

中央頻出招 兩地股市齊舞高

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

寬鬆政策與改革將推動港股尤其是國企市場上行。近期，資金大規模流出內地與香港股市，而流入政策持續寬鬆的日本和歐洲市場。從資金流向方面看，新興市場股票基金公布，在截至3月25日的一周，有24億美元的資金流出，為連續第三周出現大規模資金流出。資金流出以中國A股交易所上市基金(ETF)為主。此類基金出現了總計23.7億美元的資金流出，是去年12月以來規模最大的資金流出。這反映出國際投資者對中國經濟仍然持較為悲觀的預期。

政策工具多 有信心穩增長

事實上，上週二滙豐PMI預覽值與工業企業淨利潤等宏觀經濟資料表現不佳，顯示中國經濟面臨下行風險仍然嚴峻。另一方面，習近平主席近期表示，中國經濟韌性好，迴旋空間大，政策工具多，這進一步反映出政府的穩增長立場。我們認為，更多寬鬆措施將不斷推出，更多的改革措施將不斷推進，從而

推動國企市場上行。

中國證監會於上周五(27日)發布了《公開募集證券投資基金參與滬港通交易指引》，允許無論是新成立或舊有公募基金，無論是否擁有QDII配額，均可透過港股通安排購買合資格港股。

上周六(28日)上午，習近平主席在博鰲論壇開幕式發表主旨演講，除就「一帶一路」、「亞投行」等市場預期議題外，還對「中國—東盟命運共同體建設」作重點闡述。同日國家發改委、外交部、商務部發布「推動共建絲綢之路經濟帶和21世紀海上絲綢之路的願景與行動」規劃。

「一帶一路」旨在連結歐洲及東亞，焦點在於自貿區、工業園區及國際港口，當中以基建連接性最為優先。「一帶一路」將徹底改變中國出口及帶動國家改革及經濟結構性調整。

此外，「一帶一路」不單是一個投資機會。除亞投行及金磚銀行，規劃建議成立上海合作組織的融資機構，鼓勵絲路基金、主權財富基金、商業股權投資基金及私募基金參與，同時

亦鼓勵合資的中國企業發行海外債券。基建計劃將有助鼓勵企業發行人民幣債券，有助人民幣國際化。尋求一個新的以人民幣為核心的國際貨幣秩序更具重大意義。

從市場指標看，恒生AH溢價指數上周高見136.5，創7年新高，反映按市值加權計算的A股較H股有36.5%的溢價。隨著昨天H股跑贏，指數回落至約134水平，但相對過去5年平均約104看，高出足足30個百分點。

港股估值較A股更具吸引力

就估值而言，港股目前估值偏低，相對A股有吸引力。滬深300目前市盈率約16.6倍，恒指市盈率不足11倍，國企指數市盈率更不足9倍。

QDII基金中對港股投資只使用30%的額度，且這些基金的A股倉位不輕，同時，內地基金要投資港股需時改變技術及程式安排，因此，放寬內地公募基金投資港股股票未必能很快刺激A股基金投資港股。

不過，從趨勢看，新放寬措施有望加快港股「價值復修」，內地及港股的溢價將來有望逐漸收窄。

地緣緊張 油價大上大落

時富金融策略師

黎智凱

近幾個月來也門派系紛爭，令該國幾近滑入內戰的深淵，並牽動國際原油價格暴漲暴跌。也門的爭端實為不同派系穆斯林國家沙特和伊朗代理人之戰爭。遜尼派的總統哈迪親沙特，什葉派的胡賽武裝親伊朗。胡賽組織長期盤踞在北部的薩達省，並於去年九月武裝控制首都薩那。

之前也門政府在胡賽組織的攻擊下幾近癱瘓，總統哈迪也被叛軍軟禁，但後來逃離至亞丁市。同時反對哈迪和胡賽兩派的阿拉伯半島基地組織(AQAP)和不斷製造自殺式爆炸事件的伊斯蘭國聖戰組織(IS)分支也使也門局勢更加複雜化，瀕於內戰邊緣。

3月25日，胡賽進攻亞丁市並控制亞丁機場。3月26日沙特戰鬥機在哈迪請求下空襲也門，轟炸其境內胡賽叛軍陣地也門首都薩那。該次襲擊沙特獲得了包括阿聯酋、科威特、



也門國幾近滑入內戰的深淵，並牽動國際原油價格暴漲暴跌。資料圖片

卡塔爾等10個遜尼派國家組成的聯盟的支持。也門總統哈迪已經乘船離開也門。胡賽組織向沙特境內發射火箭彈作為回應。27日戰局進一步惡化，沙特暗示在也門邊境陳軍15萬。

