

內地開放升級 港角色續強化

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

儘管內地資本市場伴隨改革開放30多年取得較快發展，但相對於成熟經濟體，市場實力仍有較大差距，市場競爭力不夠，結構問題仍較突出，防範風險能力仍顯不足。

資本市場深廣不足

從金融結構來看，中國社會融資規模中，銀行信貸佔比近六成，債券與股市融資僅佔10%及2%左右；市場深度與廣度不夠。去年底中國股市總市值佔GDP比重不足六成（英美均超過100%），證券化率明顯落後於發達國家。非政府債券總額佔GDP比重（約30%）亦明顯低於美國（約100%）、日本（約60%）。基金、期貨、衍生產品市場與發達市場的差距更大；市場結構失衡。有別於發達市場「金字塔」形結構，中國股票市場中小板、創業板、新三板與地方股權交易中心無論是規模還是成交量均遠低於主板市場，中小微企業融資困難，金融產品較為單一。

走出去與引進來面臨兩難。投資和機構開放普遍存在「引進來」步伐較

快，「走出去」相對滯後問題。在美國啟動加息、中國經濟增長面臨換檔、結構調整與轉型步入陣痛期、前期刺激政策仍需消化、人民幣雙向波動中貶值預期增加以及高淨值人群及財富不斷膨脹的背景之下，資本市場或陷入「引進來動力匱乏、走出去暗潮洶湧」的矛盾。若一味通過市場化手段持續推進資本市場開放，可能引發資金流出，市場利率升高等問題。

防範風險能力薄弱

隨着本土市場對國際市場的協同性增加，中國市場受國外市場波動和資金大規模進出衝擊的危險亦在增加。國際市場對優質上市資源和市場資金的爭奪、國際金融機構對本土機構的擠壓與抗衡，以及國際化監管壓力趨於上升。一旦完全打通與國際市場的連接，競爭力薄弱與風險控制能力低下等問題可能更加突出。

港橋樑作用未弱化

目前香港作為中國FDI主要來源地和QDI主要目的地的橋樑與中介作用並未弱化，今年上半年內地A股市場的震盪也在一定程度上強化了國際投資者對香港市場的信心。

香港可連接內地與國際金融市場。先進的電子支付系統、網上銀行、電話銀行和定價機制、國際機構與資金雲集，香港市場可直接或間接把分散在世界各地的最終用戶連接起來，使金融工具及資金跨境流通，發揮國際金融市場的定價功能。H股市場與離岸人民幣業務發展、CEPA框架下兩地服務業自由貿易的實現以及股市互聯互通機制均是利用香港的國際金融中心優勢，使中國的資金與國際資金融合，發揮最大效用。

內地金融深化改革可利用香港「先行先試」。香港在一國框架之內，擁有與成熟市場類似的產權、司法及立法、會計審計、信用及資訊披露制度，可成為中國推進金融改革的過渡區。隨着中國資本市場的進一步開放，相信許多措施（利率與匯率市場化改革、資本專案可兌換、外匯管制的放鬆等）涉及金融制度的深層變革，香港「先行先試」的重要性不言而喻。

香港可成為內地資本市場風險的緩衝地帶。過去中國企業與資金的走出去與引進來多以香港作為平台，有效形成避免風險擴散和正面衝擊的緩衝地帶。未來「十三五」規劃與「一帶一路」戰略落實過程中，許多相關的金融運作可考慮放在香港市場，在一定程度上分散中國資本市場獨自面對地區敏感風險和衝突的機會，為內地資本市場防範風險提供緩衝與幫助。

（二之一）

今年環球經濟及股票前瞻(新興市場篇)

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

受到美國加息引發資金外流的影響，加上部分國家政局不穩，以及商品價格顯著下跌，引發新興市場股匯價均出現了一定程度的調整。經過去年大幅調整後，新興市場的估值是否已經回到合理水平呢？

美國聯儲局終於在上月宣佈近十年以來的首次加息，聯邦基金利率由0至0.25厘，升到0.25厘至0.5厘。會後聯儲局主席耶倫再次表明，加息的步伐仍然相當緩慢。由於新興市場過去兩年已經明顯回調，資金大舉流出，反映美國聯儲局加息的影響已經充分反映，且反映的不只是加一次息，是多次加息所帶來的影響。因此，預料2016年即使美國再三加息，未必對全部新興市場帶來嚴重影響。

