

# A股入摩可期 離成熟市場仍遠

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

6月14日MSCI公司將宣佈是否將A股納入新興市場指數的評估結果，受樂觀預期影響，內地與香港股市一度啟動同向上漲行情。自5月17日美國橋水基金在上海註冊投資管理公司以來，滬股通實現連續五個交易日資金淨流入（5月30日、31日資金流入規模分別高達23.97億和34.37億元人民幣），5月31日使用額度餘額佔比觸及約70%的低位；港股通5月更實現所有交易日資金淨流入。另外，南方富時中國A50 ETF近日再接再連2億個基金單位的A股淨申購，涉資20億元人民幣。A股納入MSCI指數果真勝券在握？其對市場將產生何種影響呢？

作為被全球大量國際機構投資者作為投資基準並跟蹤的重要指數，MSCI採取自上而下「搭積木」的方式編制不同的指數系列：由MSCI確定發達或新興市場整體符合入選標準的股票池，再將這些股票劃入不同國家或區域、規模、行業等子指數，不同指數均可視為若干「子指數」的集合。MSCI新興市場指數1988年首次發佈，目前中國、韓國、台灣地區、印度、南非市場權重佔比分別為23.64%、15.44%、11.68%、8.11%和7.59%。但是中國部分

僅涵蓋H股、紅籌股、B股、P股（小紅籌、民營企業）以及去年11月納入的14隻美國上市中概股，並未包括內地A股。內地A股已經連續多年申請加入，但在2014年及2015年6月的年度市場審議中，MSCI均決定暫不將A股納入。在去年的評估報告中，MSCI認為內地A股尚未滿足資本管制、額度分配以及收益權等三大關鍵要求。今年3月底開始的市場諮詢還加入兩個新問題：能否防止大規模停牌和是否取消反競爭性措施。

## 納入技術障礙明顯減少

一年來，內地監管部門透過制度完善和優化以求接近MSCI的相關要求：在放鬆資本管制方面，滬港通的平穩運行、去年7月落地的內地與香港基金互認安排以及市場期待已久的深港通將不斷開闢境外投資者進入內地A股市場的新管道；在額度分配上，今年2月國家外匯管理局出台了在QFII投資額度、匯兌管理、本金鎖定期等方面給予一定放鬆的新規；在收益權方面，今年5月證監會表示，證券權益擁有人（客戶）與QFII、RQFII名義持有人（資產管理人）之間的法律關係應當由客戶與資產管理人依法訂立的合同來界定，受合同簽署地監管規則約束。證監會尊重合同及其明確的客戶資產權關係。5月27日，上海和深圳兩大交易所同時對

外發佈停復牌新規，嚴控停牌時限，加強對停復牌機制的監管，並規定重大資產重組的停牌時間不超過3個月。正是基於這些明顯改善，市場普遍認為今年A股入摩的機率高於五成。筆者認為，無論A股今次是否被納入，市場化、規範化、制度化建設才是未來的重點工作。

## 規範化與市場化仍在路上

一旦A股納入MSCI新興市場指數，標誌着內地資本市場開放與人民幣國際化再進一步，對於資本市場將產生積極影響。短期可望為市場行情帶來支撐。以台灣地區和韓國股市在納入MSCI後均出現不同程度上漲的經驗，A股與港股上漲料可期；中長期內地A股可望吸引更多國際機構和資金進入，從而改善散戶為主的投資者結構、提升國際化水準。

全球跟蹤MSCI的資金規模在9.6萬億至10.6萬億美元，跟蹤新興市場指數的資金約1.5萬億美元。如納入初期佔比為5%，則A股佔新興市場指數比重約為1.1%，對應資金約1,100億元人民幣，將成為提振A股市場的「活水」。儘管入摩可期，但也應看到，A股市場離成熟發達市場差距不小，相信A股入摩的一小步後面仍將面臨內地股市市場化、規範化、制度化發展的漫漫長路。