也門衝突恐變地區戰爭

空襲曾刺激WTI原油價格周四一度飆升6%，次日即吐回漲幅，同時市場避險情緒上升，黃金大幅上揚。以2013年計，也門實際的日產油量為16萬桶，只佔全球的0.2%，但是其地理位置扼住了亞丁灣的咽喉，連接紅海和亞丁灣的曼德海峽平均每日要輸送近400萬桶石油，全球原油共有約4%的運輸供給要途經也門。更為重要的是，也門國內衝突萬一演變為地區性的戰爭後果將不堪設想。

沙特的產油量約為1,150萬桶，高達全球13%，而大中東地區的產量佔全球石油供應量的近三分之一，一旦陷入戰亂原油價格必然大漲。國際原油市場已經認為中東面臨長期的地緣政治風險。歷史上主要產油國動盪時期油價都曾大漲，伊朗革命和兩伊戰爭時期油價曾翻倍，連只影響少數國家的阿拉伯之春都曾使油價上漲三成。

油價已成最難預測商品

油價過山車似的暴漲暴跌或許說明市場對也門局勢有過分反應之嫌，但中東局勢長期的不穩定和伊朗與沙特之間衝突升級的可能性使得國際原油價格的走向更加撲朔迷離。美國頁岩油的顛覆，OPEC拒絕減產的強硬姿態，同時美國和中國的儲油能力被耗盡，伊朗與六方核談判若達成協議或可使石油出口制裁解禁，眾多因素導致原油市場成為最難預測的大宗商品市場。

企業盈利增 日股續看好

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

日本股市自去年第4季後持續走高，現時日本Nikkei 225指數已升穿2007年金融危機的高點，年初至今(截至3月18日)升幅已達11%。日本推行量寬(QE)已持續2年，股市過去大漲主要受惠於日圓大貶，因日本是一大出口國，低日圓增加日本跨國大企業的國際競爭力，有利企業盈利增長，因此日圓與日股呈負相關走勢。

退休基金入市添動力

此外，全球最大的日本退休金的投資基金(GPIF)進行改革，提高股票方面的投資比重，為日股帶來支持，而且此舉亦帶動其他國內公共退休基金跟隨，相應提高股票資產配置，令資金不斷投入日股。

日圓匯價大幅走跌，跌至現時美元對日圓120水平左右，令市場憂慮儘管日圓有利出口增長，但變相入口成本增加或會抵銷企業利潤，無助改善企業經營環境。然而，據日本財政部發表的2014年第4季企業數據顯示，日本企業利潤達到17.6百萬兆日圓，為過去30年來最高，反映日本QE的成效已顯現。當中製造業利潤表現較突出，因商品價格下挫有助緩衝其他入口成本的上升，並

提高邊際利潤，而非製造業利潤則受消費稅影響，比加稅時遜色。日本財政部預測2015年企業利潤將繼續提高，而且高利潤的製造商有望為整體經濟帶來效益，當中出口暢旺帶動就業市場，加大工資增長壓力，帶動個人消費回穩。

大型日企加薪消費

3月多間大型日企宣布大幅度加薪，其汽車業龍頭之一Toyota決定今年加薪3.2%，為13年來最大加幅，而電子製造商如Hitachi與Panasonic等亦同意加入加薪之列，預計加幅更勝去年。龍頭企業加薪除反映日企盈利提升外，亦有賴首相安倍晉三積極推動企業加薪政策，而大企動作有指標作用，有望未來帶動其他日企跟隨。隨着日企的盈利開始向好，日股開始不再單靠弱日圓來刺激股市，現時開始由企業盈利支撐大市向上。日央行現時並未有進一步加大QE的行動，加上美國聯儲局的言論保持偏鷹，且調低未來加息的幅度預期，緩和美元的上升壓力，因此令美元對日圓120水平喘定。匯率風險暫時下降，加上日股升勢持續，令日本股票基金，不論是否為美元對沖類別的，年初至今平均錄得雙位數回報；若未來美國加息或會進一步拖低日圓走跌，建議看好日本前景的投資者選購美元對沖類的日本基金，以避免日圓下滑的風險。

興建「三跑」是發展硬道理

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

3月17日，香港行政會議通過興建機場第三條跑道計劃，運輸局公布詳情：「三跑」造價預計高達1,415億元，明年可如期動工，於2023年落成，計劃遷移及現有機場以北填海約650公頃，相關滑行道系統以及飛行區建設、一座新客運廊、擴建二號客運大樓、擴建旅客捷運系統、擴建行李處理系統、改善客運及貨運範圍的道路網，以及增設新公眾區交通及停車場設施等。機管局預計可以應付早前推算額外增加的3000萬客運量及鞏固機場為區內主要貨運中心的地位。現時機場系統中，一條跑道主要供應飛機離開作用，另一條則要為飛機着落用途，但是遇到前後飛機體量不相近時，則要利用較長相互起落間區去減少危險，第三跑道完成可以大大增加運作靈活性。

