

12月寫在牆上的加息決定

永豐金融集團研究部主管
涂國彬



圖為美聯儲局大樓。 資料圖片

過去兩周，金融市場對於加息預期，突然又再變調。10月份的議息會議，結果是不加息，這一點幾乎早已寫在牆上，沒有太大懸念，而公佈前後，亦無很多的媒體爭相分析報道，彷彿一切早已注定，無需多說。然而，世事就是如此，當大家認為無甚新鮮感，偏偏江湖從此多事。

10月份的聯邦公開市場委員會，表達了一項主要訊息，就是9月份不加息的理由，不復存在！是的，當時正值中國A股大跌不久，人民幣突然貶值，亞洲新興市場貨幣亦順勢急貶，而另一邊廂，歐洲大陸面對難民潮，加上歐洲央行無法不繼續寬寬，種種跡象顯示，聯儲局不得不保守一點。

可是，隨着市況穩定下來，10月無新事，則早前擔

心的風險，已不再構成風險，或起碼不是重大風險。如此一來，聯儲局官方言論一直強調的，是希望年內有一次加息，大家自然把焦點放在12月的最後一次會期。

市場暫不存在重大風險

正如筆者不只一次在此分析道，當大家不再關注的時候，從期望管理的角度，恰恰就是最適當的行動時機。即使真的加息一次，只是告訴大家早已知曉或者一直等待，可惜是有其他因素出現而影響或推遲了決定！

事實上，即使不計上周的非農新增職位數目增長強勁，遠勝外界估計，單是近來其他數據保持平穩，只要上述的盤算存在，則12月也幾乎是加息機會大增。

還不過一個月，當大家看9月的加息決定，鋪天蓋地，家家傳媒爭相大肆報道，位位論者紛紛大放議論。但當時的機會，原來只有三成左右，而當中採納利率期貨市場的數據，已是真金白銀押注中，較多人留意的工具。

投資者「落注」有啟示

然而，那時候，大家一看9月不加息，便幾乎篤定認為，10月也不加，當然，這在事後證明，屬於正確的估計，至於理由為何，是否恰當，則是後話。如今問題是，當日大家選在一面倒認為9月不會加，結果不加，而連帶10月也不加，但過去幾天，忽然從資產價格走勢上轉向，債息大升，美匯兌各主要貨幣大升，而大宗商品價格急跌，在在顯示，這可不是說說笑而已，應是真有後著。

這可有趣得很了，原來看似幾經折騰，投資者對於這個問題早有共識，或起碼充分反映預期的，其實也不外乎靠估的多，這是投資市場反映資訊的失靈嗎？非也！投資者預期將來，可以預期得對，也可以預期得不錯，本身沒有道理說預期必然會正確，預期肯定要發生，否則那不就是預期了，而是事實本身了，皆因任何預期總牽涉不確定性。對於這一刻可以用的所有資訊，大家都用盡，但那不代表之後一刻沒有新的資訊，即使所說的是加息這樣的老話題，亦復如此。

重啟IPO：魔鬼的細節

交銀國際董事總經理兼首席策略師
洪灝

打新資金的鎖定擾動了短期流動性，但也創造了交易機會，而非熊市：市場擔心IPO重啟已經有一段時間了，並成為了市場上行的阻力。但新股發行不鎖定打新資金的新規應緩解新股發行時對流動性的擾動。既然短期的擔憂已經解除，熊市反彈應能延續，就像市場共識普遍認為的那樣。然而，我們雖然同意共識對打新新規而產生的市場方向的理解，卻並不同意其邏輯。

