

英脫歐影響消化 港股有望「七翻身」

中銀國際首席策略分析師
胡文洲

全球觀察

6月23日英國民眾最終選擇離開歐盟，全球金融市場迎來動盪不安的黑色星期五，主要風險資產價格出現恐慌性下跌，英鎊兌美元一度下跌11%，創上世紀70年代以來浮動匯率時代的單日最大跌幅。

這一黑天鵝事件對全球金融市場的影響在上周逐漸被消化，歐美及日本股市均呈現一定幅度的反彈，受影響較小的A股更是連續三日收漲。港股上周先抑後揚，恒生指數上周漲2.64%，收於20,794點；國企指數上周漲2.14%，收於8,713點，港股日均成交金額為661.25億港元，較之前一周小幅增加。

筆者認為，英國脫歐公投對全球金融市場的衝擊暫告一段落。然而，就中長期而言，英國退歐事件將改變全球政治經濟格局，對全球金融市場的影響仍將持續發酵，不確定性進一步增加。英國退歐未來可能導致英國經濟動盪和政治不穩定，對歐盟政治經濟一體化進程、歐元區經濟前景乃至全球經濟復甦進程帶來深遠影響。英國脫

歐將在未來較長一段時期內降低歐盟和英國的國際影響力，改變全球政治經濟力量的對比。

港股估值仍處歷史底部區域

筆者認為，隨著投資者情緒逐步回穩，而且香港股市的當前估值仍處於歷史底部區域，港股有望迎來「七翻身」行情。歷史數據顯示，港股往往在5月、6月份表現不佳，並在7月份出現反彈，有「五窮六絕七翻身」之說。在過去11年中（2005年1月至2016年5月），恒生指數7月份實現平均漲幅3.9%，MSCI中國指數7月份實現平均漲幅3.5%（見圖表一）。就上漲次數而言，在過去11年中，恒生指數及MSCI中國指數7月份分別上漲十次和九次（見圖表二）。

此外，「滬港通」的港股通三方面交投持續活躍，總額度使用量已超四分之三。筆者認為，伴隨着港股通額度的用盡，「滬港通」擴容迫在眉睫，市場對「深港通」開通預期也將持續升溫。6月份，港股通累計淨流入（額度使用量）人民幣371億元，大幅超過5月份的219億元、4月份的人民幣13億元和3月份的人民幣42億元，港股通剩餘額度已大幅降至人民幣579億元，累計額

度使用比率已達76.8%。若按當前港股通每月人民幣200億-300億元額度使用情況計算，港股通總額度預計將在8月份用盡。

「深港通」開通日子料漸近

在上周二下午舉行的香港交易及結算有限公司16週年慶典酒會上，港交所行政總裁李小加明確表示港股通使用額到達2,500億的額度後會擴容，不會出現投資者無法交易、手足無措的情況。至於是一次性增加額度還是逐步擴容，還需兩地監管部門進一步研究。港股通的擴容可能會隨「深港通」一起宣佈。筆者認為，這意味着「深港通」已經越來越近。

上周一港交所就「深港通」結算介面做了端對端的測試，2014年「滬港通」開通之前，這項測試進行之後2個-3個月「滬港通」正式啟動。考慮到已經有了「滬港通」的經驗，「深港通」的準備時間可能會更短。筆者認為，「深港通」的正式宣佈以及「港股通」的擴容預期將提振香港市場投資者情緒並給內地資金提供更多的南下管道，「五窮六絕」之後這一重大利好或將成為「七翻身」的重要支撐。

圖表一

在過去11年中（2005年1月至2016年5月），香港股票市場各月份實現的平均漲（跌）幅（%）

月份	恒指	MSCI 中國指數
1月	(1.9)	(2.7)
2月	0.8	1.9
3月	(0.3)	1.3
4月	4.8	4.5
5月	(0.9)	(0.7)
6月	(0.8)	(0.8)
7月	3.9	3.5
8月	(2.7)	(2.7)
9月	0.4	0.2
10月	2.7	3.3
11月	(0.9)	0.5
12月	0.6	2.5

資料來源：彭博、中銀國際研究

圖表二

在過去11年中（2005年1月至2016年5月），香港股票市場各月份實現的上漲次數

月份	恒指	MSCI 中國指數
1月	6	4
2月	7	7
3月	6	7
4月	10	8
5月	3	3
6月	7	7
7月	10	9
8月	3	5
9月	7	7
10月	9	9
11月	5	6
12月	6	7

資料來源：彭博、中銀國際研究

科技及出口股看高一線

時富資產管理董事總經理

姚浩然

踏入七月，表示2016年已經過了一半。雖然港經歷完第一季的急跌後，第二季波幅稍為減少，但第二季環球經濟的動盪絕不比第一季少，以下將回顧一下第二季的表現和第三季的展望。餘下半年港經還會受外圍的因素影響。