財務安排方面，機管局提出以「共同承擔」為原則的自資方案，透過向銀行發債、保留未來十年的溢利盈餘，不派發股息，及向使用者徵收離境單程180元機場

建設費。在今日政治低氣壓及對抗氣氛激烈下，機管局自行融資而不透過立法會通過撥款，未算不是較為可行之路，但是機管局領導人已表明願意磋商立法會監管機制，表明不是旨在繞過立法會。從財政管理角度，銀團專業監管系統不會差於立法會監察，市場人士拿「真金白銀」投資，且需要向股東或基金持份者負責，必然較非專業人士稱職。

對本地持續發展非常重要

據國際航空協會預測，全球航空旅客將由2014年的33億人次，增加91%至2034年的73億人次，當中亞太區更將大增1.6倍至29億人次。過去十年，國家經濟情況以平均高於7%的高速發展，其中珠三角中的深圳及廣州雙副省級城市更是發展驚人，而雙城已興建全新機場及加添航機以配合經濟起飛，香港國際機場正面臨強大區域競爭。現在社會人士已習慣直達目的地，對區內機場共同協作再中轉轉機的慣性正在減低，無怪乎港深穗三座城市不得不擴建客運容量。盡快興建第三條跑道，香港國際機場才可能保持未來二十年的競爭力，對

滬港通博奕思維 中外股民高下立見

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

等了多時，滬港通政策再創新猷。內地的公募基金，可以名正言順地加入投資大軍，參與這場遊戲，為本來沉靜的港股，增添一股興奮。不過，這次動作最大意義，與其說是憧憬資金南下，倒不如說是從投資理念和方向上，較為容易適應。

不錯，滬港通在去年4月公布，11月開通，但之後的事態發展，與一般市場參與者的預期，大異其趣。原本港股投資者的預期，是內地投資者透過港股通的部分，參與投資一些大藍籌，以往不能直接在A股市場投資的，或藉着兩地的資金交流，讓A股與H股之間的差價，可以有所收窄。

AH股差價愈擴愈大有因

但這如意算盤，在過去幾個月，完全打不響。不少原來已經存在A股和H股明顯差價的，在滬港通開通後，差價反而愈來愈擴大，全無收窄之跡象。這一點對國際機構投資者主導的港股市場，一時三刻的確難以理解。原則上，同一隻股票，背後是同一家企業，股價應有趨向一致，當然，以往存在着各種制度上的局限，包括沽空的限制，以至交收時間的不同，自然難以一致，但滬港通開通後，仍然如此，甚至更為明顯，則令不少基金經理或專業投資者百思不得其解。

然而，從另一角度看，也可以反過來理解。既然大家都知道，在滬港通開通前，早已有不少投資者，嘗試摸內地股民的口味，而趁早在低位入貨，按道理，內地股民不會完全無知無覺，哪有任其迫使高追之理？是故，不少人在這場博奕中，早已心中有數，若果港股這邊不是這樣事先炒高，則內地投資者可能還會略加考慮這個方向，但既然已率先炒高，則大可以不理，暫時放棄這些板塊或個股，而無所損。

是的，投資市場從來不是簡單直線的事態發展，不同人有不同期望，而透過猜想別人的期望，又形成本身的期望。顯然，若國際投資者或機構投資者單純以為內地投資者只一面倒的接其貴貨，則未免有點從門縫裡觀人，把人看得扁了。

公募基金湧港 折讓收窄可期

有別於一般人以為內地股民不理性，反過來，內地股民可能同樣理性，只是身處於博奕的另一端，總不成任人看穿，故此，寧願堅守本身熟悉的A股市場，在已經炒高的A股身上，再火上加油，國際大鱷要麼加入A股的高追行列，要麼死守原來以為有便宜的H股，這樣一來，博奕的境界，不也就高下立見了嗎？

當然，隨着目前的新政策推出，國際投資者可望舒一口氣，畢竟有理由相信，公募基金的負責人，比較有國際的思維，也可能從基本面多看兩眼這些H股，故此，短期內，H股有望回穩，並跟隨A股向上，應是合理期望。



滬港通政策再有新猷，內地的公募基金，可以名正言順的加入投資大軍，為本來沉靜的港股，增添一股興奮。資料圖片

一帶一路和新世界秩序

交銀國際董事總經理兼首席策略師

洪灝

隨着亞洲基礎設施投資銀行(亞投行)招攬更多的成員國，美元持續走弱。亞投行的舉措旨在從兩方面改變後布雷頓森林的國際貨幣體系：1) 亞投行將通過發行人民幣債券籌集部分資金，以投資世界較落後地區的基礎設施。該組織的成員國將有機會成為人民幣離岸中心。亞投行將增加人民幣在全球貨幣體系內的重要性，而其重要性較美元將與日俱增。2) 中國將逐步擺脫傳統的外匯儲備管理方式，從以往主要購買美國國債轉為以人民幣投資部分外匯儲備至海外基礎設施。這種變化將伴隨着今年某個時候中國資本賬戶實現很大程度上自由兌換。這是對於國際貨幣系統是一個重要的變化。由於石油美元的影響力正在消失，美元從中國經常賬戶至美國國債的循環路徑即將收縮，中國的宏偉藍圖對美元和美國國債的影響開始逐漸顯現。