IPO並非牛熊轉換根本原因

我們的數據顯示，從新股發行對市場運行影響的概率已大致拋擲硬幣一樣。自1990以來，市場在新股發行重啟後、再次關閉前的期間，已經出現了五次下行和四次上升。誠然，打新資金的鎖定擾亂了市場短期流動性。但自2014年IPO重啟以來，一直伴隨着一個大牛市。期間，約1,500億元的融資，卻鎖定了28.5萬億的流動性。即便如此，在6月新股停發前，市場持續飆升。這個現象表明新股發行並不是導致牛熊轉換的根本原因。相反，在打新資金鎖定期如此有規律的流動性模式衍生出了許多有利可圖的交易策略。比如，在資金鎖定期開始前，交易員們拋售手中的股票，然後在鎖定期結束後再買入等。

新股發行最根本的轉變，應該是新股發行定價的方式。2014年IPO重啟以來，150隻新股的價格都在23倍PE或以下，顯著低於當時市場內同行業的估值——彷彿被暗箱指導了一般。任何更高發行估值都被否決。這與《關於加強新股發行監管措施》裡，以「同一行業在最近一個月的平均估值作為首次公開發行定價參考」不符。市值配售並不是什麼新的規定。投資者只會在他們認為股票被低估的時候買入，而不是他們為了參與IPO而買入——特別是如果隱含的回報保證將來被刪除後。



中證監宣佈恢復A股IPO，並未對市場構成太大影響。 資料圖片

滬股回報率相對歷史仍然很高

上海和香港市場相對回報率的歷史關係表明，上海市場仍很昂貴：從歷史上看，上海相對香港市場的回報率一直鎖定在-25%和+40%之間，長期平均值為1.4%。換句話說，上海的相對回報是一組均值回歸的系列。這個相對交易的範圍可能來自於兩個市場間不同的匯率走勢和利率水平，以及內地市場對海外投資的限制。這一指標在1998年底，2007年底和2015年年中曾一度接近40%，同時上海市場明顯見頂。現在上海的相對回報率在20%左右，相對於歷史來看仍然很高。而創業板則更貴，市盈率仍然在100倍左右。剔除前兩位高速增長的公司業績，創業板的銷售和盈利增長率為個位數。

市場共識認為打新基金的倉位在新股停發後一直在投債券，在打新新規出、新股發行重啟之後將回流股票。如果IPO的定價繼續不超過23倍市盈率，那麼中籤概率調整後的打新收益率仍略高於債券，使打新更具吸引力。但是在首次公開發行股票新規的徵求意見稿裡，我們已經看到了一些對於新股定價修正的建議。最近強勁的美國就業數據和耶倫的講話增加了12月聯儲加息的可能性，並導致美國以至於中國的國債收益率上升。當美國貨幣政策的前景塵埃落定時，債券將再次比股票更具有吸引力。

兩融轉活躍 A股跑贏環球市場

時富資產管理董事總經理
姚浩然

人民銀行上周三上載一篇引述人行行長表示年內推出深港通的文章，令內地和香港兩地股市飆升。儘管人行即日已經澄清該文章是摘自周小川5月時的講話，中證監於上周五亦宣佈重啟IPO，亦無礙內地股市升勢，上證綜合指數連續四個交易日上升，周一成功突破3,600點水平，由8月份低位反彈接近三成，跑贏環球股市。相信與融資融券交易再有活躍跡象有關，可以留意到內地近日融資融券餘額有逐步增加趨勢，上周四起更突破萬億，投資者融資買入股票數目超過800隻。

IPO重啟未帶來衝擊

經過四個月暫停IPO，內地救市措施已經開始有所成效。再加上近期公佈的刺激經濟措施，帶動市場氣氛好轉。而此時宣佈重啟IPO卻未為市場帶來衝擊，主要由於中證監圍繞解決巨額資金打新、簡化發行審核條件、強化中介機構責任、加大投資者合法權益保護等對新股發行機制進一步改革及完善。措施包括：取消新股申購預先繳款制度、調整監管資訊披露、公開發行2,000萬股以下的小盤股發行一律取消詢價環節、建立攤薄即期回報補償機制及建立保薦機構先行賠付制度。