第二季總結而言可謂有波幅無升幅，恒指六月底收報21,794點，全季只升17點，但波幅卻達2,059點，走勢峰迴路轉。四月受惠內地經濟數據向好，包括進出口數據和首季國內生產總值(GDP)等，加上油價上升帶動外圍股市上漲，港股受刺激升至第二季高位21,654點。

惟五月頭走勢急轉直下，市場再次憂慮中國經濟前景和美國聯儲局加息預期升溫，拖累恒指跌至第二季低位19,595點，港股在一片濃厚觀望氣氛下成交亦趨向淡靜，5月23日錄得438億元今年新低成交額，幸好其後市場逐漸消化美國加息預期，港股五月底反彈近1,000點至接近21,000點水平。

及至六月，連續不斷的負面消息傳出令港股六月由升轉跌。負面消息包括MSCI宣佈暫不將A股納入MSCI新興市場指數、日本央行維持貨幣基礎目標不變，不加大放水力度和影響全球股市的黑天鵝事件——英國脫歐。

過去兩周筆者已大篇幅討論英國脫歐的問題和影響，在此不再再深入研究，但當中得出的結論是英國

脫歐對英國和歐盟皆沒有好處，因此短期內英鎊及美元仍有下跌壓力，資金仍會向避險工具傾斜，利好美元及日圓表現。

資金避險利美元及日圓

以近期而言，英國與歐盟的談判處於膠着狀態，因為歐盟要等待英國提出啟動《里斯本條約》第50條才可開始英國「脫歐」程序談判，而英國指要待十月選出新首相後才會與歐盟磋商，因此歐盟處於被動角色而英國亦可趁這幾個月想一想對策。

筆者認為這形勢對英國有利之餘，對環球股市亦有利。市場可趁機讓事件沉澱及消化，並對形勢重新評估。

「北水」湧入有利港股

展望第三季，「七一」回歸並未有宣佈「深港通」開通日子，但投資者普遍相信「深港通」可在今年內正式開通。近期透過港股通南下資金持續上升，以目前剩餘額度計算，尚餘約10個交易日，額度將會全部用盡。在餘額不斷下降的情況下，將令有意南下的投資者加速流入，而流入資金大多以大型指數成份股為主，對港股有支持。

面對歐洲、英國政經波動、內地仍處於L形經濟及人民幣持續有貶值壓力，預期今年企業盈利增長仍然緩慢，將限制了大市的升幅，恒指下半年的上落區間將介乎19,400點至22,400點。投資者可選向與內地經濟敏感度較低的科技股及出口股。

英脫歐影響宜選績優股

霸菱投資機會基金投資經理小型股主管

Nick Williams

英國脫歐公投的結果確實令環球股市投資者詫異。歐洲股市方面，金融股、南歐股市以及較為依賴英國消費行業的企業受到最大衝擊。

英國股市遭到過分拋售，其中以金融股、非必需消費品股及建築股跌幅最大。但即使是在其他行業，其盈利有望受惠於英鎊貶值的跨國企業，其股價亦受到英國脫歐的拖累。展望未來數周，預計股市將會持續波動，但具體企業發佈的消息將有助於釐清哪些企業是相對的贏家和輸家，尤其是考慮到各家企業將會在三周後開始發佈上半年業績。整體而言，英國公投結果可能令避險情緒升溫，及令英國以至歐洲的經濟增長預測下調。我們的投資方式是以「由下而上」的策略來選股，整體行業及國家權重是由此方式決定。在此基礎上，值得注意的是，在公投舉行之前，投資組合對金融股及南歐股市的持倉比重相對較低，基金持倉受英國消費開支的影響亦有限。

在過去數月，我們進行個別的選股決策，進一步減持金融股（活躍於保險銷售及股市操作）。我們亦

輕微增持在歐洲以外地區（例如亞洲及拉美等具有經濟復甦潛力的市場）銷售佔有率較高的企業。我們為英國脫歐風險進行評估的主要領域集中在較為依賴英國消費行業的持倉。尤其是，我們正在評估短期內可能受消費者信心下跌影響的持倉。

投資策略方面，我們繼續物色質素、估值及盈利上升空間具有吸引力的公司，相配「由上而下」的配置，我們更看重這些因素。我們認為與整體宏觀經濟主題相關的「由上而下」投資配置無法準確把握小型股投資機會，而透過採用專注於選股的投資方式，最能挖掘到其潛力未受關注的優質企業。

我們繼續專注投資於財務表現強勁及管理完善的企業。平均而言，我們所投資的企業能錄得較高的股本回報率、具有較強的現金流產生能力、過往盈利增長潛力較為健康，以及盈利具有較大的向上潛力。整體而言，這意味着我們的投資組合的事前波動率亦低於大市。

