港股估值窪地具吸引力

中銀國際首席策略分析師
胡文洲

全球觀察

上周的焦點集中在5月17日至19日全國人大常委會委員長張德江視察香港，市場一度憧憬在此期間推出「深港通」。與此同時，美聯儲4月聯邦公開市場委員會（FOMC）會議紀要顯示美國6月仍有機會加息。綜觀香港股票市場，上周震盪反彈，恒生指數漲0.67%，收於19,852點，國企指數微漲0.03%，收於8,304點。港股日均成交金額為565.2億港元，已經連續五周下滑，反映投資者仍保持謹慎，市場交投清淡。

數據顯示，港股市場估值水平不僅處於歷史底部區域，且港股已經成為全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力正在逐步提升。

過去幾個月，滬港通運行呈現出港股通「熱」、滬股通「冷」的局面。自去年11月起，港股通已連續6個月出現資金淨流入，尤其是2015年10月28日至2016年4月12日期間，港股通曾連續107個交易日資金淨流入，創下自2014年11月滬港通啟動以來最長紀錄。

港股通資金規模續升

進入5月以來，港股通資金規模呈現不斷上升的走勢。截至2016年5月20日，本月港股通累計淨流入（額度使用量）人民幣143億元，已經大幅超過4月的13億元人民幣和3月的42億元人民幣。截至2016年5月20日，港股通總額度使用量為1,474億元人民幣，佔總可用額度2,500億元人民幣的59%，剩餘額度為1,026億元人民幣。同期滬股通總額度使用量僅為1,242億元人民幣，佔總可用3,000億元人民幣的41%，剩餘額度為1,758億元人民幣。

香港是全球資本的重要集散地，內地資金持續南下，為香港市場帶來新增投資資金，將會對香港資本市場的長期發展帶來重要、積極的影響。當然，港股的主要參與資金主要來自於海外，以機構投資者為主。內地資金儘管一直在增長，但目前在港股成交中佔比仍相對較低。內地與境外參與者在投資理念和方法上具有較大的差異。內地投資者對國家政策和改革預期非常敏感，熱衷於投資新興產業中的中小盤股和概念股。海外機構投資者則比較偏好估值低、股息率高且公司治理良好的大型藍籌股。

美經濟復甦基礎不穩

國際市場方面，上周發佈的美聯儲4月FOMC會議紀要顯示，大多數FOMC成員表示，如果美國第二季度經濟增長加速且通脹和就業不斷改善，美聯儲就有可能在6月加息。基於美國國債期貨、期權等產品價格所推算出的市場對未來三次會議的加息概率預期也在會議紀要發佈後大幅上漲（6月、7月、9月議息會議的加息概率由12%、26%和38%分別上漲至32%、40%、44%）。

數據顯示，目前美國經濟狀況遠不如前兩次加息周期時強勁。主要經濟指標表現參差且部分指標的波動性較大，顯示經濟復甦基礎尚不穩固。此外，英國將在美聯儲6月議息會議8天後舉行全民公投是否退出歐盟。鑑於美聯儲今年年初以來已將全球經濟、金融市場的穩定列為貨幣政策重要的參考因素，估計美聯儲6月加息的機會相對仍較低。

美聯儲6月加息機會微

時富資產管理董事總經理
姚浩然

近期美國經濟數據好轉，帶動聯儲局委員紛紛表示有條件加息，令6月加息預期甚囂塵上。美國加息預期升溫，美元再次走強，美匯指數上周急升並重上95水平，隨之而來的影響包括對商品市場和美股的衝擊。美元強勢拖累商品市場表現，金屬期貨全數下跌，6月期金和7月期銀跌至4月底低位，7月期銅更跌至近2月中低位。反觀期油價格並未受太大影響。不過筆者認為，若美元持續升值，期油價格的升幅亦難免受到限制。

美國4月數據中，代表通脹的消費者物價指數（CPI）按月升幅加快至0.4%，為2013年2月以來最大升幅，核心CPI未調整按年升幅為2.1%，符合市場預期且已連續5個月超出聯儲局設定2%通脹目標。

