

從滬港通到退市後的加息憧憬

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

過去一周，港股投資者最關心的新聞，非滬港通一事莫屬。事實上，踏入10月之後，大家無時無刻都在問，都在等，究竟何時開通，是10月初呢？抑或10月底呢？是周一呢？抑或周五呢？不同的說法都有人在講，不同的分析都有人在信。

當然，過程中，大家不免有點主觀，但一般較多人的共識是，若要在10月開通，則最後一個周一，也就是10月27日，應該是時間準備最充分的一個。故此，不少人便嘗試從這一時點，倒回時序去估，若要有公布，應該是10月13日至10月17日之間，較為合理。其間甚至亦有想像，基於內地官方公布的慣常時間地點的考慮，應是10月17日為佳。

結果如何？10月17日沒有公布，只有當天早上港交所(0388)行政總裁李小加出來發言，告訴大家一切準備就緒，就似起跑線上的跑手，技術上已準備好，只待公布，而這一點不是港交所方面可以決定的。

好了，大家再等，等到剛過去的一周，有些人再猜想，若要在10月27日開通，最遲的一次應在上周六(10月25日)，若屆時未有動靜，則大家可以假定是不會在10月27日開通的了。

從來沒有人肯定開通日子

而終於，待到10月26日，也就是剛過去的周日(10月26日)，大家得到的消息，不少人覺得，可能是一個反高潮，就是10月27日當天幾乎肯定不會開通了。而在此後的一天，也就周一(10月27日)，無視上周五(10月24日)美股反彈，港股低開，而早前受惠滬港通概念的港交所，其股價固然大跌，一眾券商股都受拖累，這亦是常識了吧。

有趣的是，大家為甚麼對於這個10月27日的開通日子抱有這麼大的期望。追本溯源，從來就沒有人肯定地公開宣稱是在10月27日開通，而外界一直有此期望，是基於不同程度的輿情，再加不完整的部分所謂證據，來得出的印象，而透過傳媒的反覆報道和討論分析，便成了大家的預期。

說實在的，傳媒的力量不容忽視，就是到了10月27日，不少的報道亦是不準確地說「滬港通開通無期」。這個說法，任何正常中文程度的人，第一印象都是遙遙無期的無期，也就是無限期押後的意思。然而，只消打開港交所網站，看看中文版本的通告，也對比一下英文版本，很一致的，內裡所說的是「至今各方已就實施滬港通作好技術準備。然而，截至本公告日期，香港交易所尚未取得啟動滬港通的相關批准，因此並無實施滬港通的確實日期。」

從中文的角度看，沒有確實日期，表面上也就沒有日期，可以籠統地理解為無期，但客觀上，這就不免容易令人誤會了。

當然，更重要的是，為甚麼一開始要對這日期如此著緊？事實上，從來沒有人說10月27日開通，甚至沒有人確定是在10月，而正如港交所通告所指出，一切其實源於4月10日時，香港證監會和中國證監會的聯合公告所述，由公告當日起至正式啟動，需要約六個月時間準備，而因此，市場預期滬港通會於2014年10月開始運作！

對號入座聯想力非香港獨有

看，大家憑少許資料，便可自行估計日期，從而以此為預期甚至標準，去判斷究竟是否提早或延遲開通云云，這一種對號入座的聯想力，其實不只香港，外國也好，大家不妨看看歐美市場此前炒作提早或延遲加息，小心日後也會這樣說耶倫，她當日回答由退市後至加息推行之間的空檔，大約六個月！

「女性經濟學」出師不利 日或加推量寬

AMTD高乘財策策劃董事兼行政總裁

曾慶璘

安倍自2012年上任後，積極推行大膽的經濟改革措施「三支箭」，以求扭轉過去長期迷失的經濟，當中更提倡「女性經濟學」，希望促進更多女性投入勞工市場，以彌補人口加速老化造成勞工短缺的問題，為日本未來經濟帶來可持續增長。

日本人口老化嚴重，據統計到2060年人口將減少30%，其中老年人比例更佔40%，因此日本未來勞動力的需求緊張。然而日本現時勞動資源未被充分利用，女性就業率目前雖處於60%的高位，但相比男性80%的就業率亦差距甚遠。有分析員指出，若女性勞動參與率能提高到與男性相若，或有機會將日本GDP推升高達15%。