當中對市場影響較大的措施為取消現行的新股認購預先繳款制度，將申購預先



中證監於上周五宣佈重啟IPO，無礙內地股市升勢，上證綜合指數連續四個交易日上升，昨成功突破3,600點水平。 資料圖片

百家觀點

取消預繳款制度奏效

市場對此反應偏好，藉此改革可以解決資金凍結問題和減低新股上市帶來的分流影響，並提升資金流動性，消除投資者對重啟IPO的疑慮。筆者認為，重新啟動已作改善的新股發行機制，解決對市場造成負面影響的問題，中長線有助內地股市穩定健康發揮幫助企業融資的角色。而亦難阻內地股市短期反覆向好之趨勢，上證綜合指數亦有機會上試3,800點水平。

料新興市場走資不大

然而，港股卻未受內地股市反彈刺激，表現較為遜色，相信與美國加息預期升溫有關。近期影響美國加息的兩個核心經濟數據表現強勁，令市場擔憂美國聯儲局會於12月的議息會議中決定加息：9月核心消費者物價指數(CPI)較上年同期上升1.9%，接近美聯儲2%的目標；就業數據亦表現理想，新增非農職位較上月大幅上升接近一倍，失業率跌至7年半低位，同時工資急升。

筆者認為，縱使聯儲局啟動加息，今年內的加息幅度只會為象徵式，短期新興市場資金流走情況不至太嚴重，惟對港股亦有心理層面的影響。

人民幣倘納SDR 變相推動人債發展

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席
曾慶璘

人行今年8月突破人民幣匯率報價機制，進一步實現市場化，市場一度認定此舉為中央刺激出口的動作，導致人民幣貶值的預期升溫，引發環球市場震盪。但其後中央重申人民幣不存在大幅貶值的基礎，在負面消息逐漸被消化後，市場普遍解讀匯改乃中央為爭取加入SDR，而回應IMF的要求。人民幣現時回穩，未出現進一步貶值，觀乎中國外匯儲備連月減少，反映中央積極維護人民幣的決心，亦為中國加入SDR作好準備。

國際化勢將邁向新里程

IMF本月會開會討論是否將人民幣加入SDR，成為國際儲備貨幣之一，外間預料成數甚高。中央在「十三五」規劃建議提出，未來5年擴大金融業雙向開放，有序實現人民幣資本項目可兌換，意味著匯改和人民幣國際化將提速，而人民幣加入SDR，將帶領人民幣國際化邁向新的里程。人民幣成為國際儲備貨幣後，意味各國央行將大舉增持人民幣，令未來對人民幣資產的需求激增。現時投資者可透過離岸市場、QFII、RQFII等渠道配置人民幣資產，預計人民幣加入SDR後，在人民幣儲備資產配置需求大幅增長下，將推動人民幣債券市場發展。

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。

匯率展望，預料在人民幣加入SDR前，匯率大多保持穩定，中央在市場上繼續為人民幣匯價護航。然而，加入SDR後，中央會否繼續托價成疑，屆時或引發投資者趁機沽入人民幣，再增人民幣貶值壓力。而且，美國12月加息的預期忽然又升溫，美元轉強下限制人民幣升勢，但預料短期中央不希望人民幣大貶的情況下，人民幣的貶值幅度將有限。長遠來說，受到加入SDR的帶動，人民幣需求增加或將支持匯率走強，然而，未來人民幣走勢主要取決於中國經濟狀況。

匯價走遠看視經濟回暖

現時中國經濟增速持續放緩，官方製造業PMI已連續3個月低於50，顯示經濟欠動力，環球市場仍對中國經濟增長存疑，且經濟改革成效需時，加上早前中國過度干預股市，令國際投資者的對中國投資市場起戒心。相信人民幣待中國經濟回暖後，才有望轉勢。

投資方面，未來各央行對人民幣資產配置增加，將帶動人民幣債券的需求，而且中國未來仍有減息降準的空間，均有利債價上調。

以中國10年期國債為例，現時孳息率為3厘左右，相同比為投資評級的發達國為高，而且與其他發達國孳息率相關性低，有助分散債券組合風險。因此，在預期人民幣溫和回升下，人民幣債券對投資者仍具吸引力。

