

# 滬港通跨年 兩地聯通期待升級

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

## 財經述評

自去年11月17日啟動以來，滬港通機制運行一年有餘。在香港和上海交易所分別舉辦活動以紀念的同年，作為兩地股票市場互通的開創性舉措，滬港通周年結表現如何？下一步將面臨如何的走向？市場與投資者對此極為關注。

### 總體平穩溫和 成交遜預期

相較於之前消息宣佈後兩地股市的數次攀升，去年11月滬港通啟動後市場表現不如預期。一是總體平穩溫和。滬港兩地市場分別有94和121家券商參與，全部投資標的均獲交易，累計交易額2.13萬億元人民幣，日均交易近100億元人民幣。但以滬股通和港股通全年總額

度計，分別使用率為40.24%和36.86%，均未過半。二是南冷北溫持續。儘管4月港股「大時代」期間港股通交易一度出現改善，但總體遜於北上投資的情況並未逆轉。港股通日均交易4.86萬宗，金額32.99億港元，低於同期滬股通日均交易18.5萬宗，金額66.9億元人民幣。背後原因主要是港股通合資格股票大部分為藍籌股、換匯結算、資金門檻以及市況波動等。

三是兩地市場均有慢熱升溫跡象。滬股通10月日均交易47.27億元人民幣，較初期增長24%；港股通同期日均交易17.27億元人民幣，增幅高達240%。四是資金出入引發關注。自10月16日至11月17日，內地股市持續反彈，滬股通連續21個交易日累計淨流出資金248.81億元人民幣，有分析認為可能與外資獲利了結與後市或受美國加息不確定性影響有關。另外，原本預期透過滬港通機制收窄的AH溢價指數11月17日位於

140.33點，顯著高於去年同期的102.14點，既反映內地一些中小盤股和創業板持續跑贏大盤藍籌股，不斷擴大兩地市場估值差距的情況，也體現兩地市場投資方式的差異仍較明顯。

### 磨合需時 風物長宜放眼量

儘管市場對滬港通一年來的表現頗有爭議，但其長遠意義經歷兩地市場動盪後顯得彌足珍貴，可以從三方面來看：一是平台的成長。滬港通構建兩地股市互通渠道，技術系統渡過運行磨合期，兩地「共同市場」雛形初現。借此機制，香港作為內地金融開放的平台優勢日益鞏固；二是風控的演練。一年來，在「交易封閉運行、人民幣交易結算、不改變投資者交易習慣以及控制風險的基礎上試點起步」原則之下，兩地市場在法制、結算、交收、監管方面均已基本達標。內地證監部門也

表示，未發現滬港通機制下的外資操縱市場及違法違規行為；三是兩地金融合作與共贏。一年來，滬港通在提升兩地資本市場活力與影響力、推進人民幣國際化、鞏固上海與香港金融中心建設等方面均有助益。

滬港通運行一年後，市場對後續發展充滿期待。一是自身系統改良與完善。比如交易額度與範圍的拓寬、入場門檻降低以及技術環節（交收、結算及監管）的優化等；二是深港通指日可待。作為可能在投資標的上創新與突破（納入部分優質二三線股等）的滬港通升級版，深港通料可為香港與國際投資者提供更多代表中國新經濟成長的投資選擇；三是市場聯通有望提速。內地已將中歐國際交易所、滬倫通等提上日程，香港也宣佈了「倫港通」籌備意向。在內地金融改革開放、人民幣國際化步伐持續推進以及兩地基金互認逐步落實的背景之下，相信互聯互通將成為未來兩地市場的新常態。

## 美加息前後或需使用更多貨幣工具

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒



圖為聯儲局主席耶倫。

資料圖片

美國經濟數據仍反映經濟有美中不足之處，但似乎就業市場已經成為一定的加息指標。非農職位於10月份恢復強勁增長，失業率跌至5%的低位，以及工資按月增長0.4%，均顯示美國就業情況有進一步轉強。通脹壓力之低，相信聯儲局仍可以解釋為能源及農產品價格低迷，影響了美國的通脹表現。話雖如此，但從美國扣除能源及食品價格的通脹數據可以顯示，美國的通脹其實非輕，特別是近年當地樓市轉趨復甦，樓價持續向上，卻令美國一二手樓市的銷售量出現放緩情況。

### 收緊貨幣政策時機已屆

聯儲局本月初召開了一個閉門會議，當中一個議程是聯儲銀行所收取的貼現利率。在9月份的會議上，12名地方聯儲銀行行長中，有8位贊成上調貼現利率，只有1位認為需要下調。目前聯儲局的貼現利率為75點子。9月份會議時，美