# 特朗普一旦當選 美經濟何去何從？

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

代表共和及民主兩黨的提名戰應快將結束，若按照目前的情況看，特朗普(又名川普)很大機會代表共和黨出戰，而身為前總統克林頓的夫人希拉莉則有機會代表民主黨出戰。過去八年，相信全球均認同奧巴馬與兩任聯儲局主席的伯南克及耶倫是命運共同體，利用貨幣政策及財政政去刺激美國經濟。本部是次文章將重點分析特朗普與希拉莉的分別。

美國債務問題日益嚴重，相信全球不少人已經知道。但即使如此，為何仍有大多數人心甘情願地去買？不少名人及政府持有大量美債，是基於與美國政府打關係。特朗普早前曾口出狂言，表示美國國債不怕更多。若最後需要破產，仍可以強迫債主減債。作為一個商業家，為何不把自己公司豪賭，而是透過國家之間的豪賭，按照特朗普的講法，可以預期一旦他真的當選，將會大興木以改善美國基礎建設，令美國的債務可能只會出現有增無減的情況。因此，美國可能需要一個極長的超低息年代，即使負債高，只要能夠還息加多少少本金便算。

## 對聯儲局構成更大壓力

雖然特朗普現階段只是代表共和黨代表參選總統，但他的言論已經令大家知道什麼國家，什麼人物與他有過節，不受特朗普歡迎。勢佔不到，聯儲局主席耶倫亦是其中的受害者。特朗普不喜歡耶倫已經是一個公開的秘密。雖然美國總統現階段沒有開除聯儲局主席的權力，但只要等到2018年任期屆滿，又估計多名委員離任，可能換入更多屬共和黨委

員擔任，有機會迫使耶倫在任期屆滿前離任，未來聯儲局主席一職可能由親共和黨的聯儲行長擔任。雖然共和黨一向在貨幣立場屬鷹派，但為了應付未來幾年財赤，有必要令聯邦基金利率長期陷於超低水平，以便美國政府償還利息及部分本金。

## 或不利新興市場出口

特朗普在競選時，不斷痛斥美國參加世貿、通過北美自由貿易協定，令美國流失了數以百萬計的美國製造業職位。因此，估計一旦特朗普成下任總統，美國與其他國家的貿易關係可能進一步轉差。即使目前的承諾未必可以全部實現，但有機會嘗試作出突破，以刺激就業市場及幫助美國中產家庭等。特朗普曾承諾，把企業把資金由海外匯兌至美國，將提供非常優惠的稅率，而上次在2005年發生，令當時美元一口氣升值5%，故要留意特朗普在未來的選舉論壇在經濟政策上的言論。特朗普給予人強人政治家的形象，預計美國的外交政策可能重現2000年布殊年代，令美國對外的政治風險增加，亦會增加出動美軍的機會及使用更多武器，或有利軍火股的表現。

特朗普在使用能源政策上，亦與民主黨大不相同。他願意支持興建橫跨美加的Keystone XL油管，但大前提是美國將有龐大相關利益，亦會廢除令數百間火力發電廠關閉的法令。在使用再生能源政策方面，他指太陽能建設昂貴，而風力發電令不少雀鳥死亡，並非良好的再生能源政策。在使用石油方面，他希望美國能夠在使用能源上完全獨立，未來再亦不用跟敵對國家進口能源，亦希望能拯救煤炭業。另外，在藥物價格的問題上，預料希拉莉將會採取措施，限制藥物價格大升，而美國生物科技股自去年高位至今已回落大約三成。

# 樓市減辣與否須拿捏準確

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

差餉物業估價署最新住宅樓價指數，上月份各類型住宅樓價指數均錄得上升，終止過去持續一段時間的跌勢，顯示住宅樓市有回穩跡象。不過，觀察今年第一季度住宅成交總體合約宗數比對去年第四季仍有相當大的跌幅，在樓市成交較疏的情況下，暫仍難言樓市已經復甦。值得注意的是，港島、九龍和新界三區的431呎以下小型單位平均售價均錄得升幅，或顯示上車盤買家剛性需求相對較強，見樓價回落趁機入市。

