活在當下是市場中人唯一可做的事

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

過去兩周,港股的變化,簡直令人嘆為觀止,平地一聲雷 只一個消息,甚麼都不一樣了。

是的,公募基金放寬規限消息一出,港股夜期應聲急彈,而 之後發生的,如今看來,都是歷史了。價量齊升,而成交創新 高,足以是以往平均數的幾倍。當大家覺得滬港通的刺激不外 如是,港股通的額度使用似有若無,在人人有相似想法時,就 來一個驚喜,額度兩度用盡。這一點,除了在去年當滬港通開 通前一周內,有不少人如此想,打從正式開通,見識過真正使 用情況,大家都不敢再有幻想,可就是這一刻,大家才可嘗到 甚麼變化可以大到甚麼地步。

無論如何,當港股投資者不少仍在問究竟發生甚麼事之時, 資金便源源不絕的湧進,額度用盡是最佳證明,尤其同時間看 到,滬股通的北上資金,是沽多於買,這一點正好説明此消彼 長之勢,絕非虛言。

參與者不能一成不變

際此大時代,風雲幻變,新常態來臨,投資者要有心理準備 隨着兩地融合,以往看不到的,如今可以每天見到,例如成交超 越2,000億元,便大有可能不是僅止於一兩天的事,而升市的持 續,既與內地A股有關,更與內地股民的想法有關,投資者要明 白,重新學習和適應是需要時間和精神的,但説到底,既然市場 上的生態環境改變,參與者也得跟着變,不能一成不變。

遠的不説,就是上周至今,港股的升勢,其急勁,其廣泛, 多久沒見過了。對上一次,可能已是2007年,那時候,說起 來,主題類似,就是憧憬直通車來臨,資金上的大動作,在政 策的推動下,從來令港股有很大的反應,這次不例外。

事實上,港股真有大主題時,港交所(0388)股價幾乎不可 能沒有反應。是的,由2007年的那一役,到去年滬港通的憧 憬,到今年3月底的公募基金新聞,每一次,毫無例外地,都 是緊密地與內地對資金南下的政策的直接期待和間接憧憬。

價格平貴並非談論時

值得留意的是,當大家仍在説,目前的價格水平如何如何, 是否比起2007年還要貴,抑或尚算便宜,其實未必是最合時的 討論。一來,很多從價值投資角度來說,必備的基本分析工具 或指標,主要是從長遠來説的價值和價格差距入手。換言之, 長遠而言是對的,短期可以完全沒來由有很明顯偏差。有趣的 是,正如凱因斯所説,長遠而言,我們都難免一死。而他説得 更精彩的一句是,市場不理性的日子,可能比我們本身的日子 還要長!

二來,歷史見過的水平,是由當時當地的條件造成的,為甚 麼我們硬要以當日為對(或錯),今日為錯(或對),當日為 合理(或不合理),今日為不合理(或合理)的去說?其實, 新時代,總是有新的一頁,活在當下,可能是市場參與者這一

低估值吸引 內銀再領軍

太平金控·太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

在政策紅利、估值偏低以及流動性改善等多方面的利好因素 支持下,港股正處「大時代」。上月31日,我們在本欄「中央 頻出招 兩地股市齊舞高」一文最後指出,「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通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。」

此後,香港恒生指數出現8連揚,並且在八年來首次突破 28,000點關口。上周港股通每日105億元人民幣額度連續兩日 爆額。更矚目的是港匯上周連續兩日於倫敦交易時段觸及 7.75, 迫使金管局兩日三次接美元沽盤, 共向市場注入 162.75 **億港元**,八個月來首次出手捍衛聯匯。

事實上,放寬內地公募基金投資港股通股票未能刺激A股基金 立即投資港股。據美銀美林的調查發現,內地新規發布後,來自 內地公募基金及保險企業的資金流增量不多。很明顯,資金整體 大增,應是部分南下資金和海外資金對中央新政作出反應所致。

需要指出的是,港股這一漲勢是在中國3月份出口意外下滑 15%的背景下出現的,市場此前對當月出口的預期為上升 10%。股市已經一次又一次的向我們展示,股市有時大漲和經 濟背景沒必然的關係。實際上 , 當經濟表現出疲軟信號時 , 央 行推行更加寬鬆的政策等,反而有利股市。

