

沽空比率創新高 或是港股見底徵兆

中銀國際首席策略分析師
胡文淵

全球觀察

上周港股成交量上漲，恒生指數漲1.8%，收於20,947點；國企指數漲2.5%，收於8,810點。港股日均成交金額大增至689.3億港元，終結六周連跌態勢。筆者注意到，近期香港股票市場整體沽空比率（Short Selling Ratio）創歷史新高。

根據港交所披露的季度資料，2016年第一季度港股市場沽空比率已攀升至12.3%，明顯高於去年第四季度的10.3%和第三季度的10.5%。考慮到港交所不披露每日沽空資料，筆者根據彭博資料庫每日沽空資料，估算出2016年4月至5月港股市場沽空比率進一步攀升至12.9%，5月份港股市場沽空比率更是高達14.3%（其中，港股市場沽空比率於2016年5月13日升至歷史最高18.4%），為近十年以來最高位。

恒指估值處歷史底部區域

從歷史資料來看，沽空比率的高位往往伴隨着股市階段性底部的出現。

比如，2008年全球金融危機和2011年歐洲債務危機期間，恒生指數底部均出現在沽空比率達到階段性高點前後。根據港交所披露的季度資料，2008年第四季度港股市場沽空比率上升至11.5%的階段性高點（彭博資料顯示，港股市場沽空比率於2008年6月12日達到階段性高點13.0%），比2007年第二季度的5.77%低位上漲近100%，而恒生指數則在2008年10月27日下跌至階段性最低位，收盤於11,016點。

2011年第四季度和2012年第二季度，港股市場沽空比率分別達到13.5%和13.6%的階段性高點（彭博每日資料顯示，港股市場沽空比率於2012年5月23日達到階段性高點14.65%），大幅高於2011年3季度的12.7%，2季度的10.6%和1季度的8.2%，而恒生指數則在2011年10月4日下跌至階段性底部，收盤於16,250點。受多重利空因素影響，恒生指數在2016年2月12日跌至2012年年中以來最低點，收盤於18,320點。筆者認為，香港股市的當前估值處於歷史底部區域，同時港股沽空比率近期創新高，或許預示着市場底部已經出現。

美國5月非農新增就業崗位創近6年新低，6月加息幾無可能。上周公佈的美國勞工部資料顯示，美國5月非農就業僅增加3.8萬人，是2010年9月

份以來的最低點，這也使得今年前五個月的非農就業月均增量僅有14.96萬人，遠不及去年同期的21.88萬人。雖然5月份失業率也跌至2007年11月以來的最低點（4.7%），但這主要由於勞動參與率在過去兩個月中的連續下跌，反映了部分適齡勞動力由於缺乏信心而放棄找工作。

復甦不穩 美加息步伐放緩

另外，美聯儲較為關心的薪資表現在5月亦較為平淡，每小時薪資環比增0.2%，低於4月0.3%的增幅。此前市場一直擔憂美聯儲6月加息的風險會對港股走勢形成壓力，筆者認為，美國經濟復甦基礎尚不穩固的現實會迫使美聯儲放緩加息步伐，再加上英國將於6月下旬舉行脫歐公投，美聯儲6月份加息幾無可能。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美聯儲會議的加息概率預期在非農就業資料發佈後大幅下跌（6、7及9月份議息會議的加息概率由22%、46%和45%分別下跌至4%、28%、37%）。

（本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。）

中美數據失色 港股炒上落

時富資產管理董事總經理
姚浩然



雖然恒指已經從低位反彈了近1,400點，但在個別優質股帶動下，恒指料有條件小幅上升。港股昨再升近83點，收報21,030點。

今年作為中國「十三五」規劃的開局之年，首季經濟表現理想。特別在三月份的經濟數據，從財新中國綜合PMI數據為51.3，而製造業及服務業PMI分別為49.7及52.2，是2016年首季表現最理想的月份。然而，首季的增長速度未能保持到第二季。上周公佈的財新五月份綜合PMI顯示經濟活動擴張的速度開始出現放緩，並同降三個月以來最低增速。

5月份財新中國綜合PMI數據為50.5，較上月輕微下跌0.3，連續第二個月下跌。通用製造業及服務業PMI分別為49.2及51.2，與上月比較，分別下跌0.2

及0.6。主要受到國內及國外的需求皆疲弱所致，令內地製造業的新業務總量再次出現收縮，出口業務亦加速收縮，再加上新訂單再次下跌，拖累製造業表現，不過下滑情況輕微。

經濟數據對股市影響不大

而財新通用服務業PMI亦是連續第二個月下跌，下跌幅度比較大。最值得關注的，當中服務業界對未來12個月的經營前景信心跌至今年以來最低，主要由於部分企業認為經濟前景不明朗，削弱了整體經營信心。筆者認為，短期市場已經消化內地「L型經濟」仍會延續的狀況，只要經濟數據不至於太差，對股市影響負面影響不大。