慎防油元班資致震盪

美國過去兩年逐步把貨幣政策正常化，令不少新興市場受到影響。與此同時，由於環球經濟下行頻率增加，令油價自2014年中以來，下跌超過六成。在油組成員國中，沙特所佔的分額最高，沙特於2014年大宗商品淨出口，佔GDP的比率高達38%。雖然與2008年的52%比率，出現明顯下降，但對當地宏觀經濟的負面影響已經浮現。

當地八成的財政收入是與石油出口有關的。由於油價暴跌，令沙特去年財赤佔GDP的比率將高達21.6%。此外，沙特的外匯儲備，亦由2014年中7,460億美元高峰，下降至近期的6,620億美元，即每月減少大約50億美元。

據國基會早前統計，截至去年3月全球主權財富基金的資

產規模大約7.3萬億美元，當中4.2萬億美元是與石油及天然氣有關的。國基會估計，油組於波斯灣的成員國，今年主權基金資產將減少2,500億美元。若不減少開支去刺激油價回升，政府主權財富基金的壓力只會進一步增加。在這環境下，可能令相關的主權財富基金需要沽售資產套現。若真的發生，只要一個月流入美國的資金減少1,000億美元的話，美國五年期國債息率將上升40點子至60點子。原油出口國持有的美債金額近3,000億美元。

資源出口國壓力仍大

由於預料今年全球經濟增長仍然相當緩慢，加上大宗商品價格仍有機會出現調整，令新興市場仍面對一定的挑戰。新興市場本身經濟增長出現放緩，再加上已發展國家的經濟增長亦不太樂觀，對區內企業盈利帶來一定的壓力。此外，大宗商品債辦持續低迷，將會影響當地經濟表現。

新興市場表現趨兩極

由於預期聯儲局加息緩慢，加上過去兩年新興市場已經出現明顯調整，故估計今年可能會趨於兩極化。中國、印度及墨西哥等國家，由於經濟改革持續，以及較能受惠於美國經濟復甦，故對這些國家的表現較為有利。

亞洲區在中國及印度經濟支持，以及政府控制財政政策有改善下，故財政上表現將會較其他新興地區健康。相反，巴西、南非及土耳其等國家，在聯儲局加息及雙赤問題的困擾，以及政治因素影響下，表現仍然可能較弱。

油組成員國會否減少開支，以改善其債務及外匯儲備的表現，將對市場帶來一定程度的影響。

內地續推金改 利好股市發展

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近日國務院審議通過了《關於進一步顯著提高直接融資比重優化金融結構的實施意見（下稱《意見》）》，定下中證監明年五項重點工作，包括建立上交所戰略新興板，提升新三板掛牌及研究轉板試點，規範發展區域股權市場，開展股權眾籌融資試點，壯大債市及銀行間市場等。這些措施，加上註冊制及深港通，A股融資能力將大幅提升，可有助降低實體經濟融資成本及槓桿比率，分散金融體系風險，對內地和香港兩地股市刺激正面，值得關注。

近年內地經濟槓桿不斷增加，中國非金融部門（包括中央、地方政府、企業及家庭）的債務佔GDP比率已由2009年的125%大升至2014年的208%。目前私人部門負債比率已超過歐洲、日本的水平，對經濟發展構成極大風險。槓桿率高企及整體經濟疲弱，導致內地企業盈利能力不斷下滑，融資難度及成本不斷攀升，造成惡性循環。

股市融資規模料大升

充分發揮股市融資功能及提升直接融資比率是解決經濟問題的關鍵辦法，不過當前內地股市制度仍不夠成熟，融資功能有待提升。據央行統計，2015年前三季度，非金融企業境內股票餘額達4.3萬億元（人民幣，下

同），同比增長17.4%，儘管增速較快，但僅佔同期社會融資規模存量3.2%，提升空間巨大。中央今年大力推動的進戰略新興板、註冊制及深港通等，均可望大幅提升股市融資規模。戰略新興板的服務對象主要是跨越了創業階段、具一定規模的新興產業企業和創新型企業，為這些企業提供融資平台，對國家及企業的發展均具有戰略意義。此外，明年亦有望放開特殊股權結構類創業企業上市，為中概股回歸提供通道，同時鼓勵同類企業在內地上市。戰略新興板配合新三板、創業板及主板，能夠極大滿足不同類型企業的融資需求，戰略意義大。