技術上,港股已嚴重超買,復活節過後上周三天市升幅一天 不如一天,上周五更曾一度倒跌131點,港股通的使用額度也 較前兩天明顯下降,只使用每日限額的51.3%,但並沒有如一 般投資者所預計的升勢發生改變。昨天恒指繼續上漲743點,

符合我們昨天在本報《財技解碼》專欄的預判。我們指出, 「港股略顯疲態,不代表上升趨勢終結,在各種利好因素下, 估計港股升勢仍會持續。」

利好因素很多。從政策及流動性角度看,今次港股上升的主 因,是中證監放寬公募基金買港股,以及中保監允許內地險企 投資本港創業板,政策導向及支援為資金進入港股市場掃清了 障礙。

港股仍便宜 續吸引熱錢

從估值角度看,港股估值「窪地」優勢明顯。即使已連升多 天,目前恒指的市盈率也僅為11.8倍,與其他主要股票市場相 比,仍然是估值最便宜的市場之一。水往低處流,資金亦然。 此外,部分內地投資者認為現時A股創業板101.3倍的動態市盈 率屬高估值,風險正增加,「滬港通」恰好能分散其投資組合 資金。港股通昨天餘額80.71億元(人民幣,下同),佔全日額 度105億元的76.87%,尚餘空間。

從AH溢價的角度看,正如我們上文所指,隨着港股加快 『價值復修』,AH溢價正逐漸收窄。目前AH溢價指數已由上 月底的34%收窄至昨天的20.6%。不過,A股仍然保持上升動 力,上周五通脹數據出爐後,上證再度反彈並突破4,000點,昨 天再升2.2%,因此估計AH溢價料不會很快收窄。

往更廣的方面看,香港市場將直接受益中國資本帳戶開放。 兩周前人民銀行行長周小川表示,2015年基本完成人民幣資本 帳戶下的可兑換。換言之,「北水南下」僅是開始。

投資策略方面,內銀股今年明顯落後領漲的保險股,但昨天 工商銀行(01398)、建設銀行(00939)、招商銀行(03968) 和中國銀行(03988)成為領漲股,四隻內銀股為恒指貢獻390 點。AH差價股,金融、「一帶一路」概念,以及「互聯 網+」,包括資訊技術、醫療消費等,仍值得追入。

亞投行逐漸成型 國際立足仍需時

時富金融策略師

黎智凱

亞洲基礎設施投資銀行(下稱「亞投行」)多被視為亞洲發 展銀行的對立面,這有兩個潛台詞:一來亞投行的確有潛力影 響泛亞地區開發的經濟及政策支持;二來是亞投行與其他亞洲 地區的經濟組織,如亞洲開發銀行,功能多為重複,使其在基 建發展上的意義令人存疑。

中國推動亞投行發展志不在此。人民幣在國際舞台上主要因 為中美政治角力問題,加上人民幣的流動性根本未有打算跟隨 國際標準,使得人民幣在向國際貨幣基金組織申請特別提款權 多有掣肘,中國未能在國際多邊貿易上確立人民幣的地位。要 在美國主場上取得一席位,中國當然需要按美國的遊戲規則來 玩。但事實上,中國對於人民幣匯率亦不會主張自由流動,這 個矛盾點使得中國無法在現有的國際舞台中膨脹。

有助中國經濟接軌世界

亞投行對中國來說,算是其經濟逐步開放的第二手準備,因 為亞投行覆蓋歐、亞諸國、將可形成局部開放中國經濟的格 局,對中國逐漸接軌世界經濟有很大的幫助。正因為亞投行對 中國意義特別的大,中國很有可能在當中有着主導性的投票 權。中國的地緣政治在亞太局勢中,無論東亞、南亞及中亞地 區的國際政治立場各有不同,軍事、經濟資源、國家版圖等在 泛亞時常造成衝突。如果中國無法取得主導地位,亞投行造就 競爭。

中國在國際舞台起飛的好戲很難可以演下去。

一方面,有指現時的亞投行草擬之亞洲會員國投票權是根據 GDP、人口等數據決定。在現時亞投行的亞洲會員國當中, GDP實力較高的只有中國及印度兩個超級大國,這暗指主要投 票權甚有可能落在兩國手上。情況跟現時美國、日本主導的國 際貨幣基金組織大同小異;另一方面,亞投行對於非亞洲地區 沒有給予高度的參與權(投票權合共25%),故可預期除了亞 洲地區以外亞投行不會有什麼影響力。