然而這個計劃並非沒有成本。多年來，俄羅斯是中國的親密的盟友，其一直在試圖建立一個歐亞經濟聯盟。憑着中國的財政實力和在中亞地區各種計劃，如上海合作組織、絲綢之路基金以及現在的亞投行，中國似乎開始削減俄羅斯在中

亞地區的領先優勢，但也因此放大了和俄羅斯利益不一致的風險。畢竟，中國還是需要從俄羅斯進口大量的石油和天然氣。俄羅斯遲遲不申請加入亞投行恰恰就是這種風險的提示。此外，許多包括在「一帶一路」計劃裡的國家面臨着不穩定的地域風險，而且信用評級較低。因此，中國在這些地區的投資並不是沒有風險的。而中國與美國的關係也正在悄然改變，中國在IMF、世界銀行和亞洲開發銀行的投票權大幅落後於中國的經濟增長。因此，現有的國家秩序急需發生變局。雖然表面上亞投行由於廣泛的西方國家參與而旗開得勝，然而這些國家對發展中國家的責任是否與他們在亞投行的收益相稱仍然有待觀察。

中國媒體為「一帶一路」所囊括的所有國家數目和GDP總量而雀躍，並認為這對基礎建設投資將帶來史無前例的機會。但鮮有提及相應的成本。其實中國一直以來與這些國家有貿易來往。然而現在中國需要對這些新增大量的投資以延續已有的貿易往來。在這些新的投資機會裡，貿易的增長必須補償新的資本投入。在連續幾個月

(摘錄)

本地持續發展非常重要。

反對人士每每手持空域問題去攻擊「三跑」計劃。如運輸局局長張炳良指出於2007年內地與港澳三方已共同制定了《珠江三角洲空域管理規劃與實施方案》同意藉統一規劃、統一標準、統一程序，善用珠三角空域資源，並於2020年前分階段落實各項優化措施。其實政府兩手準備是可取，因為空域是航空交通系統的問題，可以透過先進的航空管理軟件系統部分解決，但是興建跑道的時間較長，何不邊興建「三跑」邊展開商談呢？在談判過程中，各方會盡量應用手中籌碼進行周旋，誰手中實力最雄厚誰將取得較大優勢。

今天的香港國際機場客運系統及貨運操作還相對有較大優勢。客運行李處理系統在世界上處於領先地位，貨運的管理水平和吞吐量仍居三城市中最高效，興建「三跑」再通過完善的區域陸上運輸系統可以將人流、貨流高效地「速遞」到整個珠三角地區及附近的東盟國家。如果待空域問題完全解決後才上馬，則會失去主導地位了。

應放下歧見共謀多贏

如香港理工大學機械工程學系劉建德教授所說，航空業不單局限於飛機場內，亦包含其他關連服務行業如旅

遊業、酒店業、運輸業、零售業、飲食業、會展業等等。在特區政府仍然坐擁大盈餘下，發展航空業去拉動其他第三產業是正確的，總比向市民派錢對經濟貢獻作用較大。市民常常批評特區政府沒有長遠發展策略，為何在不使用市民金錢去興建「三跑」下，且帶來本土中長期經濟發展，仍然反對聲音不絕呢？向前再持續發展是「硬道理」，「固步自封」才是要不得。各方人士不如放下批評，共同思考如何發展特區未來吧。

近日，北京首都機場集團黨組書記劉彥斌稱京津冀機場正洽商統一管理，目標是透過確立三個機場功能定位、適度錯位經營、加強協作，令天津、石家莊及北京機場共同協作，發揮最大功用。

港深穗政府實應採納合作思維，共同有效使用珠三角空域，相互補足，聯成一體，發展成為珠三角都會，繼續領導全國經濟奔向前。其實可以在粵港聯席會議中特設「珠三角航空發展」小組，邀請中央政府相關部委及解放軍參與，共同計劃珠三角空域共享方案。

如果珠三角城市可以共同協作，空域不再是問題。如果透過協同管理，三地機場客貨量吞吐可以再提升。如果利用珠三角高效陸/海運輸系統，港深穗共同創造成為海上絲綢的樞紐地區，達到三贏局面，區域上互聯互通不再是空話了！