兩岸機博會開幕日簽約72項



兩岸機械博覽會開幕式。 盧麗寬攝

香港文匯報訊(記者盧麗寬龍岩報道)第六屆海峽兩岸機械產業博覽會日前在福建龍岩市開幕。龍岩借東道主之利，當日共簽約項目72項，其中外資項目6項，總投資11.62億美元，擬利用外資10.65億美元。

據了解，本屆機械博覽會突出專用車主題，重點展示各類特色專用車，舉辦中國專用車發展論壇等相關活動。此外，專用車是龍岩機械產業的一大亮點，近年來湧現出龍馬環衛、海德馨、僑龍等一批龍頭企業，並在全國專用車行業嶄露頭角。今年在經濟下行壓力大、整體行業不景氣的情況下，龍岩機械產

業特別是特種車產業逆勢增長，年產有望突破1萬輛、產值約30億元人民幣。

產業轉型蘊含巨大潛力

中共龍岩市委書記梁建勇表示，當前龍岩的產業轉型蘊含着巨大的潛力、發展機遇和合作空間，熱誠邀客商關注龍岩、聚焦龍岩、投資龍岩，共享發展機遇。

台灣商工統一促進會主席吳義德表示，該會在福建省已經有好幾個基地，目前已經選擇一些生物科技原料落戶龍岩種植。龍岩好山好水好風景，相信龍岩一定會有很豐碩的成果。

北汽徐和誼獲「傑出質量人」獎

香港文匯報訊(記者高麗丹)2015年度中國傑出質量人評選結果近日揭曉，北汽集團黨委書記、董事長徐和誼獲「2015中國傑出質量人」獎項。正是北汽集團實施了強化質量經營戰略，才實現質量效益與經營效率的雙提升。數據顯示，2015年北汽集團自主品牌新車質量指數和顧客滿意指數超過行業平均水平，自主品牌轎車年度增長40%以上。「中國傑出質量人」獎項由中國質量協會與中華全國總工會共同推選，始於2005年。本屆評選

活動自2015年3月正式啟動，歷時6個月，在全國範圍內共評選出了10位「中國傑出質量人」。此前徐和誼及他所領導的北汽集團已獲首屆「北京市人民政府質量管理獎」。專家表示，「以質量為魂」是北汽集團一以貫之理念。本次獲獎亦是對這一理念的極大認可。北汽集團認準建立質量管理生態體系，加強全價值鏈質量的管理，增強核心競爭力，將為中國汽車工業由大變強打下堅實基礎。



北汽集團徐和誼獲「2015中國傑出質量人」獎。

甘肅夥中建業組千億絲路基金

香港文匯報訊(記者肖剛蘭州報道)甘肅省政府與中國建築股份有限公司日前簽署合作協議，共同發起設立總規模為1,000億元人民幣(下同)的甘肅絲路交通發展基金。作為內地目前央企與地方政府合作設立的規模最大的綜合交通基礎設施建設專項基金，將極大發揮政府性引導資金與社會資本在推動公路、鐵路、民航交通基礎設施建設中的帶動作用，為絲綢之路經濟帶建設提供強大支撐。

採認繳分期發行

據悉，甘肅絲路交通發展基金以有限合夥方式設立，採取認繳制分期發行，存續期為5+3年。每期基金募集出

資比例為甘肅省7%、中國建築股份23%、社會資金70%。

總投資逾560億元

基金首期募集資金總投資逾560億元，將用於蘭州中川機場三期擴建工程、G1816烏海至瑪沁高速中川機場至蘭州南高速公路、中衛至蘭州高速鐵路客運專線3個綜合交通基礎設施建設項目。

甘肅省副省長黃強表示，內通過基金融資，推動PPP模式項目建設，將極大緩解絲綢之路經濟帶甘肅段交通建設資金壓力，提高工程質量，加快建設進度。