兩女閣員下台影響負面

安倍為推動女性就業，不但承諾在未來於東京增設多達40萬個托嬰中心，更有意在2020年前，將企業女性管理層比例提升至30%。此外，安倍亦身先士卒，於9月內閣改組計劃中，加入5名女性閣員，以帶頭為「女性經濟學」設榜樣。但可惜不到兩個月，兩女閣員包括經濟產業大臣小淵優子及法務大臣松島綠，相繼因政治醜聞下台。

安倍推行的「女性經濟學」可謂出師不利，同

時亦動搖安倍的執政根基，對未來政策推行及經濟發展，加添了不確定性。然而，長遠來說，面對勞動力人口不斷下降，增加女性勞動參與率勢在必行，相信安倍不會就個別事件而退卻。但未來亦困難重重，即使日本進身為世界第三大經濟體，「男尊女卑」觀念仍根深蒂固，亦遠較世界其他主要國家強烈，即使日本女性教育程度高，在職場上受到不平等對待，令她們在事業上卻步，造成勞動參與率低迷。

安倍意識到這種還未充分利用的潛在資源，可能成為未來日本經濟的催化劑，且以男性來宣揚「女性經濟學」來得更有說服力，但同時意味着日本需要進行社會及企業文化大變革，不然「女性經濟學」也只是紙上談兵，起不了作用。

低通脹持續央行「放水」

這套經濟學是否奏效還有待確認，相信需要一段時間才能對日本經濟產生作用。然而，展望短期後市，預料日股仍具上升動力。雖然日股近日大幅回落，但隨著日本政府退休金投資基金(GPIF)改革方案漸趨明朗化，消息指當局將快落實日股投資比例由12%提高至25%，屆時將有大批資金湧入股市。此外，日本低通脹問題持續，仍未達到官方目標水平，市場預料日本央行或於年終加推量寬，加上美聯儲很可能於本月結束買債，因此日圓下跌壓力仍在，能為日股帶來支持。

本港離島土地升值可期

山西省政協委員、特許測師、中國房地產估價師

張宏業

上周中，特區地政總署宣佈招標結果，從六份標書中以18.3億元將東涌五十五區A酒店用地批給一家以兩間內房股合資公司。該地塊正面臨海，位於東涌藍天海岸、映灣園等私人住宅群以北，佔地約13.9萬方呎，可建面積超過61萬方呎。如以建築成本約4,500方呎計算，總投資額超過46億以上，即每間房間成本價是4.2百萬，以樓面地價及酒店落成後房價來算，這是合理水平，符合市場專業估價意見。

過江龍看好後市上升潛力

今次參與投標的公司，其餘五家全是本地大、中型地產開發商和酒店營運商，但是最後被最高標的兩家內房股合資勝出，這反映出「過江龍」較看好後市上升潛力。從總成本絕對值考量，這項投資的成本是屬市場合理水平，潛在風險不算高。

回算近四個財政年度，特區政府透過招標成功售出十一幅離島土地，分別六幅大嶼山長沙、梅窩或東涌區和五幅坪洲土地。在眾多大嶼山土地中，以東涌55A區二塊土地最大宗，而坪洲五塊地較細且以低密度住宅為主。

自從現屆特區政府上任後，她們致力找尋土地去盡力增加商業/住宅/酒店樓宇供應量，原來被忽略的離島區成為其中土地來源地。隨著廣東省前海和橫琴經濟區全速發展，特區政府配合着力興建港珠澳大橋發展及機場第三條跑道等多項大型基建工程，大嶼山將成為本港西部主要發展區。

綜合發展局消息及離島地區人士建議，整個大嶼山南至北部、幾個主要區域如梅窩、長沙、昂坪、機場內及機場北部商業區和東涌新市鎮及其擴展部分於未來十年內進行龐大的發展計劃。再者，為着有效發揮「橋樑機遇」，發展局已宣布於大橋橋腳興建港口岸人工島，初步將人工島劃出6至7幅可發展上蓋的用地，可建樓面超過320萬方呎，並規劃用穿樓鐵路連接東涌線上的小灣灣站。

與東涌新市鎮及大橋香港口岸人工島恰恰相反，大嶼山其他區域及附近小島還會被保留成為低密度住宅/商業地帶，當

中尤以坪洲島，政府近三年間積極推售土地。這些土地以低密度住宅土地為主，成功中標的開發商計有大型發展商、個別投資者、小型建築商及內房股老闆個人投資，三年間將地價由2012年的約516元方呎至2014年的約1,500元方呎！

