「開車」首天表現屬意料中事

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

萬眾期待的滬港通，11月17日正式開通。從媒體上的大篇幅報道，以及直播過程，動用不少人力物力，以採訪最新消息，足以反映大眾的關注程度，以及事件的重要性。

當然，絕大多數人，跟傳媒一樣，是看熱鬧為主的，第一天開通，是不是首個小時即秒殺所有額度呢？究竟哪一邊快一點呢？都是看熱鬧，作為話題不乏娛樂性，但作為分析，其實無足輕重。

是的，對於首天滬港通中，北上資金買A股額度相對快用完，而南下資金買港股額度整天未用完，一點不奇怪，甚至可以說是意料中事。

可不是嗎？正常人都明白，作為國際金融中心，資金自由流動，從來買賣港股是相對容易的事，這一點遠在滬港通開通之前，已經如是。目前多一個渠道，一個官方或正式的方法，讓以前未必方便買賣港股的內地股民投資，只是多了一重便利，但不是本質性的分野。

對投資A股功效立竿見影

相比之下，A股從來是較為封閉的市場，對於外邊的資金和資格，有相當嚴格的限制。以往陸續推出不同程度的措施，包括合格境外投資者的額度，都有助慢慢改善這狀況，但只是緩慢地做，如今較大規模容許外邊的投資者參與A股投資，當然是有立竿見影的功效。

故此，兩者的額度用盡與否，甚至是時間上哪個較快用盡，基本上不用等到滬港通開通首天，已經是人所共知的事實，只是等待證明而已。

然而，客觀上，從要小心媒體的較為片面的解讀，例如認為A股投資者對投資港股沒有興趣，或興趣不及港股投資者參與A股般大。從推理上，這是不合格的。有這樣的一個渠道，不等於一定要用，有可能在不同場合不同渠道，已經早就參與了，對不對？情況有如有條航線的出現，是提供多一個門徑，若使用人數不多，不一定是大家不想到這個地方，可能是其他途徑也早已落實。

更何況，任何新事物的初期，大家都需時適應，這一點也可解釋了部分新聞片段中，散戶投資者傾向保守的取態，畢竟隔山買牛，面對資訊上不對稱的風險，肯定是較高的。

滬港通消息已炒作多時

無論如何，觀乎滬港通開通首天，在港股部分，不少之前大家熱炒的滬港通概念股，包括主要四類；一是港交所（0388）股價本身；二是券商股；三是AH股價差的概念股；四是受惠內地股民有興趣投資的港股大藍籌。以上四類，在開盤時高開後，衝高回落，形態相似，反映出投資者不是今時今日才炒作，早在4月宣布時，甚至更早於2月至3月時，已有不少人在炒作，如今作為好消息出貨，一點也不奇怪，甚至可說是人所共知的期望一部分。

既然如此，不能單憑首天額度或股價表現如何，去判斷滬港通制度，反正這個制度真正重點是協助內地的經濟改革，在資本市場和人民幣等層面，與國際更多接軌，這才是值得深思之處。

人幣國際化 滬港通意義大

交銀國際研究部董事總經理
洪 灝

免稅政策和取消人民幣每日兌換上限有助滬港通順利啟動，許多人關注昨日滬港通啟動後的市場走勢。由於我們預期隨着時間的推移，兩地市場將會出現強勁的跨境資金雙向流動，我們偏好最有可能吸引資金流入的，同時回報率對資金流敏感的板塊。根據這個邏輯，我們推薦A股消費、金融和運輸業、H股信息軟件業，我們在A股和港股裡同時偏好醫療和汽車業。此外，我們相信滬股和港股投資者都將追捧本身缺乏的板塊。簡單來說，投資者應關注估值差距、稀缺性和藍籌股的投資概念。

