

## 兩地基金互認帶來重大利好

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

內地和香港證監會宣布兩地簽署《關於內地與香港基金互認安排的監管合作備忘錄》，允許合資的內地與香港基金透過簡化程序在對方市場銷售。有關計劃將於今年7月1日實施。《備忘錄》亦就跨境基金銷售建立信息互換、定期溝通及監管合作的框架。基金互認的初始投資額為資金進出各3,000億元人民幣。這是兩地繼「滬港通」之後又一重大資本市場合作舉措，相信會對市場、香港國際金融中心建設以及內地人民幣國際化進程等產生積極而正面的影響。

### 提供更多投資理財選擇

1、便利兩地居民投資，提振市場信心。香港基金經過香港證監會的批准到內地銷售，內地基金到香港銷售，可直接為兩地居民投資理財提供更多選擇。另外，兩地基金互認作為市場重大利好，可望為兩地股市注入新的上升動力，對於投資者信心企穩和市場氣氛向好具有正面推動作用。

2、構建香港作為亞洲基金平台的地位。截至2015年3月底，香港證監會認證的基金產品2,045隻，但在本地註冊的僅有300多隻。兩地基金互認啟動，海外資金可以通過香港進入中國內地龐大市場，具有相當大的吸引力：一方面，更多的海外基金會選擇到港註冊，勢必推動本港基金市場規模擴展；另一方面，更多的海外投資者可來港購買內地基金產品，香港在資本市場上聯通內地的作用更加彰顯。近年，新加坡分別加入亞洲地區基金護照和東盟集團投資計劃，香港若能借助與內地基金互認的機會，擴大基金產品在亞洲區的認可度，拓展海外基金公司銷售範圍，對於發展成為國際資產管理中心有積極意義。香港銀行在基金銷售中的傳統優勢

也可望得到發揮。

### 助增強內地基金競爭力

3、推動中國內地基金業的發展。截至2015年4月底內地基金產品2,108隻，但總體上在提供服務和回報方面與香港市場仍有差距。兩地基金互認之後，雖然不排除可能對內地基金市場現有格局產生一定的影響，但其正面意義不容忽視：一方面，內地的基金通過香港銷往海外，可利用在岸市場經驗拓展海外銷售，有利於基金業的發展壯大；另一方面，全球的基金產品通過香港銷往內地，將會倒逼內地基金企業改善管治水平，實現行業轉型升級，給投資者提供更好服務，增強內地基金業與全球資產管理公司同台競爭的競爭力。

4、中國內地資本市場開放和人民幣國際化邁步向前。與「滬港通」打通兩地資金流向相比較，基金互認代表的是兩地產品的多元化發展，預計初期主要以人民幣基金產品為主，香港離岸人民幣投資產品將會更加豐富，也可望帶來更多離岸人民幣業務，從而加速內地人民幣國際化進程和香港離岸人民幣中心建設步伐。今年以來內地金融改革不斷推進，兩地基金互認正式啟動之後，伴隨着中國內地資本市場的開放和人民幣國際化的進程，未來包括基金在內的更大範圍的資金流動是大勢所趨。

5、相關配套措施與風險管理仍須跟進。兩地基金互認最早在2013年1月提出，經過兩年多的漫長談判最終達成了共識。隨着政策正式出台，相關配套措施及風險管理包括兩地基金互認管理人條件、基金投資管理、資訊披露和投資者保護機制以及對跨境資金流動監測等也須跟進。相信兩地基金互認將是一個循序漸進的過程，兩地監管部門也會因應情況變化，調整風險管控措施，以保證市場平穩發展。