國經濟受到外圍因素影響而走弱，而如今經濟情況已經好轉，可以說是開始收緊貨幣政策的時機。

貼現率是聯儲局對商業銀行提供貸款的利率，一般為銀行的最後資金管道，屬於聯儲局利率工具的上軌。除偶發、短期的緊急需要外，聯儲局一般不鼓勵銀行借款。這個利率與隔夜聯邦基金利率之差是美聯儲一項主要的經濟調控工具，多年來一直鎖定在0至0.25%區間之內。在金融危機時，聯儲局把這個利率下調至0.5厘，以鼓勵銀行業放貸，提升流動性。

### 聯儲局官員似為加息降溫

聯儲局會否於是次會議為大家帶來驚喜，仍存在不確定因素，主因聯儲局副主席早前已表示，聯儲局將盡力避免加息為市場帶來所謂的驚喜，似乎是要為是次上調貼現利率而降溫。目前若上調有關利率，將可能令美國利率的區間拉大，可以確定聯儲局於12月的加息行為，但美國聯儲局是否有必要去向市場承諾12月加息，又似乎未必。因此，聯儲局當日上有上調貼現利率。

但事實上，聯儲局於2010年2月，便把貼現率上調25點子，由0.5厘上調至0.75厘，並表示鼓勵金融機構更加依賴貨幣市場，去滿足短期流動性需求，而非依賴聯儲局。當時，聯儲局更表示，預料這個改動不會令家庭及企業財政出現緊縮的情況，亦非意味聯儲局對經濟前景的預期及貨幣政策發生任何改變。

聯儲局下月的會議，除了可能上調聯邦基金利率外，以及剛才提及上調貼現利率外，亦可能上調超額準備金利率(EOER)25個點至0.5%，以及隔夜逆回購(ON RRP)上調至0.25%，如今是0.05%。另外，聯儲局亦可能需要向外界表達，如何在利率正常化的過程中，運用非隔夜回購工具，對到期的國債及機構債，以及MBS進行再投資。

## 探討深港通投資機會(一)

興證國際證券客戶投資組副總裁

湯紹彰

剛剛滬港通一周年，不少投資者都感慨受益不多，若在5月高峰時才相信北水南下的更是傷痕纍纍。說好的AH差價套利呢？內地莊家南移？香港再無仙股？統統不見影，港股近日的成交量更回復到600多億元、滬港通宣佈前的水平。那麼放眼將來，市場開始重提的深港通是否代表無機會呢？

### 滬股通使用約40%額度

在此我們先回顧一下過去一年滬港通的情況。滬股通：共使用額度約1,210億元人民幣，佔3,000億總額度的40%；共為A股市場貢獻了1,538萬億元的成交量；平均每日成交約67億元人民幣；最高單日：2015年7月6日：(234億元人民幣)。

港股通：共使用額度約924億元人民幣佔2,500億總額度的37%；共為港股成交貢獻了總金額約為7,420億港元；平均每日成交約33億港元；最高單日：2015年4月9日(261億港元)；額度用盡日：2015年4月8日及9日。

數據顯示，在絕大部分時間，滬港通的成交均不活躍，額度在最高峰時期也只佔了約一半，而且這情況更轉差中。滬港通總投資額度近期急速下跌中；港股通的成交也遠比四、五月時差。前者對於香港的投資者(>80%機構)，A股市場估值遠比香港股高，所以買入的原因大部分均以短線為主，這造成總投資餘額未能持續上升。對於內地投資者來說(80%>散戶)，他們對大藍籌興趣不大，主力均喜愛細股、莊家股、主題股等，更有50萬元人民幣資產的投資門檻，以及香港細股供股配股等機制下，熱情慢慢冷卻也是合情合理的，不過最令人意外的是AH溢價指數。

AH溢價指數：2014年11月17日 恒生AH溢價指數: 102.1，而一週年的2015年11月17日 恒生AH溢價指數: 140.3。不但沒有收窄，更大幅上升近40%，7月高峰時更達50%，筆者也曾經在現有兩地市場的產品，再加上公券基金和險資這等大機構影響下，這個變幅真的不太合理。但隨著A股有「國家隊」的護盤，以及連禁止沽空，公安更捉拿惡意沽空者，筆者也因而放棄投機去博AH指數跌穿120的機會。下期再與大家探討深港通的投資機會。