## 上月住宅樓價指數回穩

差餉物業估價署最新數據顯示，本港住宅樓市止跌回穩甚至錄得微升。上月住宅樓價指數，其中面積431方呎以下至1,075方呎單位，按月增長0.7%至0.84%，面積1,076至1,722方呎以上大單位，升幅分別為0.67%及0.11%。較受歡迎屋苑的整體售價指數則由三月份的228.5回升至229.0，雖然只是微升0.2%，但這是自去年九月份持續按月下調之後首次錄得止跌回升。就平均售價來說，以431方呎以下小型單位表現較突出，按該署的分區，港島、九龍、新界三區錄得不同升幅，分別為港島升1.1%，九龍升2.6%而新界區升2.2%。至於較大型單位的平均售價，則只有新界區的432至752方呎以及753至1,075方呎兩類別錄得升幅。

較小型單位售價止跌回升，相信與年輕買家入市有關。本地失業率長期偏低，年輕高薪一族始終會因為組織家庭等原因，儲蓄首期便入市置業。小型單位屬於剛性需求的一部份，趁樓價於過去數月回落，遂趁機置業。至於新界區樓價表現相

對較佳，或與近期新盤較集中於新界區如將軍澳等，亦可能與新樓盤以提供較多促銷優惠及較高成交按揭有關。

## 二手樓交投疲弱不健康

雖然樓價指數回穩微升，但不足以就此定調樓價已經見底，始終現時樓市成交尤其二手樓仍然疲弱，今年至今成交宗數仍與去年有頗大落差。根據差餉物業估價署數據，今年第一季住宅樓宇買賣宗數為6,220宗，比去年第四季的10,169宗，下跌39%，對比去年第一季的16,768宗，更下跌達63%，更遑論與97年樓市高峰的數字作比較。樓市成交疏落，尤其二手樓市道疲弱，小業主因為任何原因需要賣樓套現或換樓均不易進行，這始終不是一個健康的物業市場應有的狀態。近期要求政府減辣的呼聲此起彼落，相信就是希望政府適時調節需求管理措施，令樓市恢復較健康的狀態，同時可舒緩所涉及各相關業界所面對的壓力。

最近美聯儲局鷹派抬頭，傳出最快7月加息的訊息，但日本實施負利率及歐洲有難民問題及英國脫歐公投，一般估計美國今年就算加息亦加得不多。香港銀行水浸，即使美加息亦未必跟隨，反為大家更關注中國經濟轉型的下行壓力。有評論看淡港樓市，認為樓價恐會再大跌兩成，料屆時港府或減辣。但也有人認為這算個跌幅出現，在今明兩年選舉年，預料政府不會貿然放寬樓市政策，因為樓價與貧富差距的問題掛鈎，政府官員會更為擔心貧富懸殊這個可以左右選舉結果的民生問題。

假如樓價真的再大幅下調，經濟民生更受影響，負資產大幅增加，銀行面對壞賬撇賬，勢必收緊商業信貸，牽連其他經濟環節受累，亦一樣會做成民心不穩的後果。怎樣拿捏得準確，相信這是挑戰掌舵人智慧的課題。

# 內地酒店業發展趨多元化

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地旅遊出行人數快速增長，推動了酒店行業的蓬勃發展。現時內地經濟型連鎖酒店已度過前期的快速擴張階段，行業格局逐漸清晰，連鎖酒店巨頭市佔率顯著提升。此外，內地酒店業也開始呈現在線酒店快速擴張、國內外品牌合作搶佔中端市場等多元化發展趨勢，行業整合遠未結束。由於內地人口眾多，且旅遊熱潮仍在升溫，酒店業的增長空間仍相當大，值得留意。