坪洲升幅猶勝市場樓價

土地價值持續升溫正拉動坪洲樓價向好，以坪洲翠濠花園為例，近四年來平均樓價錄得可觀升幅，由2011年約3,100元方呎，至2012年約5,100元方呎，並及至今年突破7,200元方呎，升幅猶勝市區樓價。可見未來，坪洲各塊官地低密度住宅樓會相繼完成，整個小島環境陸續完善，基本生活設施變得齊備，樓價可望持續向上，因整體區域性優勢預計未來升勢可維持一段時間。

特區未來發展偏向西面會改變整體城市樓價上升區域趨勢。政府着力開發大嶼山島成為消閒、購物、物流、旅遊綜合帶，將可提供不少就業機會，擴展東涌新市鎮規模更可引導市區居民有序搬入大嶼山北區，使居民就近上班點，有效減少跨區交通負荷！

筆者預算未來十年間，大嶼山開發創造大量各級就業機遇，較低的私樓房價吸引年輕一代搬入東涌新市鎮或附近小島低密度住宅區，整個特區西部地區迎來歷史性機遇。當地區性基建項目陸續完成後，對外交通情形得以大幅改善，市區居民會不抗拒「居住離島，市區上班」的生活模式，以較合理樓價居住宜人環境，何樂而不為呢！

除了新界東北區外，大嶼山及附近小島是未來十年特區重點開發地區，跨區交通網絡得以完善，地區生活設施齊備後，一部分市民居民自然會被吸引搬遷，以合理樓價去享受親近大自然、環境優美、密度較低的生活方式。再者，大嶼山地區尤其東涌及機場一帶可望發展成為酒店集中地。根據手中資料估算，未來十年內，該區將可提供約4,600房間，潛在旅客群可以與旺附近零售、旅遊、餐飲業，如何令她們留在附近地帶消費是值得政府及企業研究課題。

佔中行動深深影響佔領地區民生、零售、餐館、酒店生意，但也告訴特區政府和各位企業家，生意點不應該只集中傳統商業區，必須分散到其他偏遠地帶，大嶼山及附近小島不失是另個不俗經商和居停地選擇！

滬港通延遲成市場阻力

交銀國際香港策略師

洪灝

百家觀點

滬港通延遲；境外A股交易所買賣基金的資金流入量大跌；上海股市面臨調整；如果投資者在兩周前由於全球的拋售潮而清倉，那麼他們上周又便會錯過全球股市近兩年以來表現最好的一周。如是，一年的勞碌也將付之一炬。基本面無法解釋這種劇烈的市場波動。流動性驟然下降和市場情緒劇轉是主要原因。正當許多市場參與者以為市場波動已成往事，VIX指數過去一周史無前例地連續三日每日急跌10%以上，說明市場的波動仍然未朽。本周，美聯儲將於本周結束QE3，歐洲仍然在討論是否擴大其量化寬鬆計劃，而日本對其銷售稅和量化寬鬆政策的問題仍未有定案。海外市場仍將修復，但難免脆弱。

過去幾天，新聞報道滬港通被延遲，而且沒有啟動的時間表。由於上周數據顯示中國外匯儲備減少的是有史以來最大之一，決策層可能擔心美聯儲本周結束的QE3對資金流向波動的影響有關而暫緩了滬港通計劃。滬港通延遲的消息令上海股市失望，而這也無可厚非。畢竟，此前市場認為上海股市大漲是由滬港通和貨幣寬鬆所推動。然而，儘管我們的研究沒有發現證據顯示滬港通相關的個股表現大幅領先，而且有關個股佔總交易額的佔比甚至下降了，但過去兩個月以來上海股市上漲勢頭依舊不減。由於此前市場對滬港通的信心是如此之強，一旦有關滬港通的預期逆轉，市場將會開倒車。

A股短期內將會出現回調

我們的資金流向模型追蹤在海外市場上市的中國股市指數ETF，而我們統計的這些ETF佔全球中國ETF管理總產的90%以上。我們的模型顯示，每當境內市場ETF資金流量淨增加30億美元，境外市場ETF資金流量淨增加40億美元（正如9月初的情況），資金流便會停止，而市場也會開始回調。這些資金流的上限有可能與各個市場的外匯配額與成交量有關。由於滬港通給予上海的配額高於香港，而且上海股市估值較低，我們之前認為隨着滬港通啟動時間臨近，上海股市應跑贏港股。而9月初以來上海股市的一直領先。如今，滬港通計劃被延遲，市場的預期將發生逆轉，而資金流向不再支持上海股市的持續修復，而短期內將會出現回調。