亞投行在國際參與程度方面,亞投行有46個成員國,比亞洲 開發銀行的 67 個成員國及國際貨幣基金組織約 180 個成員國少 得多;以財力方面比較,亞投行1,000億美元的法定資本僅為亞 洲開發銀行的約3成。在這個前設下,就算美國在世界銀行及 亞洲開發銀行維持絕對的否決權,我相信其他國家還是多透過 這些舞台作多邊經濟開發。

單靠「一帶一路」難成氣候

在中國眼中,亞投行的確是逐步建立國際地位的的重要一 步,但亞投行現時在國際舞台被定型為亞洲地區基建的開發機 構,現時透過「一帶一路」將意義具體化。

但除了「一帶一路」以外,我還沒有想到將來亞投行能夠主 導發展的範疇。國際貨幣基金組織主席拉加德指「歡迎與亞投 行的合作」,其實也説明亞投行的發展,終歸會受其他機構的 影響力,只怕屆時中美政治角力則演變成中美間經濟組織上的

交銀國際首席策略師洪灝

港股在復活節假期後出現一波歷史性暴漲行情。4月9日,恒生指 數取得20年來第8大的點數升幅,然後在4月10日創下第4大的點 數升幅。另一方面,恒生國企指數的升幅為1995年以來的20大之 一,不但市場成交量破紀錄,港股通額度更連續兩天被用盡。正當 周五市場認為升勢將會衰竭時,恒指又再上升超過300點,全周以 高位強勢收結。港股暴漲之後將何去何從?

就在港股暴漲的兩星期前,我很榮幸獲得中國的一家首屈一指的 私募基金的邀請,在其投資者會議上發表我對市場的看法。這個基 金雖然成立不久,但已經是中國私募界的傳奇,在推出數小時內便 籌得近20億元的資金,而現在其管理資產規模已遠遠超出了100億 人民幣,並在不足五個月便取得超過了60%的回報,成績確實驚 人。該基金的合夥人也獲得央視邀請,參與了中國投資界最重要的 人物的訪談。有關訪談節目是政府支持股市措施的一部分。現在, 該基金正進軍海外,我也因此有幸與其合夥人就全球市場的前景進 行交流。

在會議上,我以港股估值極度便宜和流動性改善為理由,提出了 看好港股的觀點,與該基金合夥人的意見不謀而合。他們認為上海 股市上漲將會帶來擴散效應。隨着上海股市急升,A股和其他市場 (例如香港和美國) 上市的中國相關股份的估值差距正在擴大。由 於內地市場流動性充足和得到政策支持,內地資金必將利用這種價 差進行套利,填補全球中國相關投資標的物的估值「窪地」。近來 行情的演繹也的確如此,香港和美國上市的中概股連番上漲,上周 五B股也漲停板。

我們對過去幾天的歷史性行情的量化分析顯示,這種極端的交易 情況往往集中在市場拐點附近出現,例如2007年底、2008年底和 2009年初,換言之,這種極端的交易情況往往出現在牛市中後期、 熊市尾期和牛市初期。索羅斯曾經觀察到:「當長期趨勢失去動 力,短期波動往往隨之出現,原因不難理解:因為追隨趨勢的群眾 失去了方向。」儘管我們無法單單從過去幾天的歷史性行情判斷我 們到底是處於牛市中後期或牛市初期,但由於估值低廉,加上恒生 指數終於有效突破2009年以來的運行區間,我們處於牛市初期的可 能性很大。此外,恒生指數的長期漲跌趨勢線在今年1月初已經運 行到了其長期支持位置,並開始反彈。由此來看,香港的升勢似乎 環未衰竭。

政策及消息面均屬大利好

港交所行政總裁李小加稱今年滬港通額度將顯著擴大,深港通肯 定將會推出。與此同時,中國公布了一系列扶持政策刺激經濟。市 場回購利率近期繼續大幅下降。總理李克強調研了中國東北地區, 宣稱振興東北地區的工業將是其工作重點之一。此外,他強調政府 將會加大投資鐵路建設。隨着市場飆升和房地產調控放寬,排隊購 房的情況又開始了,而房子的價格已開始反彈。上周末,允許單一 期貨交易帳戶持有的股指期貨合約數目從1,200手上升至5,000手, 這個規則的改變是投資組合加槓桿變得更為容易並將放大市場運行 的趨勢。此外,個人獲准持有不同券商的多個交易帳戶。這種變化 將進一步推高目前每日人民幣1.5萬億元的驚人的成交量。