## 改革製造業 內地邁向工業強國

AMTD高乘資產管理有限公司主席

曾慶璜

中國一向是製造業大國，製造業佔全球出口約20%，大量的勞動力、低廉的價格是中國過去的一大優勢，因而吸引了不少外商投資中國製造業，製造業是中國經濟發展的一大支柱。然而，近年製造業境況卻大不如前，當中的需求及供給產生了變化。從供給方面來說，中國面臨人口老化問題，勞動力人口出現下降趨勢，數量於去年已從2011年頂點下降了560萬，勞動力供應下跌，令勞工成本不斷上漲，令很多低增值的、低技術的產業無利可圖。

### 人民幣升值 低成本不再

另外，外國對中國製造的需求亦不如從前，在全球科技急速發展的環境下，中國製造業大部分仍然停留在產業鏈的最低端，產品技術跟不上市場發展和要求，企業難以生存。此外，中國過去實行寬鬆貨幣政策，加大投資以刺激經濟增長，但過度投資，加上經濟增長放緩，造成了現時產能過剩的問題，令製造業出現收縮。中國過去吸引外資的主因是生產成本低廉，但隨着人民幣不斷走高，對外資的吸引力大大降低，今年日本鐘錶企業Citizen宣布解散中國的生產基地，

微軟亦計劃將諾基亞的東莞和北京工廠結束，將生產線搬往越南，而據內媒報道，多家大型外資企業，包括松下、日本大金等，均計劃將生產線遷回日本，而UNIQLO、Nike、富士康、三星等，亦有意在東南亞和印度開新廠。

### 行業轉型升級迫切性

中國製造業正面臨危機，亦凸顯了製造業轉型升級的迫切性。有見及此，中央上周公佈「中國製造2025」文件，通過「三步走」實現製造強國的戰略目標：第一步，到2025年邁入製造強國行列；第二步，到2035年我國製造業水平整體達到世界製造強國陣營中等水平；第三步，到新中國成立一百周年時，綜合實力進入世界製造強國前列。文件中明確九項戰略任務，聚焦新一代資訊技術、航天航空設備、高端船舶和海洋工程等十大領域，並主攻「智慧製造」，讓技術創新成為裝備製造業發展核心，並將實施國家製造業創新中心建設等五項重大工程。

中國繼續推進改革發展，今年終於來到製造業的一環，預料東南亞、印度等國家將取代過去中國，為環球提供大量的勞動力及低廉的生產成本，而中國正在邁向如日、韓、歐、美等成為工業強國。在製造業改革的過程中，投資者可從中發掘具品牌優勢的中國企業，把握投資機遇。

## 航運業與中資合作避「嚴冬」

時富金融策略師

黎智凱

中國四月份進出口雙雙下滑，經濟下行風險不減，煤炭鐵礦石需求量大跌，連累國際航運業如同過冬。波羅的海乾散貨指數上周五報592，仍位於歷史低位，航運費率不見反彈跡象。航運能力過剩，供求嚴重失衡，多家航運商破產，高成本的生產商承壓。

### 淡水河谷售礦砂船助減成本

上周中海發展宣布將與中國遠洋成立一間合資公司——中國礦運，其註冊資本3.3億元人民幣，中海發展持股49%，剩餘51%由中國遠洋持有。合資公司將從淡水河谷購入四艘超大型礦砂運輸船(VLOC)。淡水河谷是世界上最大的砂礦供應商，亦是巴西最大的物流企業之一，中資船東自淡水河谷處簽約購買礦砂船已是屢見不鮮。中遠與招商輪船皆有與淡水河谷的長期合作，去年9月中遠就曾宣布由淡水河谷處購砂礦船四艘並再建十艘，招商輪船亦有計劃建造砂礦船十艘。

對於淡水河谷而言，此次出售的礦砂船既是終端產品也是

管道。此前淡水河谷的VLOC由於遭受中國船東反對一直無法直接靠岸，交通部遲遲未開放40萬噸礦砂船的泊岸限制，被迫高成本運輸礦砂。如能用40萬噸的VLOC替代17、18萬噸的船型，鐵礦石抵華的運輸費將會削減一半。此番向中方出售船隻變相增加了自己的船隻可以直達中國海岸的可能性，可以有效削減運輸成本，輸送更多礦砂，與成本低廉的澳洲礦產巨頭競爭。對中資船東而言，該購船交易將為中海帶來穩定營業收入，並有助於其穩定在VLOC市場的領軍地位。