內地旅遊業近年一直保持穩定增長，其中國內遊增長最為穩定。據統計，2015年全年，內地共接待遊客40億人次，同比增長10.5%，旅遊收入3.4萬億元（人民幣，下同），增長13.1%。入境遊客1.33億人次，同比增長4.1%。其中，過夜遊客為5,689萬人次，增長2.3%。預計到2020年，國內遊將進一步增長至60億人次，屆時遊客對酒店的需求將進一步上升。

## 經濟酒店集中度升

據中國飯店協會統計，截止2016年1月1日，內地經濟型酒店數量達19,732家，同比增長27.81%。其中，經濟型酒店市佔佔有率排前三位的如家、7天和漢庭酒店，在知名連鎖酒店市佔佔有率分別為9.55%、8.54%、7.91%，合計佔26%，行

業集中度已相對較高，市場格局有望趨向穩定，經濟型酒店領域開始步入壟斷競爭時代。

為提升市佔率及降低營運成本，經濟型酒店的整合動作不斷。去年，錦江國際收購了鉅隆集團81%的股權，首旅酒店則以110.5億元收購如家酒店集團100%股權，鉅隆和如家先後從美國退市。經過一輪整合之後，內地經濟型酒店的行業集中度已大幅提升，酒店巨頭的定價能力增強，有助提升盈利能力。

對比而言，內地中高端酒店市場發展較緩慢，本土酒店更傾向與國際酒店品牌合作經營，如鉅隆與希爾頓合作引進希爾頓歡朋，華住與雅高集團共享會員體系等。中高端酒店目標客戶人群較小，發展慢但增長空間大，目前部分國外酒店如喜達屋等也開始進軍內地中高端酒店市場。

## 在線住宿增長加快

此外，互聯網的普及也帶動了在線住宿的發展。據統計，2015年，內地在線住宿市場規模已達到901.8億元，同比大增46%，佔整個在線旅遊市場規模的20.8%。其中攜程、美團、藝龍分別佔據在線住宿市場的40.2%、15.1%、13.9%。隨着短租、民宿等度假租賃模式的興起，在線住宿的市場格局仍可能重疊。綜合來看，現時內地酒店業已度過高增長期，但整合仍在持續，大企業在成本控制及渠道方面優勢突出，領先地位持續鞏固，值得留意。

# 美聯儲轉鷹 金價難逃弱勢

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

近期最受到投資者關注的話題無疑是美聯儲加息一事。從去年年底正式打開加息大門開始，美元資產強勢不可擋，美聯儲便一直企圖尋找加息的機會，無奈受到疲弱的全球經濟制約，令其在今年起的議息會議上一次次滯後加息決定。如此一來，各類資產得到機會喘口氣，美元受挫，非美貨幣反彈，商品市場得以修復。

## 6月加息概率低於7月

然而，隨着外圍風險逐步胃納，市場氣氛轉好，尤其是美國數據據報頻頻，會議記錄意外鷹派，美聯儲官員特別積極，尤其是耶倫也放言，暗示如果經濟繼續增強將在數月內加息。如此一來，加息預期改變，更多的投資者認為美聯儲會在短期內有所行動。不過考慮到英國退歐公投的政治風險，加上預期管理時間不到位，6月加息的概率要低於7月，不過仍有更大可能在下半年的9月、11月或12月行動。

隨着預期改變，無論是哪一個月加息，至少目前美聯儲已經向市場釋放信號，各類資產再次出現調整。美元從去年12月的100水平開始受壓回落，並在2月至4月加息下跌，直到5月初觸底反彈，受惠加息預期而重啟升勢，一度直逼96水平，雖然目前受壓，但上行格局將延續。