低估值支持恒指挑戰32000

低估值支持大市表現;預計恒指=32,000點,恒生國企指數> 19,000點,兩指數都將創2007年頂點的新高:不僅恒指的長期漲跌 趨勢線已達到重要的長期底部,恒生指數及恒生國企指數的市淨率 仍然非常便宜,同時也觸及其長期支援水準。這種低估值和技術支 援的格局加上流動性的改善適合做多市場。假設恒指市淨率從目前 的1.5倍水準回升至長期平均水準1.8倍左右,這樣的估值修復將會 推動恒指從現在的點位水準進一步上漲17%左右至32,000點,這將 是自2007年11月峰值以來的新高。基於恒生國企指數回報率的貝塔 值大約是恒指的1.2倍,恒生國企指數應可升至19,000點以上。

人幣趨國際化 定存回報穩

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

今年初,內地經濟增長持續放緩,首兩月 PMI 跌破50,經濟活動轉趨疲弱,1月份通脹 率跌至0.8%,是5年以來最低,令市場憂慮中 國出現通縮危機。經濟放緩,而且美元持續走 強,加大了人民幣的下行壓力,加上中央政策 轉向寬鬆,相繼減息及降準,令市場一度看淡 人民幣的前景。人民銀行於「兩會」前再度減 息,3月初進一步刺激美元兑人民幣匯率走低 至6.27, 創逾2年4個月新低。

全力穩經濟扭悲觀情緒

然而,「兩會」結束後人民幣見底回升,似 乎市場對兩會後推出的政策充滿憧憬。中央穩 利好人民幣未來走升。 增長的意圖強烈,3月宣布多項政策穩經濟,A 股市場再展升浪,同時帶動人民幣需求回升。 另外,市場預料美國很可能延後加息,抑制美 元升勢,幫助人民幣回穩,同時亦扭轉了投資 者對人民幣的悲觀情緒。

雙向波動已成為新常態,但長遠而言,人民幣大 穩定可觀的回報。

貶的可能性不大。中國積極推進人民幣國際化, 當中推行的亞洲基礎設施投資銀行(亞投行)與 絲路基金,成為人民幣走向國際的重要工具,而 且亞投行大受歡迎,歐洲多國都宣布加入,未來 人民幣的交易及支付量必大幅提升。

料成儲備貨幣利好後市

此外,人民幣在全球貿易中的使用量不斷擴 大,根據環球銀行間金融通信系統,2月份人 民幣在全球支付貨幣中排第七,可見人民幣的 國際認受性增加,為需求帶來支持。而且,中 國積極向國際貨幣基金組織 (IMF) 爭取將人 民幣納入特別提款權 (SDR) , IMF正評估當 中,若成功通過,人民幣將成為廣泛使用的儲 備貨幣,為人民幣走向國際化邁出了一步,亦

鑑於人民幣國際化是中國國策,保持人民幣 穩定是必需的,短期波動反而為投資者造就入 市的機會。人民幣現時仍屬高息貨幣,即使人 行減息亦不影響香港人民幣定存利率,現時一 般銀行均高於4厘。在人民幣未來穩定向好的 自去年初起,人民幣已結束單邊升值的預期, 預期下,投資人幣定存能為保守的投資者提供

如何使港澳經濟成功轉型?

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

港澳經濟面對着不同問題,但是同樣地需要迫切轉 型。香港面對是經濟動力減速中,但資產升值遠大於人 均 GDP 增長,形成港人生活質素下滑。從 2001 年至 2014年,香港人均GDP從25,200美元增至39,800美 元,僅增長約60%,但同期住宅樓價已翻了最少二、三 倍。據統計,在過去二十年間,香港經濟年均增速為 4%,但鄰近珠三角雙副省級城市深圳/廣州都以雙位數 字去領跑,形成香港的GDP總量已被她們趕過或拉平 了。如何沒有中央政府促使企業來港上市及扶助香港成 為人民幣主要離岸中心,再加上2003年起開放「自由 才不足,經濟走上「適度多元化」遇上不少阻力,實有 行」,則本港金融業及旅遊業情形更加差勁。