另一邊廂，本欄早前講過美國於六月加息的可能性低，因為經濟數據雖然明顯改善，但仍然需等待政治環境變得更加明朗及經濟表現保持穩定，才可再推加息。

上周五美國公佈的數據出乎意料地轉弱，市場預期六月加息的機會更見渺茫。五月份的就業市場數據方面，失業率進一步下降，因為部分失業人口離開勞動市場，令失業率降至4.7%。

不過，非農新增職位僅有三萬八千個，與市場預期大約十六萬個新增職位比較，不足其四分之一。即使撇除Verizon員工罷工事件的影響，亦只能令非農職位上升至增加七萬多個職位，仍然大幅落後於預期數字。就業市場表現作為考慮加息的其中一項舉足輕重的因素，既然數據不能保持穩定，六月維持利率不變，沒有懸念。

恒指料受阻21500水平

中美兩國作為全球最大的兩個經濟體的五月經濟數據，當中各有舉足輕重的數據表現不達標，令人失望。雖然恒指已經從低位反彈了近1,400點，但在個別優質股帶動下，恒指仍有條件小幅上升。英國公投結果及A股能否入MSCI指數均是投資者焦點，預期恒指短期會於20,600點至21,500點之間上落。

對於底部探索是市場永恒主題

交銀國際董事總經理兼首席策略師
洪灝

共識往往把市場底部定義為市場指數運行軌跡上特定的一點。我不能苟同。市場底部的定義應該相對於經濟的長期增長。也就是說，底部的定義應該引入時間的元素。事實上，我們的量化分析揭示了上證綜指與時間之間的對數線性關係：在過去的二十年，上證一直在以每年7%的速度增長，約每十年翻一倍。

上證增速與內地GDP目標一致

值得注意的是，這個7%的指數基本增速和自1986年以來中國多個五年計劃裡制定的增長目標一致。這條以7%為斜率的上升基線連接着1996年、2005年和2014年時中國市場經歷的三個歷史性底部。最近，對於中國經濟增長路徑的爭論紛紛擾擾。上證指數裡隱含的這個顯著的時空關係也解釋了為什麼最近市場的波動倍受這些爭論的干擾。上證越是接近我們的上升基線，基線的支持也就更顯著。如果中國的經濟增長速度進一步下行，那麼由基線定義的支持區間將更低。然而，指數接近基線運行也並不一定意味着V形反轉在即。

我的長期量化擇時模型也交叉證實了這些底部。這個模型經歷過實戰考驗，並具有良好的歷史成績。同時，我們在恒生指數上也發現了類似的關係。恒指上升基線的斜率，或其增長速度，為4.5%，類似於香港自1987年以來的經濟平均增速。如是，今年四

季度時，上證的基線應該運行到約2,450點附近。去年十二月，我們在2016年的展望裡計算了上證今年的交易區間大致為2,900點，上落400點，和上證基線的這個底部區間大致相當。我們的2,500點底部區間的預測也在今年一、二月上證暴跌至2,600點後開始修復得到驗證。

7%或為長期經濟增長目標

事實上，在中國的許多個五年計劃裡，7%已經被明確設定或暗示為一個長期的經濟增長目標。1986年繪製的「七五」計劃是中國歷史上第一個同時囊括了社會和經濟發展目標的戰略計劃。這個計劃設定了國民生產總值年平均增長7.5%的目標，而計劃裡工、農業的綜合年增長目標為6.7%。在1996年「九五」計劃裡，也就是我們分析裡上證綜指上升基線的元年，人均國民生產總值與1980年相比計劃翻兩番，這個20年增長四倍的目標意味着期間的平均年增長率7%。該計劃還要求2010年國民生產總值相對於2000年翻一番，再次暗示了每年7%的增速。到了2001年的「十五」計劃，國民生產總值年平均增長率被明確設定為7%。在2016年，這個增長率被設定在6.5%和7%之間，並且是第一次以增長目標區間代替了特定目標。

總之，中國經濟年平均增長速度的目標，或明或暗，都沒有明顯偏離7%。這種對於每年7%增長的執著，或對於經濟規模每十年翻一番的發展目標，形成了上證綜指每十年見底翻倍的上升基線。

