼山北岸比如欣澳一帶較為合適。南大嶼山海灘及水質優秀，與會的酒店業主聯會李漢城提議，嶼南可發展成類似芭提雅或峇里島之類國際旅遊休閒中心，筆者對此無異義，嶼南目前受到交通管制，港府或應藉此機會研究改善嶼南交通設施，包括擴闊嶼南路及研究中大莊太多所提出的貫通嶼南與嶼北的隧道。

港深西部快速軌道宜早「上馬」

另一位與會者港大葉嘉安教授提出，若果大嶼山定位是未來珠三角的中心點，應盡早把港深西部快速軌道「上馬」，前海即將成另一個全國金融中心，香港亦剛與上海成立股票市場合作計劃，筆者認同應盡快建立前海與本港之間快速交通網絡，以配合兩地發展。