

「十三五」內地雙向開放升級 香港角色持續強化

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

財經述評

內地「十三五」規劃建議綱要中明確提出推動資本市場雙向開放目標，並強調發揮香港在其中的角色。展望未來，在繼續強化與內地的緊密合作、優勢互補的基礎上，香港長期發揮的重要角色勢必更加凸顯。

資本市場雙向開放持續推進

中國資本市場開放，是一個通過市場化、國際化發展構建市場體系，並不斷與國際監管和規則接軌的過程，與中國改革開放三十多年的發展是相輔相成的。

一是實際開放程度較高。一方面，中國不斷推進投資便利化，大幅取消限制類專案，通過自貿區和雙邊、多邊貿易協定推動准入前國民待遇加負面清單的管理模

式，保護外國投資者的合法權益；另一方面，由於地方政府強烈的引資衝動，FDI實際開放度遠高於現有法規範疇。目前IMF資本賬戶管制的40項中，中國已有36項全部或部分實現貨幣自由兌換。

二是走出去與引進來雙向驅動。去年全年中國吸引外資規模達1,200億美元，居世界第一。中國去年ODI金額首次超過FDI，成為資本淨輸出國。截至今年11月27日，分別有277家和153家境外機構獲得QFII和RQFII資格，已批額度分別為790.99億美元和4,365.25億元人民幣。

三是改革與開放並重。中國資本市場的開放伴隨着國內法律規則的改革、修正與完善過程。QFII、RQFII、QDII制度陸續出台以及滬港通、內地與香港基金產品互認措施的啟動，對中國資本市場的國際化和規範化發展產生正面推動。

四是堅持循序漸進、風險可控。隨着中國資本市場對國際市場的協同性增加，受國外市場波動和資金大規模進出衝擊的危險性也在增加。從「滬港通」的封閉循環系統設計可見，防範系統性金融風險，確保金融市場安全是資本市場開放的前提。

股債及人幣國際化全面加速

從首次發行B股和H股在香港上市、中國證監會加入國際監管組織到確立漲跌幅限制和「特別處理（ST）」制度並通過《證券法》，從開辦融資融券和股指期貨業務、新三板全國擴容到QFII、QDII、RQFII以及滬港通等機制相繼運行，中國股市已初步形成以滬深兩大交易所主導的多層次結構和境內個人投資者為主體並吸引境外機構投資者參與的市場體系。去年中國股市總市值超過六萬億美元，躋身全球經濟體第二，全年共有205

家中國公司到境外上市，融資總額2,400多億美元。

自1996年建立債券中央託管機構後，內地已形以銀行間市場為主體、交易所市場和商業銀行櫃檯為補充的統一分層、央行和證監會分別監管的市場體系，2014年發行規模突破10萬億元人民幣，總託管量近36萬億元人民幣。自2005年國際開發機構境內率先發債並批准境外基金進入銀行間債券市場以來，在開放對象（發行、投資、仲介人）、申請流程、額度管理、投資範圍等方面不斷推進國際化發展。

自2009年啟動跨境貿易人民幣結算試點、央行與中銀香港簽訂人民幣清算協定以來，通過優化政策框架、離岸與在岸市場合作、深化跨境金融交易、與全球多家央行簽署雙邊貨幣互換協議以及在上海、廣東自貿區開展離岸人民幣業務試點等，人民幣國際化突飛猛進，亞洲、歐洲、北美、大洋洲已出現眾多特色各異的離岸人民幣中心。目前人民幣已成為全球第二大貿易融資貨幣、第五大支付貨幣、第六大外匯交易貨幣、第六大國際銀行間貸款貨幣。人民幣加入SDR更標誌着國際化進程邁入新階段。（二之一）

日本股市明年仍可看高一線

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恆

日本經濟於2015年表現只屬一般，主因受消費稅上調的滯後因素影響，令第二季經濟出現收縮，而且通脹亦出現回落的情況。但安倍經濟學所提出的改革，似乎亦獲得了一定的成效。惟企業會否支持上調工資，從而成功推動消費增加，似乎仍存在一定的變數。惟日圓顯著下跌，卻成功令日本吸引了不少旅客前往，令旅遊業及酒店業受惠較多。本文以下將分析2016年日本經濟及股市的利好利淡因素。

日本今年第二季經濟出現環比收縮1.2%後，第三季初值亦出現收縮的情況，令投資者憂慮經濟出現技術性衰退。但慶幸最終修訂值上升0.3%，成功令當地經濟避過衰退。另一方面，日本今年通脹再降至接近0%。但日本是一個欠缺資源的國家，大部分資源是從外國進口。今年資源價格大幅下跌，抵銷了日圓貶值所帶來的進口通脹問題。但若資源價格於明年見底回升，日本進口通脹將會上升，令日本物價升幅將加快。此外，當地在剔除能源及食品的核心消費物價升幅加快，顯示日本通脹壓力上升。