推註冊制降上市難度

2015年底，全國人大常委會通過了關於註冊制的修法授權，註冊制將於2016年3月開始實行。註冊制的推出可大幅降低企業上市難度，有助市場回歸理性。另外，深港通今年上半年通車機會大，一旦落實，A股市場化程度將大幅提升，可以增加納入MSCI的機會，港股亦可受惠，值得留意。

筆者相信，今年內地將會繼續加強金融改革，推行戰略新興板及註冊制等有助A股長遠健康發展。另外，深港通今年上半年通車機會大，一旦落實，A股市場化程度將大幅提升，可以增加納入MSCI的機會，港股亦可受惠，值得留意。

全年供地超標 豪宅地較矚目

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

本文見報時值2016年1月1日元旦，謹在此恭祝各位新年進步！事事如意！

由於較早前推出招標的部分用地受到司法覆核，為穩陣計，港府宣佈本財政年度第四季賣地計劃所推的幾幅用地，均屬較少受外界爭議。連同港鐵旗下將軍澳日出康城第10期，本財政年度合共供應新住宅預計為2.03萬伙，超過長策會每年1.9萬伙的目標大約6.8%，這亦是連續兩年供應達標。發展局公佈2016年1月至3月推出5幅來自賣地表的用地，包括4幅住宅和1幅商貿用途，加上同期港鐵推出日出康城第10期，新季度住宅供應2,650伙。發展局局長陳茂波表明，政府決心持續和穩定向市場供應私人住宅用地。他強調，政府會在賣地時充分考慮司法覆核的風險，取得法律意見和充足理據等狀況下才推出市面。政府將完成改劃程序，相對安全的用地放在稍後時間推出，以確保政府每年有土地供應，現階段政府維持樓市措施不減辣。

兩豪宅地價看高一線

筆者看過政府披露的初部資料，4幅住宅用地中，1幅位於九龍傳統豪宅區何文田常盛街，另1幅位於赤柱黃麻角，其餘2幅分別位於沙田及屯門；新推出的商貿地則位於葵涌。較為受市場矚目的應該是前兩幅豪宅用地。近年港府推出新住宅用地較多位於新界，位於港島及九龍市區可建豪宅的旺地較少。近年內房發展商漸趨高調，比如世貿房地產以70.2億元投得九龍塘大窩坪項目，萬科以38億元投得掃管笏住宅地，保利置業以17.3億元投得青山灣地段等，後者更以每方呎樓面地價逾15,000元，創出新界西北地價紀錄。

內房企業持續「走出去」，或進一步擴大在港的市佔率。本地發展商亦絕不示弱，預料幾幅住宅地尤其何文田及赤柱兩幅高額地皮將不逞捧場客，就算近期樓市或許稍回軟，筆者對該兩幅地皮成交價看為看高一線。

首先何文田常盛街地皮面積約97,673方呎，地積比率6倍，可建樓面約586,035方呎，筆者初步估值為70億元，平均樓面呎價約12,000元。至於黃麻角地皮面積約272,329方呎，地積比率0.9倍，可建樓面面積245,096方呎，初步估值為49億元，平均樓面呎價約為20,000元。

至於其餘兩幅住宅地，觀乎青山灣附近地段曾創新高地價，料今次新推這一幅亦不會被冷落。至於沙田大埔公路旁的沙田嶺地段地皮，由於規模較小，適合中小發展商補充土地儲備，料成交價亦將不俗。就算今期唯一的葵涌商貿地，屬於相對較冷門的選擇，但假如有企業用家希望擁有獨立的公司大廈，或許應該趁今次機會購入此地皮自用。