## 資助房策應兼顧新舊制度

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

「團結香港基金會」發表土地及房屋政策研究報告，第一部分是「補貼置業計劃」，第二部分是「增加土地供應」。第二部分建議指出長遠土地需求目標達9,000公頃，應實事求是審視各項土地供應途徑，包括填海、改劃土地用途、棕地、郊野公園、開發新市鎮等，並強調應建立長遠土地儲備，以應付社會未來需要，報告倡議改革綜合發展區CDA制度，盡快釋放土地發展潛力，同時政府在處理發展項目申請時應拆鬆綁，增加補地價制度透明度、以及設立一站式架構處理審批，並加強與業界的溝通等。

長遠來說，改變部分郊野公園作為房屋用地值得深化研究。雖然發展局表明這不是今屆政府工作的一部分。其餘的各項，相當部分內容其實早於10月17日在發展局舉辦的土地供應論壇中，已有不同業界提出類似觀點，並普遍獲得認同。

### 八成港人圓置業夢存疑

筆者想討論一下報告第一部分「補貼置業計劃」，這是近日受議論得比較多的部分，有人甚至指出，當年的「八萬五」房策希望七成港人擁自置居所，如今新的「計劃」抱負更宏大，目標讓八成港人圓置業夢，似乎質疑其可行性。筆者得指出，當年「八萬五」適逢亞洲金融風暴爆發，外資大鱷衝擊亞洲貨幣，港府成功擊退大鱷，但繼後經濟下挫多年，當時香港樓市亦隨之下挫多年，當時「八萬五」是否主因，至今仍然說不清，但事後孔明，假如當時能夠持續開發熱地以應付日後建房所需，可能又避免了近年樓市供不應求樓價高企，以及「屋輪候冊」愈來愈長等問題。

基金會報告以24個字來形容未來房策的目標：i、短期置業、長期置富；ii、提升效率、善用資源；iii、減少分化、團結香港。報告認為房策的最終目標很清晰，是透過補貼置業，令八成成人成為業主，從而緩解社會上「有產」與

「無產」的階級矛盾。筆者認同這個大原則，擴大置業階層是穩定社會的一個途徑。「補貼計劃」建議所有新建成的公共房屋，都以置業為目標。有能力置業者可購買「補貼出售」單位，未有能力置業者則可「先租後買」先上樓廉租一段時間再自置物業。由政府擔保按揭，讓基層市民在購置「計劃」下出售的單位時，享有高達九成至九成半按揭，舉例說假設某單位市價400萬元，政府以200萬出售，由政府承保95%按揭，買家交5%首期即10萬，就成為業主。這個例子很吸引，應該受到社會上年輕甚至年長未上車人士歡迎。

### 不應廢除公屋與居屋

有學者提出一個問題，現時申請公屋和居屋的條件不同，入息上限差距很大，補貼計劃應該用哪一個上限呢？筆者對此的回應是，公屋與居屋的質素不同，其定價應相對反映其質素，故此不應廢除公屋與居屋的區分，只需沿用現時的入息上限限制便可。基金會報告對於「租者置其屋」應怎樣補地價，提出四個可能方案供公眾討論：i、無需補地價，即全數由政府補貼；ii、以入住首年的地價和折扣補地價；iii、以入住首年的地價或市值地價，任擇其一；及iv、入住後歷年的地價平均值或市值任擇其一。

### 全補貼地價恐引起矛盾

從置業者的角度看，應該是選擇(i)最優惠，但或許有人質疑，政府全補貼地價，對其他納稅人不公平；但從政府角度看，現時公屋基本上是福利政策，所收租金根本不包含地價成分，房東還要負責長期維修保養，若果把公屋出售，起碼可以讓房委收回建築成本，還有日後的管理、維修保養的費用由業主自己負擔。筆者考慮的，反為是對現行已有的資助房屋計劃的衝擊，現行制度是要補地價的，假如新出計劃不用補地價，會引起新舊業主群組間的矛盾。綜合各項考慮，筆者還是覺得(iv)選擇較為可取，從小業主角度，風險最低。

# 從恐襲到土俄紛亂 金融市場見真章

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

## 百家觀點

金融市場上，投資者真金白銀的押注，表達人們真正的意識，在有必要冒上風險的情況下，反映真實的想法和憂慮。早前發生法國恐襲事件，從新聞上看，當然是令人震撼，但若因此而認為投資者很害怕，則事實並非如此。

當然，事發時，歐美市場已無法反映，結果要等到周末過後，一周新開始，亞洲時段的港股去反映，早段急跌，恒指跌穿二萬二，但最終仍可以回到其上。而有趣的是，歐洲當地的股市，當天開盤不差，表現可以接受，而美股更轉跌為升，所說明的正是，人人以為很差的，其實未必。投資者的想法，早已包括一定的隨機因素，當中也自然有恐怖主義活動在內，只是遲早發生，具體地點形式，無法預知而已。

