

# 港股利好與隱憂浮現

中銀香港高級經濟研究員  
蘇傑

去年3月中旬，恒生指數自23,800點一路升破28,000點，日均成交自690億港元一度衝高至2,000億港元，港股步入「大時代」。一年過去，港股盛況如曇花一現，近期恒生指數在反覆波動中徘徊於20,000點左右，日均成交亦回落至600億港元左右。港股大時代果真難以再現？港股近期有哪些利好與隱憂呢？

## 受累外圍市場

身為自由開放經濟體，全球金融市場在美國加息背景之下普遍震盪勢必影響港股表現。美國方面，美股三大指數自去年下半年開始告別前年屢創新高的走勢，步入調整空間。然而，從今年截至4月12日的表現看，納斯達克和標普指數跌幅在4%以內，道瓊斯工業指數更略高於年初17,100點水平，表現均好於港股。內地方面，在年初試行「熔斷機制」以及人民幣貶值衝擊之下，上證綜指遭遇大幅下跌，至今仍未回到年初的3,300點水平。國企指數今年以來跌幅更甚於恒生指數，其實反映了內地股市投資者

情緒尚未回穩，整體走勢不明朗對港股的影響頗為嚴重。

## IPO一枝獨秀

在港股表現不濟下，首次集資市場卻在頭兩月沉寂後出現小高潮：3月新上市公司10宗，IPO金額233.13億港元。鑑於全球首次集資活動普遍低迷，香港再次榮登全球交易所首季IPO集資額冠軍寶座。內地企業是支持香港IPO市場暢旺的重要資源。截至3月底，H股上市集資206億港元，佔總集資額比重逾七成。

在港股反覆調整的氛圍之下，市場對後市變化充滿期待：一是恒生指數PE值持續走低於7倍至8倍區間，AH股溢價指數衝高近140%，港股估值相對於其他市場更為吸引。二是港股公司回購激增，去年7月至今年3月中旬總規模約580億港元，歷史上2008年和2011年的回購潮後一年內港股漲幅約為18%。三是港股通自去年10月28日至今年4月6日創下最長淨流入104日的紀錄。港交所的《2014-15年度現貨市場交易研究調查》顯示，內地投資者交易量佔市場比重自上年5.1%上升至8.5%。四是香港與內地市場互聯互通可望升級。自《政府工作報告》提出力爭今年開通「深港通」到近期兩地證券市場負責人積極表態，「深港通」推出進程或將加快。另

外，受惠於內地與香港基金互認措施的落實，近期再有4隻南下新基金獲批。這些皆成為近期港股屢見反彈的原因。

## 「大時代」難再現

然而，港股要重現「大時代」仍困難重重。除去美國加息、利率上行、風險偏好下降對全球金融市場的持續影響，以及香港經濟基本面和企業盈利面臨嚴峻挑戰外，市場內部的一些隱憂亦值得警惕：一是萬達退市會否產生示範效應。2014年12月在港上市的萬達商業宣佈啟動私有化退市進程，擬回歸A股上市。

儘管萬達股價長期潛水有香港投資者對傳統地產行業興趣下降的因素，但背後反映的是近年港股上市公司估值普遍偏低、股價表現持續牛皮，導致財富效應難以實現和投資者信心受挫不容忽視。二是首季半新股表現不佳，20隻上市新股有7隻破發，潛水率超過三成。3月30日甫上市的天津銀行4月8日爆出票據風險事件，更引發市場對香港IPO公司質素的擔憂。首次集資活動會否受到影響仍未知。近期有調查顯示，本港有80%的40歲以上及78%的年輕投資者認為金融危機將會重現，港股未來的風險仍不可低估。

# 風控指標調整 券商潛力冀釋放

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理  
何天仲

券自營和兩融業務構成直接利好。

## 槓桿水平大幅提升

近日，中國證監會發佈了《證券公司風險控制指標管理辦法》（下稱辦法）及配套規則的徵求意見稿，新辦法可望改善目前風控政策與券商業務發展脫節的狀況，逐步釋放券商發展潛力。新辦法對券商的風險監管作出了調整，一方面允許券商提升營運槓桿，另一方面對券商的風控能力提出了更高要求，龍頭券商受惠明顯，行業馬太效應將進一步顯現，值得留意。