首季經濟數據不理想

另外，4月每周平均工資和工業生產亦分別錄得按月續升0.2%和止跌回升0.7%，兩者皆為經濟釋出利好消息。惟讀者需留意，美國第一季經濟數據不是太理想，4月的數據向好可能只是暫時。美國首季實際國內生產總值初值（GDP）增長只有0.5%，增幅少於預期之餘，更是兩年來最小增幅。因此，筆者認為聯儲局官員議論加息時除了會分析基本的就業和通脹數據外，還會考慮到第二季GDP能否達到2%以上，以支持美國經濟正持續復甦的想法。

此外，聯儲局部分委員也就此發表了立場鷹派的言論。其中最具影響力的人是聯儲局第三號人物紐約聯儲銀行主席杜德利，他表示美國經濟正處滿足加息條件的軌道上，足以支持美聯儲6月或7月加息。

雖然這些言論會造就加息預期升溫，去年相類似的狀況亦不時發生，但最終聯儲局還是等到12月才首度加息。因此，筆者有理由相信這些發言的目的可能只是調整市場預期，令市場明白聯儲局對加息的決心。

綜合以上所述，筆者認為聯儲局今年6月加息的機會仍然較低，可能只會加息一次，並於9月才加息。主要原因在於可掌握的數據較少，加上美國下半年將會舉行大選，英國將於聯儲局6月議息會議一周後舉行脫歐公投，相信聯儲局會多加觀察後才決定加息。

經濟差技術遇瓶頸 晶片業雙重打擊

路透熱點透視專欄作家
Robert Cyran

晶片製造商正面臨着經濟低迷和技術難有突破的雙重打擊。高通（Qualcomm）等公司的營收連續第二年下滑。雖說在全球經濟動盪背景下買家捂緊荷包是原因之一，但晶片行業自身也缺乏優秀產品。

半導體業務一直具有高度周期性。晶片是電腦和其他許多電子產品的關鍵元件，所以晶片需求與經濟起伏關聯緊密。消費者一般也會在年景好的時候下大單。這往往會導致晶片企業在繁榮期過度投資，在衰退期又忍痛削減業務。

2009年之前，晶片行業的營收大約每4年會出現一次下滑，但基礎增長率總會反彈。根據摩爾定律，集成電路塞進更多的元件，就會使半導體的速度更快、價格更便宜，這使人們過於樂觀。個人電腦和智能手機的興起使創新產品的需求增加。

全球經濟放緩幫助踩下剎車。據美國半導體產業協會（SIA）稱，去年美洲、歐洲和亞洲的半導體銷量均有萎縮。中國需求增長約8%，但仍不及前些年，且該國持續存在的問題可能會令增速進一步放緩。

寄望自動駕駛汽車市場救亡

業內高層還指出，存在個人電腦銷量下滑以及智能手機市場漸漸飽和的問題。汽車製造有可能會彌補一部分跌幅，且自動駕駛汽車的崛起有望成為半導體行業一大福音。與此同時，晶片製造商需要拿出新產品來推動增長。

不過還有一個更大的問題。高級電路目前以14納米作為衡量標準，憑現有技術，可能還無法將其進一步壓縮。此外，為了抓住任何革新的好處而新建工廠，其代價也變得愈來愈高昂。

簡而言之，晶片在提高性能和壓低價格方面的發展速度已放慢得近乎爬行。未來的增長無疑也會重複老路。難怪像英特爾和恩智浦半導體等公司皆在邊收購競爭對手邊削減成本。這種趨勢雖不令人鼓舞，但也在所難免。