（本文有刪節）



根據量化分析，上證7%的指數基本增速和自1986年以來中國多個五年計劃裡制定的增長目標一致。

資料圖片

平常心看A股能否「入摩」

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

2013年A股首次入選MSCI潛在升級市場觀察的名單，但在14年6月決定暫不納入。去年6月，當市場情緒再度爆棚時，MSCI再度婉拒，並表示在市場准入等數項相關重要議題獲得解決後，中國A股方有望納入全球基準指數。

MSCI下周二(6月14日)將公佈市場分類檢討結果，A股這次會否獲納入MSCI新興市場指數成為市場焦點。在連續兩次希望落空後，面對此次重要時間窗口，投資者期望較高，從這段時間相關板塊的漲勢便可以看出，預計可能性大大高於去年。

MSCI全球指數，是指由摩根士丹利資本國際公司所編製的股價指數，MSCI是全球相當具有影響力的指數編列公司，其指數編製範圍涵蓋全球，包括產業、國家與地區等，目前全球的投資專業人士，包括投資組合經理、經紀交易商、交易所、學者及金融機構均會使用MSCI指數。作為資金配置與避險策略的參考指標，MSCI任何指數調整動作將直接左右國際基金經理人的投資方向。MSCI客戶群體廣大，有良好口碑，是指數服務行業的權威。加上其市場佔有率高，大部分機構性國際股本資產都是以其為標的。

如此便不難理解為何A股要積極「入摩」。如果A股獲納入MSCI，全球基金配置在內地的資金將會增加，大量國際資金被吸引投資A股，也可促進A股走向成熟，向國際市場邁進。相反，被MSCI剔除的股市或個股，股價都會面臨負面的影響。

可讓金融市場成熟起來

其實力的作用是相互的，MSCI令國外



A股「入摩」已兩次希望落空，面對此次重要時間窗口，投資者期望也較高。圖為上海證券交易所。

美聯儲得先煩惱國內問題

路透專欄作家

James Saft

別管英國退歐及中國了，美國聯邦儲備理事會(FED/美聯儲)若要延後加息，國內的理由就夠充分了。事實上，2016年越來越像是2015年的翻版，去年1月時美聯儲還暗示可能四度升息，但到最後僅在年底升息一次。雖然如果英國本月公投決定退出歐盟，肯定會洩息12月之前升息的預期，但連串數據顯示，國內經濟成長問題，可能為美聯儲按兵不動提供更多強烈理由。

新增崗位門檻遠未達標

周五公佈的美國就業數據非常難堪，雖然這個數據經常劇烈波動，這次有可能只是一時低盪，但仍不免讓人聯想到美國經濟正步入歧途。即使加進威瑞森通訊(Verizon Communications)VZ.N罷工事件造成的就業崗位暫時性損失，美國經濟5月新增就業崗位也不過變成7.2萬個，仍遠低於多位美聯儲官員估計支持升息所需的10萬至13萬個新增崗位門檻。

再以稍微更長期的角度來看，民間就業崗位增幅三個月均值如今僅剩10.7萬個，只略高於2月時均值的一半。加上服務業已經轉弱、企業獲利及資本支出下滑，如此一來討論的條件已經出現明顯變化。

美聯儲理事布雷納德(Lael Brainard)在就業數據公佈後發表談話，脫稿演出稱就業報告猶如「當頭棒喝」，並稱全球經濟低度成長恐讓美聯儲的行動空間受到限制。

其實美聯儲能夠操作的空間原本就不多，以傳統定義而言，美聯儲現在幾乎已經逼近負利率，即使算進非傳統貨幣政策，也根本沒有多大空間，因為沒有什麼證據顯示，若美國再度需要非傳統的貨幣政策，這些政策能夠再度發揮效果。

「全球經濟環境脆弱的問題短期內不太可能獲得解決。發達國家經濟體的成長力道仍依賴特殊的非傳統貨幣寬鬆，在此同時傳統政策持續受限於零利率的界線，」布雷納德在周五演說中提到，她今年在聯邦公開市場委員會(FOMC)中擁有表決權。

與非傳統政策相比，傳統政策的效果經過更多驗證，我們的了解更多，在需求面高於預期時，能夠順利應對，但是目前對於需求低於預期的應對卻是捉襟見肘。這種政策能力的不對稱，實質上導致前景風險偏於下檔。」

布雷納德的說法是在支持謹慎以對，理由是就目前而言，對抗經濟過熱，要比重振萎靡不振局面來得容易。她也等於承認，美聯儲除了手上工具外，並沒有其他絕招，而如果面臨經濟搖搖欲墜，美聯儲這些工具遠遠不夠救援之用。

（本文有刪節）

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。