韓國市場開放可供借鑒

滬港通是邁向向市場開放和人民幣國際化的一大步。在80年代，韓國曾經實施嚴格的資本管制。韓國市場規模小、流動性差而且被若干大戶所操控。1984年11月11日，韓國財政部准許財務狀況健康的企業於國際市場發行可轉換債券和預托證券ADR，此舉被視為至今為止韓國市場開放最重要的一步。這項政策，加上1984年於紐約證交所上市的韓國基金，為韓國引入外國資本。消息公佈後僅數日，韓國證交所交易額和股指雙雙暴漲。到1986年初，在「三低」（低韓圜匯率、低國際利率和低油價）的共同作用下，韓國市場指數在四個月內翻番。韓國的股票市場終於走出谷底，直至80年代後期再陷入長達十年的牛皮市。

在最近中國資本市場的發展中，這些因素，如低利率低油價等都似曾相識。無論是滬港通、B股轉H股、RQFII和額度不斷加大的QF額度，抑或可轉換債券發行，似乎都在借鑒其他國家之前資本市場改革的成功的要素。RQFII的規模在不足三年內由100億元增加到近3,000億元，特別是在2014年裡不到12個月額度就翻了一番。儘管滬港通的額度最初會對其成功的範圍有所限制，但當滬港通成功之後，其額度也應該會上調。

連同最近大家都談到的中國版的「馬歇爾計劃」，滬港通是人民幣國際化的重要組成部分。二次世界大戰後，美元通過布雷頓森林體系成為國際貨幣系統的核心。然後，美國通過馬歇爾計劃使境外美元的供應量大幅增加，形成美元在岸/ 離岸流動的循環。儘管布雷頓森林體系於70年代的崩潰影響了市場對美元的信心，石油美元體系最終奠定了美元作為國際貿易定價和清算貨幣的地位。同時，美國依然維持其在科技領域裡的領先地位。

為中國龐大外儲覓出路

另一方面，日圓國際化的最終夭折更多是因為日本未能持續地在亞洲地區行業發展的產業鏈裡維持其主導地位。當然，日本無法僅憑日圓貸款擴充海外日圓的供應也是主要因素之一。這些其他國家主要貨幣的國際化之路，對於累積了4萬億美元的外匯儲備的中國來說，可以讓人民幣國際化之路作為它山之石。

（摘自交銀國際《中國市場策略》，本報有刪節）

滬港通增A股與國際市場聯動

時富金融策略師
黎智凱

百家觀點

滬港通今天第一個交易日，北向交易下午兩時前就用光了交易額度 (130億元人民幣)，而南向交易同時只用了17億元人民幣的額度。滬港通啟通初期，投資以機構投資者為主，散戶先行觀望，實在是合情合理，一方面是因為市民情緒未適應；另一方面是證券行行內對啟通滬港通未有百分之百的準備，說到底由宣佈滬港通至今僅一星期而已。

而針對內地對港股的淡靜情況，香港投資市場一直開放，對適應新市場駕輕就熟，首日的額度用量當然可以有一定支持。反觀內地整個投資環境比香港較多局限，內地方面是首次開放直接投資渠道，就算是內地機構投資者的反應亦是淡靜，相信主要是因為基金對所持資產的要求所限，又或者絕大部分基金對海外資產的需求早已透過 QDII作出投資。

在第一階段的滬港通下，這個程度的試水溫或多或少造成活化A股指數的跡象，而外資亦樂於支持A股 (因為有不少「大中華」基金需要購買真正的中國股票)。投資者不論是想炒A股、H股及預託證券間價差，或兩地的概念股，或其他原因，這現時來說算是實現了。

助內地基金投資多樣化

下一步的發展，隨着滬港通其他階段陸續推出，相信兩地機構投資者的投資需求將會有一定程度的改變。對於海外投資者而言，可能會對軍事、醫藥、航天工業等股份板塊有需求，反之亦然，內地或會陸續開放基金資產限制，或提倡一些容許基金資產的成份，好讓內地基金投資多樣化，例如實現自身投資組合對海外股份的需求。