■去年美洲、歐洲和亞洲的半導體銷量均有萎縮。圖為一家半導體工廠。 資料圖片

美釋加息信號 非美資產需注意

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

身為第一大國，誰也不能否認美國一舉一動對於全球資產的影響。年初一度有聲音認為美聯儲被市場牽着鼻子走，不過在4月會議記錄公佈後，美聯儲顯然掌握了主導權。

回顧美貨幣政策的道路，的確不平坦。從去年年底靴子落地，美聯儲的處境便騎虎難下，其內部成員的觀點也是分歧不斷，令投資者摸不到頭腦。2016年以來，美聯儲先在年初擔憂全球經濟，在1月會議上重申加息步伐將緩慢，並關注外圍環境對美國經濟的影響。

加息暫緩，全球市場暫獲喘息之機。雖然隨後各類資產有所恢復，不過在歐央行意外加碼放水，日央行表態若有必要將加大寬鬆後，美聯儲面對全球寬鬆環境和經濟下行的事實，難以獨善其身。在3月全線下調未來利率預測，以及官員預計聯邦基金利率中值，年內將減少至2次加息，不是之前的4次。

強數據為加息撐腰

直至4月，雖維持按兵不動，但撤銷了環球經濟發展對美國復甦帶來風險的描述，改為將密切監測相關狀況。明顯感覺到其態度轉為樂觀，為今後加息做準備。加上近期美聯儲數據頻頻傳來捷報，包括零售銷售、通脹數據、房屋和工業產出等。在上周四晚間公佈的首次申請失業救濟金人數較前周減少，為今年2月初以來最大單周跌幅。目前來看，勞動力市場的確持續恢復，通脹朝着美聯儲2%的目標前進。強勁數據給美聯儲加息撐腰。

真正令升息預期驟然上漲的，是香港時間上周四凌晨公佈的4月會議記錄，顯示如果未來數據反映美國經濟持續改善，可能在6月會議上加息。如此一來，美聯儲向公眾釋放了6月可能升息的信號，試圖在未來幾個月保持政策靈活度。

美元仍有上行空間

由於之前市場低估了短期加息的預期，各類資產在會議記錄公佈後出現較大變化。美股急速收窄漲幅，道指轉跌，標普和納指勉強收陽。美元結束兩日回調，重返之前的升勢，突破50日線，走勢強勁，且仍有上行空間。非美貨幣自然受壓，早前的資金外流擔憂再次觸發。美債遭到拋售，收益率水漲船高。金價受壓走弱，上周四跌破每盎司1,260美元水平。商品類亦跟隨受壓，油銅回吐升幅。

不過，隨着市場逐步消化加息預期，在上周五個別資產出現一些調整，但我們料這個調整不會持續太久。VIX結束三連漲回落6.92%，全球股市現反彈，部分非美貨幣上升，油銅價靠穩。畢竟大的加息預期已經有所改變，美匯持續走強，從5月3日觸底反彈後便一路上行，升穿50日線，企穩5日均線，連續三周收陽，走勢強勁。與此同時，貴金屬市場遭殃，包括金銀，鈀金和鉑金等。金價在上周三一根大陰燭打下來，重心向下，周內後兩日延續跌勢，在每盎司1,250美元水平暫時找到有力支持。

■筆者認為，美聯儲正掌握市場的主導權。圖為美聯儲主席耶倫。 法新社

「一帶一路」—— 港房產專才新藍海

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

上周，全國人大常委會委員長張德江親身視察香港，引來普遍好評，並為「一帶一路」思路引起另一個談論高潮。張委員長曾長期主政廣東省，並是現時常委當中主管港澳區事務的「決策人」之一，親臨香江致以親切支持，對未來香港融入「一帶一路」整體策略，具有決定性作用。

在首次由特區政府主辦的「一帶一路」論壇發表主題演講，強調香港是「一帶一路」重要節點，坐擁地理位置的區域優勢、身為貿易自由港的開放優勢、服務業專業化／國際化／廣泛化／深度化優勢，以及中西文化薈萃的人文優勢，這四大獨特優勢，正為香港參與「一帶一路」發揮重要作用。