### 中國力爭航運定價主導權

去年九月出台的《關於促進海運業健康發展的若干意見》鼓勵國貨國運，促進了船東之間的合作、船東與貨主之間的合作，加強了中國整體在大宗商品航運中的話語權，中海與中遠成立的合作公司及其與淡水河谷的簽約便是其中一例。現國有航運公司承運量佔中國鐵礦石進口量仍不高，類似的中外合作關係仍會繼續出現。國際大宗商品供應商和航運巨頭很快將會發現，淡水河谷式的與中國合作將會成為業務復甦契機。中國需要穩定的大宗商品供應和定價主導權，而供應商需要與全球其他同業競爭，識合作者方能挨過嚴冬。

## 改革題材不絕 A股當旺

太平金控、太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

A股再展新升浪，過去一周，上證綜指累計上升8.10%，深證成指累計上升9.19%，均為年內最大周升幅。兩市全成交約1.96萬億元(人民幣，下同)，創歷史紀錄；創業板指收市跌0.31%，全周計升11.80%，連升五周。受A股帶動，港股亦大幅上升469點。

5月11日，本欄「內地『改革牛』趨勢仍在」一文指，「一周過去，A股上證綜指累計下跌5.31%，結束連續八周上揚。國際大同調低對A股評級，摩根士丹利將MSCI中國指數評級從維持下調至持股觀望，加劇小股民投資恐慌，使市場擔心A股『牛市』是否步入尾聲。受累於A股下跌，港股國企指數上周最多曾跌4.6%。」

### 確認「改革牛」趨勢仍在

「不過，『未來保持長期牛市的勢頭不會改變。』改革牛與實體經濟形成良性互動，可為經濟轉型、國企改革、激發創新創業活力、降低企業融資成本，金融改革如發展直接融資、註冊制改革等提供重要的歷史機遇。經濟探底，政策加碼寬鬆，改革降低無風險利率，提升風險偏好，促進股市和實體經濟良性互動，這一邏輯沒變，『改革牛』趨勢仍

在。」「因此，股市短期調整，是為了今後股市更健康發展。」

事實上，上周A股、港股大幅上升，始終圍繞改革題材而展開。上周二，國務院正式頒發《中國製造2025》規劃，部署全面推進實施製造強國戰略。當天上證綜指已上漲3.13%；上周四，香港證監會主席唐家成表示，兩地基金互認，會在適當時候公布。上周五兩地市場收市後，中證監會與香港證監會公布，內地與香港基金互認將自2015年7月1日起正式實施。

然而，上文亦提到，「短期而言，市場與監管層的博弈將導致市場震盪，從而加大了股市的波動性。」事實上，上周五A股走勢分歧，滬強深弱。深成指「V」彈，指數一度受中小股疲弱拖累一度報跌；創業板指在觸及歷史新高3,618.24點後隨即插水，不到一個小時跌180點，最低見3,438.57點，隨後觸底反彈維持窄幅波動。

### 攻堅之年推動經濟轉型

無論股市如何波動，預期整體趨勢上，股市將會呈現慢牛行情。因為，以銀行為主導的間接融資體系未能為改革與轉型提供足夠的支持，經濟的轉型尚未成功，今年是改革與轉型的攻堅之年，包括國企改革、註冊制改革等都還在不斷探索中，因此，目前直接融資具重要的作用。

# 投資新時代 市場融合展新姿

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

A股及港股股民已開始習慣，每逢臨近周末，可能總有點好消息傳出。可能是人行的降息降準，更可能是股市利多的消息，而上周五(22日)所見，內地與香港基金互認的工作宣布展開，為兩地資本市場的融合，揭開了新一頁。