房價的調整將進入尾聲；貨幣政策將到達拐點；最新數據顯示，70大中國城市中，69個城市的房價2013年以來首次均出現跌幅。我們一直認為，房地產今年將顯著拖累中國的經濟增長，並是一個需要重點監測的市場風險。中國現已開始行動，除一線城市外，大部分城市已廢除房地產限購令。中國政府更在9月30日宣佈自2008年以來應對房地產放緩的最積極舉措，即下調房貸利率，同時房貸採取「認貸不認房」的政策。

內地房價調整料進入尾聲

從價格周期來看，基於積極的政策反應，我們認為房價的調整將進入尾聲，除非經濟再次陷入2008年的谷底。此外，貨幣供應量增速已跌至以往會導致政策干預的水平。同時，考慮到CPI和房地產價格通漲，中國的實際利率已飆升至歷史高點。這種情況以往一般導致下調存款準備金率 and 降息的出現。

然而，許多人將逆周期寬鬆政策視為等同強勁的刺激政策，因而反對常規的廣譜貨幣政策放鬆的舉措。許多專家認為，由於就業率持續攀升，因此不需要下調存款準備金率或降息。然而我們的數據顯示，在發達國家，尤其是在美國的就業增長的帶動下，全球就業率自2013年初以來一直飆升。儘管如此，最近這些市場均突然面臨通縮風險，並正考慮推出進一步的量化寬鬆政策。換言之，就業率上升並不能成為拒絕放鬆貨幣政策的理由，而全球其他國家的經驗也恰恰說明了這一點。

此外，逆周期寬鬆政策並不能等同於大規模的刺激政策。儘管定向寬鬆政策暫時保住了經濟的尾部風險，然而由於SLF等一些創新的貨幣措施的期限相對較短，這些定向寬鬆政策並沒有轉化成新的貸款或經濟增長。新增的資金可能已自行找到流入金融市場的方式，這有可能是實體經濟和股市之間在最近出現重大分歧的原因之一。因此，市場投機活動的風險已被放大。舉例說，融資融券的總量已飆升至歷史最高水平。當市場預期變更時，這些槓桿式投資的平倉活動將會來的十分粗暴。雖然A股的長期展望有所好轉，但其短期風險實是不容忽視。

(摘自交銀國際《中國市場策略》)



滬港通延遲，分析認為，境外A股交易所買賣基金的資金流入量或大跌。圖為股民在福州某證券交易大廳內關注大盤走勢。資料圖片

新品未成氣候 賺錢仍靠iPhone

路透社熱點透視專欄作家

熱點透視

收增長12%，iPhone的增幅則為21%。

增撥經費 投資研發

蘋果公司新產品的光芒沒能超過舊產品。創新口號喊了多年後，智能手錶和支付技術終於在幾個月前亮相。與此同時，帶動公司第四季營收高於預期的還是iPhone。蘋果產品成氣候之前，仍然要靠這一記絕招。

賣得最好 利潤率高

說蘋果依賴iPhone絕不誇張。iPhone不僅賣得最好，利潤率亦高，遠超iPad。iPhone銷量上去，利潤率跟着上升。這對於2007年誕生產品為截至9月27日的3個月420億美元營收貢獻了56%。其毛利率提高至38%。

由於消費者搶購最新款，加快了手機更新換代的步伐，蘋果賣出了3,900萬部iPhone。蘋果營

不僅如此，未來幾年表現應比很多人現在的預期更好。蘋果估計，如果生產能跟得上，第四季的銷量會更大。公司將大量投資，供應商亦將加快生產，以趕上重要的假日季。

果粉和投資者期待的不是僅對已有產品進行升級，而是蘋果的下一項重頭產品。庫克拉開新產品序幕。

Apple Pay承諾要改變消費方式。蘋果手錶亦要在發展中的穿戴式設備市場與對手展開競爭。不止這些，蘋果把4%的營收用作研發經費，上次達到這一比例是在2006年，當時的營收比現在少得多。不過目前iPhone應足以支撐公司，一直到蘋果形成新的力量。

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。