港交所除了啟通滬港通外，近期亦會推出商品期貨產品，相信亦是針對亞洲商品市場作對沖需求之用。港交所鋪出的措施當中，滬港通不過是其中一部分而已。滬港通作為開放中國市場的其中一個渠道，投資者或擔心香港經濟被「吸水」，將香港變成國際兌換人民幣的窗口，或對香港貨幣的健全有負面影響。花旗集團前執行長普林斯曾說：「we have to dance until the music stops」。無論投資者對投資滬股及港股的興趣有多大，滬港通啟動後兩地投資市場融合程度深化將會演變出其他的投資機遇，投資模式將會有很大的轉型。

或與港構成資金直接競爭

對外資而言，香港及內地的股市在可投資資產上有很多相似的地方，當中的A股H股分別、市場成份分佈及流動性差別，將會決定駐足在香港的外資會否轉至內地市場。這對香港而言是資金的直接競爭，若投資者認為內地A股能與H股爭一日之長短，投資者大可轉換投資組合到A股市場；若投資者認為香港股市比內地市場成熟，資金理應從內地投資者流到香港市場，兩個市場的投資者將在滬港直通車上進行博弈。

一直以來內地股市和環球市場的波動都不太接軌，故經常造成港股受環球股市及內地股市兩個關聯性甚低的市場外力影響，股市走向難以估量。滬港通窗口打開之後，雖然北向交易額度未必能左右內地股市，但大趨勢下內地及香港股市亦會逐漸與國際市場同步。

■分析認為，在第一階段的滬港通下，一定程度的試水溫或多或少造成活化A股指數的跡象。圖為上海證券交易所外景。 資料圖片

盈利不穩 韓股料續波動

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

韓國受累於4月份沉船意外帶來的消費打擊，第二季GDP按季增長由上季的0.9%放緩至0.5%遜預期，且通脹亦逐漸放緩，遠低於央行目標的2.5至3.5%，顯示了內需動力仍不足。面對韓國經濟的下行壓力，韓國政府於7月積極推動一連串救市措施，包括推出規模達110億美元刺激的經濟方案及減息，以避免經濟步入像日本迷失20年的後塵。

資金10月起出現外流

市場對新措施反應正面，外資流入帶動韓股7月創下3年新高 。然而，受到美國結束QE3的消息影響，資金在10月開始出現外流，加上韓國企業業績令市場相當憂慮，觸發韓國股市10月由7月高位大幅調整逾8%。受累於蘋果新iPhone及中國低檔智能手機的激烈競爭，韓國最大的企業三星電子第三季純利大跌49%；而韓圜今年持續走強，現代汽車首當其衝受到拖累，第三季純利亦按年下跌29%。

韓國兩大最具代表性的企業一同錄得盈利倒退，反映出口正面臨考驗，韓國主要由出口主導經濟，出口佔GDP一半，面對歐洲經濟停滯、中國經濟增速放緩及自家品牌的崛起，韓國經濟下行風險大增。更令出口雪上加霜的是鄰國日本激進的貨幣政策令日圓大貶值，日圓兌美元今年已由高位大貶15%；相反韓圜兌美元只下跌了逾8%，反映韓國的出口競爭優勢大減，進一步拖累出口增長，觀乎韓國第3季出口按季下滑2.6%便可反映一二。

央行或放寬貨幣政策

然而，韓國剛於APEC期間與中國正式宣布達成自由貿易協定（FTA），鑑於中國是韓國的最大貿易伙伴，佔總出口達25%，中韓FTA 的達成有助緩衝日圓下跌的影響，有利提振未來出口，改善企業盈利。此外，韓國央行表示，對於日圓貶值不會袖手旁觀，暗示將採取行動穩定匯率，預期央行或會進一步放寬貨幣政策。