出口旅遊支持經濟增長

日圓匯價過去兩年持續下跌，美元兌日圓由80水平，升至今年大約125水平，升幅超過56%，令日本製造業、工業及旅遊業受惠較多。工業活動方面，日本製造業採購經理指數不但處於擴張水平，而且有向上的趨勢。預料日本製造業將受惠圓匯價疲弱而持續擴張，從而帶動日本出口增加，刺激經濟增長。

據日本觀光廳數據，今年首十個月訪日旅客累計突破

150萬人，不但超越去年全年的1,341萬人，而且有機會達到2千萬人。消費金額更按年升82%至1,000.9萬億日圓，是首次季度突破1萬億日圓。今年首九個月旅客消費累積金額按年升77%至2,59萬億日圓，亦超過2014年全年的2萬億日圓，預料今年將突破3萬億日圓。由於去年10月，日本把免稅商品由家電及衣物，擴大至化妝品及食品等，亦刺激了旅客消費意慾。

大規模寬措措施將持續

日本企業結構改革持續，日本東京交易所要求企業保護股東權益，強調股東回報，以及委任外部獨立董事等，有助改善日本企業形象。預料日本央行的大規模貨幣刺激措施將會持續，而未來工資上升能否刺激消費者上升，將成為推動經濟刺激的關鍵。另外，保險公司未來可能會進一步增持日本股票，亦可以推動日本股市的表現。

未來經濟面對三大挑戰

旅遊業方面，由於中國經濟增長放緩，要留意訪日旅客人數及人均消費會否受到影響；目前中國旅客訪日佔總遊客人數47%。此外，韓國政府亦積極開拓中國遊客前往韓國旅遊，對日本旅遊業帶來挑戰。至於工業方面，日圓貶值已對亞洲其他國家帶來威脅，特別是台灣及韓國。若鄰近國家貨幣爭相貶值，將對日本工業、出口及旅遊業帶來挑戰。第三是政治上，若中國與日本就領土問題出現爭執，將會影響日本刺激經濟計劃。

日本股市目前的預測市盈率只有16倍左右，仍明顯低於2001年的20倍水平。企業盈利預料明年將增長超過一成，配合日本央行寬量及日本養老基金增持日本股票，對日本股市明年有利好的作用。

A股發行註冊制改革有利優化市場

興證國際證券副總裁（客戶投資部）

居有莉

中國國務院已正式將實施股票發行註冊制改革方案提交給全國人大常委會審議，此舉標誌着中國股票發行註冊制改革進入了最後準備階段。

中國股市長期來與實體經濟脫節，與國內的利率環境脫節，其中一個主要原因是現行的股票發行核准制，隔斷了實體經濟與資本市場的直接聯繫。當資本市場資金氾濫時，實體經濟卻常常面臨融資難的窘境。中央政府在剛剛經歷A股市場大波動後，仍決心推動註冊制改革，應該是看到了問題的癥結。雖然從長遠來看，股票發行註冊制改革對中國經濟和金融市場的良好發展，會起到非常積極的作用。但是短線而言，我們也要留意註冊制改革可能給A股市場帶來的衝擊。

「港股化」傾向將逐漸浮現

就A股而言，隨着股票發行註冊制改革的推進，更多優質企業將進入上市公司行列。A股市場的整體估值將面臨重新調整，「港股化」傾向會逐漸浮現，也就是說好的股票會有更大的上升空間，而大多數垃圾股將無人問津，成

交易逐漸向優質股集中。過往千股同時漲停或跌停的奇觀將很難再現。

A股發行註冊制改革同樣會對港股帶來重大影響。港股的部分優勢或許會被取代，但是長遠來看，港股的核心優勢將會有更大的發揮空間，A股和港股的估值將更加接近，以現在兩地市場估值存在的較大差距，市場中的聰明錢自然會選擇落腳港股，給港股帶來一段上漲行情。

對兩地股市將長期持續利好

隨着註冊制改革的推進，直接融資規模將顯著擴大，股市的資金平衡必然會向需求方傾斜。由於資本賬下的外匯管制政策，A股市場將仍然以吸引內地投資者為主。資金供求失衡將會是內地資本市場面臨的主要挑戰，影響A股的持續發展。而港股的定位一直以國際資本市場為主，監管制度和資金流通渠道與國際市場接軌，更方便全球投資者參與。隨着中國市場化機制的不斷完善，越來越多的投資機會將吸引更多的國際資本參與中國的經濟發展。香港作為國際資本投資中國的橋頭堡，港股自然是他們的首選。因此我們相信，A股發行註冊制改革將對中國經濟和香港股市帶來長期持續性利好。