澳門經濟情況則恰恰相反。回歸後,澳門開放博彩經 營權及開放「自由行」後,從1999至2014年,當地 GDP增長了8.4倍,年均增長率超過16%,而人均GDP 也增長了約5倍。不過,澳門經濟情形是「成也博彩,

壁江山」的畸形現象。自2014起,北京嚴厲反腐和決 心整頓澳門博彩業不健康運作下,博彩業收益出現連續 一年下跌,並且還不見到短期反彈勢頭。澳門面對是如 何促使「經濟適度多元化」。

兩地「資產泡沫化」影響民生

港澳地區同樣面對「資產泡沫化」,正在深切地影響 人民生活和經商環境。香港的四大支柱產業包括金融、 旅遊、貿易/物流及專業服務+科技創新仍然享有現實或 潛在優勢,但是本地經營成本持續高企,阻礙年青人創 業活力。反觀澳門地區,因為一業獨大,對中小企產生 「擠出效應」,縱使開業成本仍然偏低,但創新產業人 賴特區政府提供扶助政策和着力推行創新產業培訓。

港澳經濟轉型是兩個不一樣題目。在相對較多元的經 濟結構下,香港經濟最大的優勢和全國戰略價值,仍然 是金融業和專業服務業。在經濟全球化中,香港金融業 必須建立成為總體格局中亞洲首要地位。有效地拓展其 敗也博彩」。從2003至2013年間,澳門博彩業毛收入 經濟腹地,尤其鄰近珠三角地區如深圳及廣州,積極進 增幅達 10.9 倍,該產業對澳門 GDP 的比重已呈現「半 行區域性合作,打造成為大珠三角城市圈,繼續發展成

為中國企業境外融資中心、亞洲地區資產管理中心、人會展商務、電子物流及創新科技產業。 民幣離岸業務中心、亞洲人民幣債券市場、「一帶一 路」政策下中外企業主要融資平台等等。

宜藉「一帶一路 」謀商機

「一帶一路」政策正是香港專業人士可以「大展拳 腳」的場所。除了金融人才受惠外,本地法律、會計、 工程、測量、規劃人才必須抓緊這個空前的機遇,將自 身的各項專業知識輸出不同項目中。「一帶一路」項目 涉及不同民族、不同語言、不同文化,香港專業人士必 須努力裝備去應付文化/語言差異。香港基本法已頒布 二十五年,專業服務行業受惠於基本法保障而保持平穩 發展,今天國家正將「一帶一路」政策賦予香港專業服 務另一個重大機遇。

面對經濟轉型,澳門必須提高創新能力與綜合競爭 力,筆者提倡有幾點改變。在實施產業去單一化之下, 澳門政府要着力引進和扶持科技創新型企業,對適當高 新產業提供稅務優惠、資助培訓人才、設立科技局等 等。除了開放賭權外,澳門社會與世界交流合作機會不 勢是兩個特區上下同寅未來努力爭取的目標。香港人 多,政府必須帶頭加大對外開放與境內外交流合作,尤 不要再浪費精力在內訌上,共同攜手創造未來「黃金 其是有效利用中國與葡語國家商貿合作平台,積極推進

在賭博業收縮同時,澳門必須走上「非賭博」路,積 極推進賭企開拓其他產業,包括會展、商務、旅遊、養 生等多功能元素,長遠地增加非博彩收入比重。結合橫 琴的豐富土地資源和珠海低廉的工人資源,澳門應打造 大型綜合度假酒店和主題公園,推動創新、非博彩的旅 遊休閒業,並且與珠海/中山兩市攜手聯合創建成為地 區性陸上及海上旅遊休閒養生城市。

國務院總理李克強説要做好今年政府工作要把握好 三大要點,其中最後一點是「培育和催生經濟社會發 展新動力」。李總理指出「必須…… 加快實施創新驅 動發展戰略, ……, 打造新引擎」。在香港澳門問題 時,他又表示要「不斷提升港澳自身競爭力」及「繼 續發揮香港、澳門在國家改革開放和現代化建設中的 特殊作用」。結合來說,港澳地區為國家尤其珠三角 提供新經濟增長動力是未來五年的重大機遇。如何在 「一帶一路」政策上貢獻祖國將是港澳人士需要深入 調查課題,如何達到雙贏局面、如何持續港澳經濟優

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。