### 地緣政治升溫很快平伏

如果大家不相信市場的投票，不妨去看一看，近日俄羅斯和土耳其有所紛亂，人人爭相猜想，會否影響北約國與俄方的關係，地緣政治升溫。不是完全沒有影響，也有這麼一兩天，大宗商品價格走高，股市受壓，這是影響。然而，從近日資產價格的表現看，需時不久，投資者又回復常態。

之所以有這些情況，讓人看到，新聞是一回事，投資者怎樣解讀是另一回事。當然，普通人不可能估中哪一天哪一處有這些活動，但只要有一定的時事常識，不難發現，大多數人認為這些看來遠在天邊的事，其實在現代社會中，不是太偶然發生。果如是，理性思維的人不必太多經驗，也必然在投資決策的風險因素中，加進這些可能性，以免完全沒有心理準備。

另一個角度是，投資者真正關心的，始終是宏觀經驗復甦的情況，以至聯儲局作為央行的政策。由量寬到退市，再到近日談加息，這才是困擾大家多年，說完又說，仍未說厭的話題，畢竟，就是這麼一個點半個點的利率，就關係到各種資產的相對風險與回報平衡，對比起突如其來的隨機因素，更為重要一點。

### 加息醞釀多時影響漸減

無論如何，投資者經過金融海嘯至今多番折騰，又有近年偶爾（其實都算頗為經常）發生的地緣政治問題，早已習慣，不算完全陌生，自然不會完全手足無措。在押注上，早有預期，則事情發生時，只是概然率的實現，不是完全意外的一回事了。

事實上，投資就是對未來的一種預期，不可能完全知道，總有不確定性，總有不明朗因素，但既知經常會出現的，便不再是同樣水平的不確定或不明朗了。



法國恐襲事件，歐洲股市當天開盤不差，而美股更轉跌為升，所說明的正是，人人以為很差的，其實未必。圖為美國紐約交易所。資料圖片

## 內地金改持續 註冊制有望推出

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地積極推動金融改革，此前受股災影響一度推遲的股票發行註冊制有望重啟。近日中證監主席肖鋼明確提出要在明年三月落實註冊制，相關準備工作會會提。今年內地經濟增長持續放緩，傳統信貸擴張邊際效益已非常低，完善金融體系，充分發揮金融市場融資功能扭轉經濟下行的重要一步。通過註冊制，降低企業上市門檻，有助資本市場長遠健康發展，意義重大，值得關注。

目前，內地股票發行採用的是核准制，即發審會對擬上市企業進行審核，判斷其是否符合上市標準，效率低，且易滋生腐敗。而在註冊制下，監管機構只需核實申請資料是否真實並符合信息披露規定，無需對擬上市企業進行判斷，審批效率將大為提高，能有效改善當前資本市場供不應求的局面，緩解核准制下企業過度包裝、超額募資以及定價不合理等問題。

當前，內地已經形成了新三板、創業板、主板的多層次資本市場，其中新三板已實行註冊制，主板上市制度滯後，無法滿足更大的融資需要。據統計，截至今年10月底，內地股票市場融資增量佔社會融資總額增量比例僅為4.43%，遠落後歐美日等國，同時也導致內地經濟積槓水平極高，為經濟發展埋下隱患。

### 可有效降低上市難度

註冊制可有效降低上市難度，有助企業提高直接融資比例，降低負債和槓桿水平。當前內地信貸擴張對經濟增長的邊際效應正不斷減小，地方債數量龐大、商業銀行槓桿率高、資金在實體經濟外「空轉」等問題也日漸突出。內地依靠舉債發展的模式已陷入困境，實施註冊制降低企業融資難度非常必要。

### 上市獲得溢價將降低

註冊制的實行亦會對股市產生巨大影響。短期來看，註冊制的推行將對新股申購造成衝擊，大量新股上市將降低投資標的稀缺性，且投資者需自行判斷標的資產的優劣，內地新股申購或會降溫。同時，公司上市難度降低，意味着退市制度將會進一步完善，長遠來看，公司上市獲得的溢價也會降低，殼資源將不再稀缺，A股估值或會回歸理性，價值投資未來或將成為主流，港股的低估值優勢也有望得到內地投資者的認同。

筆者認為，註冊制的推行有助完善內地資本市場，利好實體經濟的發展，及增強投資者對內地資本市場的信心。同時，內地資本市場的投資理念也會重塑，價值投資將得到重視，利好股票市場長遠健康發展。註冊制一旦推行，短期內A股市場難免會波動加劇，港股也會受到影響，惟一個健康的A股市場，對港股正面作用更大，值得留意。

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。