何文田常盛街地皮成交價看高一線。

去年未能預見的 今年影響恐持續

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

2015年過去。就在大家沒有太多預期之下，很多事情發生了。當然，亦有很多發生了的，是人所共知的意料中事。作為年尾到年頭的過渡交接，一點回顧與展望，總是合適的。

就在人人以美國聯儲局加息一事作為焦點的同時，世界各地的變化，剛巧就在焦點以外，為大家帶來驚喜或驚嚇。是的，投資者由金融海嘯至今，無時無刻活在量寬的來或去中，中央銀行深明市場中人的擔心，對於不確定性無法掌握，可能為央行所做的工夫，帶來這裡那裡的麻煩。故此，一直在做期望管理，讓投資者深信央行有意願有能力有信用，去完成這一項使命。結果，不負所託，量寬完成，退市亦完成，只剩下去年那簡單隆重的一次象徵式加息。

說是象徵式，也許有點誇張，畢竟幅度仍然是外界本來的預測範圍。然而，沒有在預測當中的，是具體時間。多數人本來以為，9月是那歷史時刻，就在大家沒有預計到的事件出現後，給押後了，一直到12月才完成。

這些沒有預計的，包括美國以外的各地。具體而言有三項。

中國股市突然急跌

首先，中國的A股市場，由2014年初起，一直維持升勢，氣氛熾熱。直到2015年中，突然急跌，過程中，令人體會到，得來不易的升勢，扭轉了。此前數年悶局後終於出現的升勢，消失了，剩下來的，有不少股民的虧本貨，亦有消失了的部分信心。更令人難以同時接受的是，人民幣匯率在8月中也來了一次不大不小的貶值，顯示出的訊號是，2014年若是可升可跌，那麼，由2015年就是跌為主調了。這樣一來，全球市場均焦急起來，不明白中國經濟將往何處走，這個有着為全球經濟帶來動力的經濟體，本身的問題會被放大成全球的問題。

歐洲難民潮添煩亂

然後，有歐洲的問題，突如其來的難民潮，為本來已經是多事之秋的歐陸諸國，添煩添亂。畢竟當地共用同一貨幣，但政治和經濟有着重大不同，勉強拉在一起，但條件不一，結果是平常日子尚可的，到了危機當前，自難倖免。一切問題浮現出來，投資者沒有太多選擇，要麼信，要麼不信，信的留，不信的溜。不過這是知易行難，也是說易行難。如此龐大的一個經濟體，萬一出事，連鎖反應下，全球各地不無影響，很難置身事外。

地緣政治問題交織

還有一個，說不出具體地點的，是地緣政治的問題。由恐怖主義活動，到油組國為打擊對手的增產活動，以至不同地區對於上述問題的回應和對策，交織而成的是連串事件，當中不易說得出哪個是因，哪個是果。不過可以肯定的是，起碼再過一年或更多，仍解釋不了。

是的，說起來，上述三大難題，2016年恐怕仍然持續。在此只能祝各位好運！



中國A股年中急跌，讓全球市場均焦急起來。

中新社

2016年挑戰重重 資產配置要做好

興證國際證券市場拓展部聯席董事

周嘉儀（前無綫電視新聞主播）

美總統選舉左右經濟

至於美國方面，2016年正式踏入加息周期，但一般預期加息步伐仍較溫和。失業率已由金融海嘯高峰時超過10%，回落至約5%，基本上已是全民就業。就業率向來會影響聯儲局的決定，再加上今年11月的總統選舉，相信將會左右美國今年的經濟局勢。

港消費市道樓市轉向

香港方面，最新失業率維持於低位3.3%，較過去15年平均4.8%為低。通脹率為2.4%，同樣是溫和水平。不過我們必須承認香港的經濟下行壓力已經愈來愈大，經濟雖然繼續增長，但增幅已經放緩，消費市道和樓市則正在轉向。

新一年，大家最關心的當然是香港經濟，還有對我們影響深遠的中國和美國經濟。港府預期香港中期增長為3.5%，國際貨幣基金組織（IMF）則預測中國2016年經濟增長6.3%、美國增長2.8%。

人幣匯率下調壓力大

中國增長放緩已是事實，中央政府的政策目標將會是避免增長率大幅波動，所以不少分析師皆預期中央會有更多刺激經濟措施，包括減息、降準和增加赤字。其中減息幅度可能達50個基點，降準則可能有250個基點。

另外，經過去年人民幣匯率大幅波動，中央另一政策目標會是保持匯率穩定，但分析師皆認為匯率向下的壓力會較大。

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。