展望後市，韓國股市短期走勢或取決於央行的貨幣政策。另一方面，根據美銀報告，由於日本政府退休金投資基金宣布加大外國股票配置，估計韓國股市應獲得67億美元的資金流入，有望為後市增添動力。長遠來說，股市走勢將取決韓國的經濟及韓企的盈利表現。受私人消費帶動，韓國最新第三季季調後GDP初值按季增長升至0.9%，顯示內需經央行放寬貨幣政策後見改善，但現時出口狀況及韓企盈利都存在較多不確定性，故預料韓股未來仍持續波動，中長線則有望受惠中韓FTA帶動韓國經濟增長。

經濟意外衰退 日財政前景蒙陰影

路透熱點透視專欄作家
Andy Mukherjee

熱點透視

11月17日出爐的數據顯示，日本經濟連續第二季萎縮。4月將消費稅上調3個百分點的決定又一次成為罪魁禍首。民間需求脆弱不僅排除了明年再次上調消費稅的可能性，還降低了未來政界人士咬緊牙關整頓財政的機率。通過向消費者徵稅來縮減龐大政府債務規模的夢想迅速破滅。

分析師原本預計，日本第三季國內生產總值(GDP)環比年率上升2.1%，但儘管政府擴大公共投資，這一預期仍未能實現。數據顯示日本第三季GDP環比年率萎縮1.6%，第二季為萎縮7.3%。

消費稅上調計劃勢推遲

該令人失望的數據意味着，日本首相安倍晉三幾乎肯定會推遲明年10月將消費稅從8%上調至10%的計劃。安倍還可能提前選舉，以搶先防止他在執政黨自民黨的領導地位受到挑戰。

還不清楚安倍可能提議實行甚麼其他計劃，來進行財政整頓。對於日本這個政府債務相當於GDP比率逼近245%的國家來說，缺乏提高財政收入的舉措可能非常麻煩。日本公共債務與GDP之比是發達國家最高的。

目前來說，日本政府可以發行任何數量的新債，因為日本央行在大規模購買資產。但日本央行的購債舉措並不是永無止境的。一旦央行結束購債，那麼日本政府就沒有多少能夠快速提升收入和減輕對赤字財政依賴的方法。以經濟合作暨發展組織(OECD)標準衡量，日本的勞工稅負已經很高，同時安倍政府還希望下調公司稅以刺激民間投資。這導致上調消費稅成為實現其龐大社保承諾的唯一方式。

但是，這已經是溫和上調消費稅的舉措第二次令日本陷入衰退了。如果安倍上調消費稅的計劃半途而廢，那麼日本未來的政治家將更加不願賭上自己的政治資本，來追逐整頓財政這個遙不可及的夢想了。

如何振興後「佔中」本土經濟?

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

「佔中」/「佔鐘」行動已走到階段性終結！這場歷時逾個半月以上的民眾行動造成本港居民不少麻煩，對經濟活動產生了短期及長期的影響。當行動落幕後，大家一齊來討論振興本土經濟的方法，使香港從低谷中再迎難而上。

「佔中」發起人不得不承認這場行動是從原來的一小撮人短暫「佔領」中環核心商業區被變質為眾多區域的民眾阻街行為，使香港島及九龍半島主要幹道被阻塞一段長時間，大大打亂兩區的交通情況，令物流業、運輸業、零售業、餐飲業、酒店業老闆及從業員損失慘重，有些受災嚴重的中小企業面臨倒閉，從業員被迫放無薪假期，這正與廣大市民的福祉「對着幹」。

港私營企業經營環境惡化

剛於十一月初公布的匯豐香港採購人指數(PMI)顯示十月PMI由九月的49.8大幅回落至47.7，連續第3個月低於50盛衰分界線，也是自2011年9月以來這3年內最差表現，反映香港私營企業的經營環境惡化。今年上半年本港經濟增長差於預期，主要是中國經濟放緩及海外市場環境不穩定所致，還以為第三/四季假期效益會使本地消費復甦有所補足，但「佔領」行動嚴重打擊本地消費和旅業收益，筆者擔心這二季經濟情況難免下行。