是的，投資者也有相當憧憬，可以見諸股市的變化上。就以港股為例，恒指踏入5月份，的確在成交量上比4月初的天量2,900多億元，減少了超過一半，但從另一個角度看，投資者不急於買入的同時，也意味着投資者不急於沽出。這在股市整固中，由指數高位回落的過程中，尤其重要。顯示有部分人急於獲利之餘，亦有不少新進加入，而部分原有的持股者，亦繼續有信心和耐性，等待更大的成果。

### 周五好消息出落成「常態」

除了成交變化之外，股市升跌的韻律，也值得一提。不難發現，近幾周的形態，逢周一至周四，往往是由高位反覆回落，但到周五，便有一定買盤出現，讓周五出現低開高走，甚至高開高走的情況。這樣一來，不就說明了，投資者心目中，總有這個周五至周日的特別日子存在，期望有更多好消息在這段日子出，反映在股價和成交量上，一切明顯之至。

不難想像，3月27日的公募基金規限放寬一役，讓大家有持續可憧憬的理據。畢竟改革不是一天完成，只要中國經濟繼續進行結構改革，則整體資本市場的規模，必須相應配合膨脹，為企業融通，為投資者提供流通性，為普通老百姓提供財富儲存和增長的工具。如此一來，A股不得不好。

而隨着中國要把本身的實力提升，長遠而言，人民幣國際化，跟外國金融市場接軌，是大勢所趨。中間過程，香港可以提供協助的，自然是在金融市場上的各種利便措施，讓人民幣可以在實際意義上，在具體用途上，愈多呈現愈好，不論是貿易或融資，投資或消費。

### A股好 港股大方向也向好

果如此，A股跟港股，一定會更加緊密地融合，A股好，港股好，是大方向所在，不必多疑。大家不宜只看倒後鏡，因為在2014年之前的幾年，即使中國經濟增長多快，股市都是不振的，若以那幾年經驗為準，則甚麼都不必談了。相反，若明白新時代已來臨，新常態已出現，則投資者自當有相應的變化，不能一部通書看到老。

短期而言，投資者可以考慮，在各種大盤相關的指數上下功夫，既有港股股民熟悉的恒生指數，可以盈富基金(2800)參與；國企指數則以恒生H股ETF(2828)加入，也有內地A股市場，起碼有南方A50(2822)和華夏滬深300(3188)，甚至近來A股創業板大旺，一樣也有南方中創業板(3147)，各適其適。總的來說，不必太聰明，只要在適當時候，適量參與，總勝於事後後悔未行行動。



■內地與香港基金互認的工作宣布展開，為兩地資本市場的融合，揭開了新一頁。分析指出，面對新時代的來臨，投資者自當有相應的變化，不能一本通書讀到老。資料圖片

## 如何優化「重建公務員樓宇先導計劃」?

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

重建公務員建屋合作社於兩年曾經熱烈討論一番，業主/合作開發商不想或無力負擔日趨高昂的補地價金額，最後轉趨沉寂。最近，特區政府發展商及房屋協會宣布明年初研究推出「重建公務員樓宇先導計劃」，以需求主導形式推行。本文嘗試探討如何優化先導計劃成為「可能的任務」呢？

公務員合作建屋歷史可追溯到1952年，為穩定當時公僕士氣。在計劃推行初期，只有十名公務員便可組成合作社，要求政府以約值三分之一地價和以低利息借出建築費共建合作社樓宇。因為當年建築費只約四萬元以下，主要是低層洋房方式，沒有自動電梯上落。有關樓宇業權由合作社統一持有，住客的身份只是近似會員/租客，所以若要進行重建必須經過繁複手續，並且花上大量時間。政府於1980年代終止此計劃，現時有238個合作社，分布於傳統市區，例如香港半山、九龍的九龍塘、土瓜灣、紅磡、深水埗等地區。