券商作為資本市場最重要的參與者之一，中央為提升資本市場融資功能，原則上鼓勵其積極拓展業務，但上年股災顯示相關部門的風險監管能力仍有待提升。當前內地券商實行的是2006年制定的以淨資本為核心的風控指標，雖然在2008年進行過修訂，但券商業務近年已由傳統的通道業務為主變成以資本中介業務為主導，監管辦法已明顯滯後，調整勢在必行。

## 利好自營兩融業務

新辦法一改以往單一監管淨資本的做法，提出將以淨資本和流動性監管兩大方面來控制風險，重點關注風險覆蓋率、資本槓桿率、流動性覆蓋率及淨穩定資金率四個核心指標。其中，新辦法將淨資本分為核心淨資本和附屬淨資本，證券公司持有的金融資產不再扣減淨資本，轉為按照規定計算風險資本準備，這將使券商淨資本得到提升，對證

資本槓桿率方面，淨資產比負債與淨資本比淨資產指標均分別調整至不低於10%與不低於8%，其中淨資產比負債由不低於20%下調至10%最為明顯，券商槓桿水平大幅提升。據統計，截至2015年底，內地券商表內外核心資產約為4.49萬億元（人民幣，下同），核心資本約1萬億元，核心資本覆蓋率為22.27%，高於8%。行業槓桿倍率8.37倍，也高於舊規6倍槓桿的上限。新辦法實施可為券商舉債來拓展業務打開窗口，券商資金實力提升，有助其他業務的發展。

流動性覆蓋率（即優質流動資產比未來30日先淨流出量）和淨穩定資金率（即可用穩定資金比業務所需穩定資金）屬流動性監管指標。流動性覆蓋率旨在關注資產負債期限錯配上；淨穩定資金率主要預防在嚴重流動性壓力下，券商有充足的優質流動資產來滿足短期的流動性需求，二者均要求券商具有更好的流動性風險控制能力。

綜合來看，新辦法有關風控指標調整有鬆有緊，對證券業影響正面。適當放鬆槓桿率的要求可以促進券商業務發展，而對流動性風險的監管也可降低系統性風險發生的機會。資本實力雄厚、風控能力出色的券商可望鞏固領先優勢，而資本實力薄弱、風控能力差的券商或會進入陣痛期，馬太效應將會增強。

# 從美聯儲巨頭言論看經濟前景



多位美聯儲巨頭上周接受美國媒體訪問。  
左起：耶倫、伯南克及沃爾克。 美聯社

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
葉澤恒

聯儲局現任及過去三屆主席（耶倫、伯南克、格林斯潘及伏爾克）上周一同接受美國媒體的訪問，主要是談及美國經濟及利率前景的看法。市場最關注的，當然是聯儲局現任主席耶倫怎樣分析美國目前經濟及貨幣政策去向。由於過去從未見過聯儲局多位主席一同出席訪問，故是次訪問特別具有意義。

## 耶倫：美經濟未見泡沫

現任主席耶倫指，美國經濟目前正常發展，並未見有泡沫出現，在目前貨幣政策仍然維持寬鬆下，聯儲局適宜逐步加息。對於美國就業市場方面，她指出美國目前的勞動市場保持良好，特別是失業率已降至5%及非農業職位維持相當的增長。雖然在更廣泛的就業數據中，就業不足仍高於預期，令央行仍可以維持寬鬆貨幣政策，但聯儲局並不急於加息。

較令市場感到意外的是，除了透過加息去達到收緊貨幣政策的效果外，耶倫首次提及縮減資產負債表的規模。不過她未有明言何時開始縮減資產負債表。我們明白到，一旦資產負債表維持於目前的超高水平，美國利率又進一步上調的話，聯儲局未來可能因持有大量債券而出現虧損。

雖然她的加息言論似乎較為反覆，但這並不代表聯儲局今年不加息，只是要再看美國就業數據是否有進一步的改善，才決定下次

加息的時間。若果未來兩個月美國的就業及通脹數據仍然保持穩定，甚至顯示美國經濟的增長動力再度加強的話，聯儲局6月加息的機會應進一步上升。

至於前主席伯南克、格林斯潘及伏爾克均表示，美國經濟目前正向前推進，雖然伏爾克指金融體系中部分環節出現過度擴張，但認同耶倫的講話，指不相信美國經濟目前處於泡沫之中。至於伯南克及格林斯潘對美國經濟出現衰退深表懷疑。不過格林斯潘提及，決策者需要關注生產力出現放緩，主因格老認為這是拖慢美國經濟增長的主要原因。