與此同時，黃金則表現出與美元極高的負相關性，自高位一路受壓回落。第一季度黃金表現強勁，可以算是傲視群雄，其他各類資產紛紛受拋售。不過進入第二季度，尤其是五月開始，從1,300美元開始下挫，跌穿多個均線支持，失守百日線，運行在5日均線下方，好在保歷加通道下軌支持有力，且目前在千二水平獲得買盤支持。金價走勢在近日有所靠穩，MACD熊差距收窄。黃金跌勢暫緩，不過整體仍在下行通道中，隨着加息預期的改變，金價難逃弱勢。短期將繼續考驗1,200美元，做一定水平調整後仍有下行空間，或退守1,180美元。下一次議息會議前，數據將是左右大市的重要因素之一。

## 供求不平衡 油價升勢受阻

相較而言，油鋼等商品的影響較小。油價從今年開始收復不少失地，利好因素包括庫存減少，短期供應短缺等影響是推動油價上行的主要動力，令紐油直逼50美元。不過近期利好因素有所釋放，隨着周四油組半年一度的會議召開，投資者重新關注其供求不平衡的問題，尤其是各成員國能否就產油量設限達成一致。不過伊朗和伊拉克似乎並沒有此意，反而計劃提高產量。油組成員國各懷鬼胎，各自有各自的算盤，最終會議結果變數較大。除此之外，美元不斷走強，也會給油價帶來或多或少的影響，壓制其升勢。不過不可否認，油價整體氛圍轉好，料短線還將在50美元水平震盪調整，不過一時難以突破，畢竟沒有基本面基礎支持，目前缺乏方向，投資者仍是觀望為主。



■黃金處於下行通道中，隨着加息預期升溫，金價料難逃弱勢，短期將繼續考驗1,200美元。

# 旅遊業提振不起日本經濟

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）

談起日本，身邊不少朋友除了請教我不同化妝品品牌的功效外，最常有的問題是既然日本是香港和不少亞洲人首選的旅遊勝地，旅遊業理應可以刺激經濟，但為何仍然經常聽到媒體說日本經濟處於困境？要解答這問題，首先要明白日本經濟面對的問題和旅遊業對日本有多少貢獻。

## 安倍經濟學失效 通脹難達標

日本自2013年起推行「量化及質化寬鬆貨幣政策」(QQE，即「安倍經濟學」)，後來在今年再推行負利率(「QQE+負利率」)。透過購買大量國債及負利率，希望解決四個經濟問題：結束通縮、提振增長、維持政府財政可持續性及金融體系穩定。貴為世界第三大經濟體(除歐盟以外)，日本的經濟規模是香港的15倍，但過去10年每季經濟平均增長不到0.5%！

物價方面，日本央行訂立的通脹目標是2%，更在QQE初期預計可在2016年中達標，但消費物價指數(扣除新鮮食品)除了在2014年增長

1.5%外，一直都未能達標，而且最近更跌至-0.3%！至於高負債更是困擾日本的老問題，現時公債佔日本GDP的比例已升至2倍之上，國際貨幣基金和評級機構早已警告日本必須處理這問題，否則財政穩健以至評級都會受影響。

## 推遲加稅帶來巨大財政負擔

「QQE+負利率」成功了嗎？日本首相安倍晉三在周二決定推遲至2019年10月才提高銷售稅，幾乎被國際社會解讀成宣佈「QQE+負利率」瀕臨失敗。評級機構警告日本推遲加稅可能帶來巨大的財政負擔，暗示有可能影響評級。

至於旅遊業對日本有多少貢獻？根據世界旅遊及旅行理事會(WTTC)的報告，旅遊業在2015年為日本GDP帶來2.6%的貢獻，若對比其他國家，旅遊業對日本的重要性只在全球排名127，換言之旅遊業佔日本經濟很小部份，明顯不足以推動如此龐大的經濟體維持增長。

雖然日本現時接近全民就業，企業盈利又有好表現，但增長乏力加上未達通脹目標，前路仍然充滿挑戰。