### 對更新市容起積極作用

政府發言人指出，全港目前有173個合作社已經解散，涉及178個地盤，最近估計，當中約有85個地段具有重建潛力，若全部重建可獲近250萬平方呎樓面，約相等約4,000個每個約540平方呎住宅單位。雖然數目不多，但是位於傳統市區，對更新市容和善用城市高度起了積極作用。

公務員合作社樓宇重建有五部曲及二次補地價，先向政府申請解散合作社，再向地政署支付第一次補價等於三分之二地價差額(注意是現時地價)，完成後進行單位分契手續，小業主可自由轉讓或尋找合適發展商重建，通過更改土地用途、增加樓面、增加樓宇高度等等，地政署會批出基本土地條款及第二次補地價金額。在過往歷史只有11宗成功重建例子，主要是被第二輪補價爭論方面「謀殺」了！根據資料顯示，地政總署於2012年時，要求柴灣道蕩寧圍付上45億元地價，雙方談判三年後，發展商宣布期望今年內完成全部手續，並可於年底前推售。

發展商倡議兩個方案，包括由房協代業主支付三分之二地價，並以市價加10%收購，小業主可拿回市價+10%除去代付補地價的餘款和建議業主集齊一半業權，向市建局申請「促進者」角色，由市建局協助尋找重建商；兩者主要分別是前者提供資助性房屋，而後者私樓是最後出產品。

在房協收購計劃中，初步條件和構思已被發布。房協參考已重建成功的案例，結論是地盤面積逾一萬平方呎，重建樓面須為現有兩倍以上，才有機會達收支平衡或盈餘。地段內十足業主同意重建，小業主收取收購金額後優先購買房協二手居屋，且可豁免資產審查，未來轉售前付清欠地價便可以了。

### 新思維解合作社重建死結

無可否認，特區政府倡議此先導計劃，實為糾結多年的公務員合作社重建死結開展新思維，但是筆者憂慮某個條件太苛刻，而且第二類由市建局同開發商重建方法成功例子不會太多。

首先，需要收集100%業主同意才可啟動房協收購會遇上難度，因為不少業主已空置單位逾年並失去聯絡。政府可以仿照重建局重建門檻的八成小業主首肯形式，如果餘下失業業主於多番嘗試尋找未果之下，房協可發放業主收購金額存在庫房待領。

小業主可優先認購房協的第二市場單位，筆者認為吸引力不大，因為該第二市場單位數目不多，而且只集中某些地區，當局實可放寬至房委的房屋或可優先「回遷」到原址重建房屋計劃。其實原業主也面對重建兩難局面，包括原來公務員樓單位面積接近一百平方米，收購金額又不足夠在同區再購買較新等樣的私樓，但是公務員合作社樓宇日久失修，業主面對日益高昂的維修費用，如何去增加業主吸引力是房協應具體研究重點。

### 灣仔轄匯計劃值得借鏡

歷史原因令這些計劃頗為零星，一些是分布於附近街道的單個單幢樓。在現在倡議的重建條件中，重建單幢缺乏經濟效益。有些區域一條街上都有數個相連或相近單幢公務員樓，房協/市建局應牽頭拉攏這些樓宇合作社和業主共同開發。典型例子是灣仔的轄匯計劃，發展商聯手開發不同期數，並以地上/下步行街貫通，達到增加經濟效益及改善市容良好效果，值得其他零星公務員樓借鏡！

另外，發展局亦會要求地政總署，審計在重建過程中，合作社樓宇業主的授權下，先確定補價金額及修訂地契條款。雙方應多採用「補地價仲裁先導計劃」去縮短時間，令公僕合作社重建計劃順利進行。

在香港政府努力尋找住宅土地下，公僕合作社樓宇重建先導計劃不失於市區提供稀缺土地的可行方法，但是具體執行細節房協應細心制定，務求更多計劃成為「可能任務」了。