不少證券商大行及香港大學齊齊調低香港GDP今年預測，由約2.3%-2.6%降至約2%，主要歸咎於示威活動令本港居民及旅客消費減少，對相關行業帶來沉重打擊！如果示威活動變成不定時地「遍地開花」，則可預見影響時間和範圍會延長及擴大至不同區域，經濟影響更加深遠。特區政府必須從長遠角度去解決這個問題。

行動打擊市民入市意慾

根據本港中原地產統計，九月底「佔中」啟動後，物業市場觀望氣氛濃厚，十月份二手私人住宅交投明顯減少，相信十一月的二手登記量會持續下調。在三個主要區域中，九龍區是跌幅最多區域，較九月份數目下降8.7%，港島區的十月份二手私人住宅也下跌6.7%，唯有新界區只微跌3.0%，主要該區受惠於用家入市因素。如以本港二十四分區的二手樓表現來分析，居首跌幅是下降26.8%的香港/鴨脷洲，居次是「佔中」中心區的旺角/大角咀，跌幅，25.0%，排名第三位是下跌23.8%的北角/鰂魚涌地區，這證明「佔中」行動大大打擊市民入市意慾，尤其是港島受牽連的地區和「佔中」中心區的旺角/大角咀。

一些有心人與支持「佔中」的年輕人交談時發現，他們「佔中」的目的，除了政見不同外，還想藉此活動宣洩對年輕人置業困難及面對本港缺乏上流機會的不滿。年輕人相信所謂「真普選」會打擊「地產霸權」，令他們較易「上車」！這個想法未必太簡單幼稚，但是執政者應該正視年輕人面對經濟困局，這才是「長治久安」的方法。

其實本港資深政界人士明白「佔中」行動的背後經濟因素。全國政協副主席董建華於今月十日帶頭組成的智庫「團結香港基金」是凝聚逾八十位政治、商業、學術、宗教、體育各界人士為香港未來發展出謀獻策，提出優先處理政改及青年問題。作為其中的主要顧問之一的前財政司司長梁錦松先生更強調青年問題必須提前處理，香港須發展成為創意、創新及創業中心，幫助青年人就業並上游，令他們看到香港未來發展機遇。除了增建公屋，可在私人土地項目中向年輕人置業傾斜，研究與深珠政府合作，利用當地土地共創雙贏。既然青年人創業不易，他稱政府與私營企業建立補助基金支持青年創業。未來主要任務是落實扶助青年「上車」、就業、上游等具體方案，而且泛民人士更不該阻礙通過相關法例。

暴露市中心太集中弱點

既然「佔中」行動暴露了市中心區域的商業過分集中的弱點，政府必須加速開發大嶼山商業步伐，如大嶼山北商業區、東涌新市鎮拓展的商業部分，港珠澳大橋的人工島建設和其他東北地區新市鎮發展，有效地分散特區商業活動至不同區域，減少未來「佔中」行動「復活」的長遠影響。市中心的高昂零售租金有望長遠地降低，幫助提高本地零售行業的區域競爭力。

在今屆APEC峰會之際，內地和香港兩個證監會聯合宣布已批准上交所和港交所於十七日啟動滬港通，初期總額度5,500億人民幣，「滬股通」及「港股通」分佔3,000億及2,500億，是未來十年兩地金融合作發展的莫大商機。落實「滬港通」證明中央支持維護香港成為中國主要金融中心的舉措，本地金融界應好好把握！

「中國好、香港更好」！請「佔中」人士反思，本港需要繼續繁榮穩定，於世界多變的商業環境「站住腳」，才有條件推動有序的民主發展。香港是個經濟城市，政府的首要任務是促進經濟發展，致力將財富平均分配，政治發展待時機成熟後才可循序漸進。

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。