自從黨總書記習近平於2013年首次宣佈「一帶一路」國家未來整體發展策略後，進入實體實施計劃階段，並於兩年後正式公佈「一帶一路」未來發展細則，可望今明年間開展具體實施階段，正式奠定「一帶一路」作為中國未來20年主要外交與經濟戰略。張委員長親臨香港，着力解釋和推廣「一帶一路」政策，表明中央看重香港在金融、專業及航運等國際級角色，盼借香港助推「一帶一路」，更賦予香港重大機會，以利繁榮穩定，振興正在衰落的本地經濟。

筆者是「土生土長」的房地產專才，下文試探討如何促使「一帶一路」成為我們界別的新藍海、如何發揮幫助內地公／私營企業和香港企業登陸沿線國家、如何促使「新生代」專業人士「走出去」等。

「一帶一路」涉及全球60多個國家和地區的44億人口，約佔全世界人口的60%，大多是發展中或未發展國家，基建先行成為戰略特點。據亞洲開發銀行於2010年的報告，在2010年至2020年間，亞洲區內的基建投資保守估計需8萬億美元，亞洲開發銀行預測每年批准的貸款額只有約130億美元，亞投行目前的資本額也只是1,000億美元，民間資金缺口巨大。

民間資金缺口巨大

在同場論壇中，特區財政司司長曾俊華表示金管局的「基建融資促進辦公室」期望數月內可以運作，以促進「一帶一路」沿線國家的基建投資。如其他國際基建投資項目，港府可以引入專業「盡責調查機制」，並通過各大專業學會收集不同領域專業公司名單表列於相關資料中，着力推廣專業服務。房地產專才可以提供前期調查工作包括前期財政評估服務（包括總體價值及現金流估算）、工程期內成本估算、控制和建成後物業和設施管理及營運期內的維修保養活動。不同領域的測量師（建築、工料、產業、規劃及發展、物業和設施管理、土地等）、建築師、規劃師和園林師，皆可以服務於前、中、後期建設。

港專才擁語言優勢

回歸前，香港被英國管治多年，不少房地產專才接受過英國專業訓練，擁有國際視野和最少「兩文三語」的語言能力，對開拓「一帶一路」國家市場佔上不少優勢。尤其是海上絲路國家，多是同英國歷史上已建立良好關係，英語交流基本上是可行的。

其實可以仿照中國改革開放的經驗，香港房地產專業學會積極參與「一帶一路」國家相關房地產法則建立的工作，從開始時納入有利進入的條件，再進行當地法則執行人員培訓工作，促使香港房地產專才自然地融合沿線國家的制度中。

延續「十二五」規劃精神，「十三五」規劃特設港澳專章，對香港提出九大支持，包括支持港澳在泛珠三角區域合作中發揮作用，凸顯國家希望「一國兩制」下的香港，能夠進一步強化區域樞紐地位。香港背靠南中國地區，房地產專才充當「超級聯繫人」和「優良服務提供者」雙「崗位」角色，將泛珠三角公／私營企業引領「走出去」「一帶一路」國家尋找合適投資項目，如港口建設區中工業／物流／商業／居住項目，幫助融資工作，對其立案後從規劃、施工、監理、竣工及營運期提供全面服務。香港跨國房地產顧問公司已經「早着先機」，本地顧問也可透過建立各地聯營公司形式「進場」，發揮各個國家的地域優勢。

在促進民心相通上，特區政府向獎學基金注資10億元，鼓勵更多「一帶一路」國家的學生來港升學。香港各大主辦房地產專業培訓的院校於每個相關課程專門預留學位名額，吸引「一帶一路」學生入讀，本地房地產年輕一代可透過定期學術交流活動建立合作關係。特區政府也應專門撥款聘請房地產培訓機構系統性研究「一帶一路」國家房地產法則現狀、問題、並提交未來發展方向，協助完善體制。

「一帶一路」能否成為香港房地產專才的新藍海，端視專業團體的協作推動、特區政府的着力引導、扶持及資助、專業人士放眼認知的決定、年輕一代專業人的開放／擁抱／探討精神。百年機遇正在眼前，請各位放開胸懷，捉緊國家發展機會，使自己和企業融入區域合作領域，為自己的未來創出一片新領域。

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。