增土地供應才徹底解決住屋問題

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

內地香港兩地均面對房屋問題，但形式不同，處理的方法亦不同。內地某些城市新建樓房庫存過剩，明年中國經濟工作的其中一項任務就是樓市去庫存化，中國將鼓勵開發商改變營銷策略以及降低房價以消耗庫存，當局將會幫助農村居民在城市定居並購買房屋。反觀香港，面對的是覓地建屋的困難，房屋局局長張炳良剛宣佈調低未來十年建屋目標減少兩萬個至46萬個，並指出目前政府物色到的可建屋土地，只可建25.5萬個公營房屋單位，尚欠可建2.5萬個單位的可建屋土地，加上部分土地尚有諸如地區人士反對甚至司法覆核的不確定因素。

先需設法覓得合適建屋土地

筆者妙想天開，假如內地城市過剩的住宅單位可以轉移到香港滿足社會需求，豈不是兩全其美？兩地的房屋問題不就得解決嗎？可惜房屋是不動產，不可以說搬就搬，怎樣面對各自的挑戰還得由兩地當局去想辦法。就本地來說，房屋局及相關部門已想盡辦法，比如研究借助私人發展商的力量加快資助房屋的供應，但揀選合作方案要招標，過程會耽誤時間。另外，「地」從何來？已有的熟地都定了公屋方案，以「非熟地」去和私人合作，私人申請者未必可以像政府般有較大把握取得改劃批准，發展商亦未必感興趣，所以最終要解決問題還需覓得合適建屋土地。

去年出台的「長遠房屋策略」本訂出未來十年公屋及資助房屋供應目標分別為20萬及9萬，私樓則為19萬。一年後的今天，因應統計處最新評估，政府調低上述目標，當中私樓及資助房屋各減一萬。由於近期美國開始加息，

如趨勢持續的話，推算置業意慾下降並不意外。但較為令人擔心的反為是公屋供應部份，房委及房協加起來未來五年的供應量僅為97,100個單位，即是五年後需加碼每年均建3.5萬個單位，加上正如上述熟地供應尚有缺口，假如有甚差池，後五年的公屋建屋目標便無法達成。

未來新建房屋將集中新界區

另一邊廂，規劃署剛發表了「人口分佈推算2015-2024」報告書，香港人口由去年年中的724萬增至2024年中的776萬，即10年間人口增加52萬。人口分佈則各區互有增減，新界區由378萬激增至424萬，淨增長46萬，九龍區增加13.2萬，香港區則減少8萬人。規劃未來房屋供應與預測人口增長應該成正比，由於近年趨向小家庭，即是所需新建較小型單位按比例亦較多。假設每戶平均人口為3人，未來10年全港人口增加52萬，簡單計數即衍生出17萬多的新增住宅（包括公私營）單位需求，而由於新界區佔淨增長的88%，未來新建房屋亦會集中於新界各區為主。

規劃署報告預計的人口增加所衍生的房屋需求，應該已在「長遠房屋策略」十年建屋目標中充份反映，後者還包括了過往累積的房屋需求未獲滿足部份如公屋輪候冊20多萬申請者、首置以及換樓家庭等。

綠化地郊野公園外圍可利用

無論如何，要徹底解決房屋問題還需要從土地供應着手，還望社會各界作更廣泛的討論，平衡利弊，對現有土地的充分利用加以取捨，比如綠化地及郊野公園外圍而其生態價值較低者都應考慮加以利用建屋，這些都是「非熟地」，就算今天馬上可以改劃成住宅用地，還要加上基建道路等建設，起碼要七、八年後才可派用場。

轉戰2016 一月效應待觀察

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

踏入12月中，投資者原本習慣的韻律又再改變。此前，市場一面倒的避險，大抵由歐洲中央銀行的加碼量寬行動，未能滿足投資者的胃口開始，投資者生怕同樣事情發生在美國聯儲局的行動中，故此，只能盡快減持各類資產，起碼減至一個地步，不會冒險太多。

事實上，股債匯商品市場，無一不受影響，而過程中的大上大落，可能已算是較少，皆因聯儲局的加息步調，是人所共知的溫和，經濟數據若真的不濟，又或周邊地區有危機存在，例如今年6月中A股大跌後又有人民幣貶值，結果9月那一次讓息，也沒有加息。