## 歐洲日本料加碼量寬

總括而言，不同年代的聯儲局主席，均對美國的經濟前景有信心。另一邊廂，歐洲及日本經濟似乎又再出現岌岌可危的市況。由去年底起實施負利率後，歐洲及日本的經濟似乎較實施量寬時為差。既然如此，其實不難估計歐洲及日本央行可能於今年內再加碼量寬措施，反正擴大規模已經不是一兩次。再者，美國實施了多年量寬政策，有否出現經濟或資產泡沫呢？直到現在似乎仍沒有。因此，歐洲及日本央行何時再加碼量寬，這才是個問題。

既然歐美日各自有自己的貨幣政策，新興市場的貨幣政策才是焦點所在。我們估計，由於美元可能再度回升，故資源價格經過近期的反彈後，應該會逐步回落。因此，資金可能流出新興市場，或這些國家需要上調利率，以降低資金流出的機會。

# 中國數據改善 轉型才是重點

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

近期中國數據表現成為市場關注的焦點。中國經濟面臨非常大的下行壓力，其股市又在去年暴跌，打擊了投資者的信心，更引發全球範圍內的擔憂，讓美聯儲主席耶倫也不得不將中國放入貨幣政策制定的考慮因素。

不過從4月開始，令人欣喜的是看到數據確有所好轉，製造業有起色。3月製造業PMI結束連續7個月的收縮狀態，重上50盛衰線，好於市場預期；隨後的財新製造業和服務業PMI亦有增長。農曆新年後企業復工，加上供給側改革，為製造業市場帶來動力。在本周，CPI和PPI也有驚喜，3月CPI同比上漲2.3%，低於全年3%的目標，豬肉價格上漲28.4%，鮮菜價格大漲35.8%。市場預計國家還將維持較寬鬆的貨幣政策。PPI雖然連續49個月下滑，但同比降幅繼續收窄至4.3%，環比由降轉升，是2014年1月以來的首次上漲，受益於商品價格企穩回升。好消息不斷，外貿數據也讓人更加樂觀，3月出口同比增長18.7%，為9個月來首次增長，並高於市場預期的增長14.9%，進口下降1.7%。

## 投資者重拾信心

在一系列數據提振下，投資者重拾信心，此外IMF再次下調今年全球增長預測，不過唱好中國，認為其增長放緩的嚴重程度沒有如之前擔心那般。一度缺乏指引的市場，在中國數據造好的帶領下，走勢出現突破，風險偏好再次升溫。加上油價造好的因素，美國主要股指均造好。中國內地股市相對穩定，在上行通道內，本周重上



人民幣兌美元近期較為穩定，但總體而言，人民幣匯率還有下行空間。 中新社

# 「債轉股」的危與機

興證國際證券客戶投資部副總裁

屠有莉

內地銀行「債轉股」政策成為近期熱門話題，面對連續出現的債務違約、資金鏈斷裂的嚴峻形勢，中央高層重新啟動「債轉股」方案。所謂「債轉股」就是企業將欠銀行的錢，直接發行股票來抵消。

## 化解債務違約風險

一種意見認為，「債轉股」既可化解企業債務違約的風險，又可解決銀行壞賬問題，可謂一舉兩得。反對者則從法律和風險管理角度提出質疑，中國《商業銀行法》第43條規定：商業銀行在境內不得從事信託投資和證券經營業務，不得向非自用不動產投資者或非銀行金融機構和企業投資。除非國家另有規定，銀行持有任何工商企業股權將面臨高達1,250%的懲罰性風險權重。

不少人擔心，政府部門通過修改法律或用文件規定來突破法律限制，為經營困難的企業特製優惠政策，有機會讓爛屍企業搭乘「債轉股」的順風車，繼續苟延殘喘。這與去產能、去槓桿的整體政策思路不符。

## 殭屍企或苟延殘喘

有專家呼籲，「債轉股」要貫徹市場化原則，參與「債轉股」的企業應該有市場發展前景，只是陷入暫時困境的企業才能參與。不過如何判斷企業的市場發展前景，並不是銀行的強項，這些工作更適合風險投資或者基金經理去做。銀行應該關心的是企業的償債能力，按照市場化的做法，銀行更應該和欠債企業談判如何還債，是延期還是削減部分債務，甚至直接停息掛賬也比「債轉股」透明得多。

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。