投資者小心翼翼

無論如何，這樣變化已經過去，投資者在踏入美國讓息那周，反而逐漸買回資產，回補空倉，讓投資者見識到，只差一點時間，完全不同觀點，可以在市場同樣有發揮。

目前，在假期或節日氣氛中，投資者自行減倉後，自然沒有太大興趣，馬上進行很多交易，但正是這樣的淡靜市況，反而造就了回補空倉這種技術性買盤的動力，有些人主觀地認為，這是所謂年尾作出的「粉飾窗櫺」，但其實未必如此，畢竟年內每多重重大波幅，就算有那麼一丁點的向上，也於事無補，而在客觀層面上，也說不到肯定這就是粉飾窗櫺。

隨後由2015年轉戰2016年，絕大多數投資者留意的是所謂「1月效應」是否存在，但其實有必要澄清，這個字眼包括很多不同概念在內。

1月效應不能盡信

傳統上，這來自美股，指部分人因為稅務理由，在年底時，先行把虧錢的細價股沽出，然後在下年的1月再買回來，這樣便形成了有趣的現象，就是美股曾經多年可見，1月份有細價股回升之象。

隨後，有關概念移師香港，變成了1月例升，甚至後來的說1月若升，則全年便升，這些就算有可能存在，也只是統計上隨機現象的體現，而不是真的重大發現。尤其當大盤有趨勢和方向時，隨機現象中的統計規律，只能參考，不能盡信。



聯儲局的加息步調，是人所共知的溫和。圖為聯儲局主席耶倫。資料圖片

來年樓市表現料較投資者預期平靜

施羅德投資環球地產股票聯席主管

Hugo Machin

雖然2016年的加息預期令部分投資者感到不安，但我們認為相關地產股票正受到多項其他因素支持。

市場評論員經常會強調投資者的憂慮情緒高企，而如果僅從傳媒報道來看，我們很容易相信世界末日隨時會降臨。事實上，全球似乎正處於危機連綿不絕的狀況，但這是因為事實如此，還是由於傳媒對悲觀情緒過分渲染？

展望2016年，我們認為地產市場的表現將會較投資者預期更為平靜。雖然我們承認地產投資者確實面臨各項風險，但我們將致力對這些風險進行量化評估，利用所有可行的數據及事實作出穩妥的決定。2015年給我們的啟示是世界並不完美。我們預期金融市場確實會出現一些波動，但我們認為現時並無跡象顯示風暴將會發生。

利好因素

我們認為2016年不會出現風暴是基於多項理由。首先是利率仍維持極低水平。這意味著擁有穩固資產負債表的企業將維持穩定的融資成本及槓桿比率。其次，銀行不會再為投機性的地產發展項目提供借貸。近期監管環境的變化意味著監管資本的「成本」將會過高。地產發展商利用投資者資金自肥的日子已經成為過去。

受此影響，開發項目減少反映着新增樓宇面積將會減少。而新增樓宇面積減少暗示租金將維持穩定甚至不斷增長。樓宇的需求（特別在高端市場）足以使

相關公司掌握強大的「定價能力」。我們一直認為地產是一種商品，這與其他資產類別非常相似。若需求殷切，我們就會願意支付更高價格。為減輕投資在市況波動時所受的影響，我們計劃投資在一些持有大眾樂於在其物業中工作、居住、用餐及購物的公司。

不利因素

並非所有地產項目都會受到平等對待。最令我們擔憂的資產是那些缺乏定價能力的項目。這些是我們所說的「商品化」資產。如果用戶有充足的樓宇可選，他們當然會選擇租金較低者。換言之，持有物業的公司需要為其物業找到充分理由讓住戶支付租金。

對於所有資產類別而言，投資者心照不宣的關鍵問題是加息前景，而地產亦不例外。利率上升通常意味著金融系統將會重新出現通脹及增長。若地產資產擁有定價能力，租金收入增長則能夠抵銷借貸成本上升的影響。但若資產缺乏定價能力，貨幣環境收緊將帶來嚴峻挑戰。

中期而言，我們認為持有商品化地產項目的投資產品（如可每日交易的基金，但其相關資產則無法每日交易）將為地產投資者帶來最大的困擾。若利率上升或經濟放緩，商品化資產則將無法帶來租金增長以助投資者渡過難關。

謹慎選擇

我們無法確實預測明年的發展。然而，對於我們所投資的地產公司持合理的樂觀態度。定價能力及缺乏新增供應將有利於獲取回報。我們擔憂的是利率的影響以及「普通」地產資產市場動態的變化。

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。