展望未來，我們的投資程序將會維持不變。我們繼續深信，透過採取「高質素的以合理價格增長」（Quality GARP）的投資方式，長遠而言能為投資者帶來理想的風險調整後相對回報。

再談英倫脫歐的危與機

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

剛剛英國選民以投票將該國脫離歐盟，英格蘭國家足球隊又戰負於小國冰島，一周內兩度脫歐，也讓兩位領軍人物「戛然而止」。

政經上，英倫脫離歐盟，令國內兩大政黨的保守黨和工黨都立現政治大動盪，現任保守黨主席、首相卡梅倫立即請辭，經過黨內高層協商後，已訂下今年九月份進行黨主席選舉，預料於九月上旬正式選出新領軍人物，去帶領新任內閣落實脫歐具體安排。

英國政經漸已穩住陣腳

英國始終是成熟民主國家。雖然脫歐結果殺個現任政府措手不及，但是留任內閣大員立即「兵分多路」地穩住陣腳。卡梅倫召開內閣會議，為下屆政府落實脫歐展開準備工作，並設立包括各部門公務員的小組，專責處理脫歐事宜，並着手研究英國有何「錢途」。

首相和商務大臣分別跟各行業商界領袖會面，商討如何透過政商合作重建信心，並研究如何穩定短期商界信心。英倫銀行行長宣佈英倫政府會動用大量資源去防止英鎊匯價繼續沉淪。

短期的投資市場反應正面。英鎊和歐元匯價喘定並輕微回升，歐洲三大股市市場，即英法德股市市場指數抽升逾2%，但黃金和日圓則顯著下調。除了因為選前「留歐」消息所致的英鎊被炒高已被市場消化外，「脫歐」消息也被歐洲三大股票市場投資者於今次連番下調後充分體現了，後市還看「脫歐」談判中雙方訂立具體條文。

如外間所料，上周歐盟三大政經巨頭德法意首長都催促英國盡快提交脫歐申請，去啟動相關程序，期以避脫離歐盟全面解體的風險。但是英國留守首相則一反選前承諾，無意加快選出黨主席，並揚言脫歐具體工作留待下任政府才推進，這意味着會在第四季/或甚至明年才慢慢啟動。

英國政府非常精明，一方面脫歐啟動權在她手中，她會先進行精心計劃部署，才選擇對自身最有利時機啟動，另一方面英國經濟仍遠遠優於歐盟各國(除了德國之外)，而且歐盟各國無論雙邊貿易和人才輸入都有利英國保持經濟增長，「脫歐」的經濟影響是對歐盟遠遠大於英倫本土。縱然脫歐談判愈延長，對雙方經濟持續發展也不利，但是歐盟的經濟承受能力低於英國。

其實踏入今年，英國特別倫敦地區的零售行業持續不振，零售量下跌，零售行業提早減價促銷。今番英鎊下跌逾百分之十已經令該國零售、旅遊、酒店、餐飲齊現

市場情緒修復 脫歐影響未完

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

整個六月全球投資者都在關注英國市場，去留歐盟的決定牽動着各大市場的神經。當正式宣佈確認退歐，各類資產巨震。英鎊隨即大跌並創新低，全球股市重挫，大宗商品受壓。資金衝向避險資產，日圓一度升破100水平，美元逼近97水平，黃金債市表現強勁，金價一度突破1,350美元。

風險資產紛紛反彈

這一切彷彿還在昨日，市場經歷短線暴漲暴跌後很快得到修復，短短一周，尤其是風險資產反彈了不少。由於市場一度低估了退歐發生的概率，故而當黑天鵝事件發生後，短期內市場陷入混亂和驚慌。有恐慌情緒之稱的VIX曾大漲49.33%，不過在上一周連續下跌五日，周內回落42.66%至15水平下方。全球股市已收復了大部分失地，標普和納指連漲四日，結束之前的三周連跌均反彈逾3%。

油市也受到擔憂需求前景的影響而重挫，從50美元水平跌至46美元水平。不過很快受到避險情緒減少，庫存數據造好的推動而反彈回49美元附近。銅價更是表現強勁，連漲五日，動能持續，直逼5,000美元一線。

英鎊可以算是整場事件中所受的影響最直接且顯著。進入六月以來，由於退歐陣營在民調中領先，英鎊不斷受壓下跌，一度測試1.4水平。不過在6月16日一親歐派議員遭槍擊後，民調逆轉，英鎊觸底反彈，尤其是在公投前市場還比較樂觀，英鎊一度高見1.5水平。在選票結果逐步公佈



英國大批民眾在倫敦市中心舉行示威遊行，抗議英國脫離歐盟。

中新社

立時景氣，尤其引進不少亞洲區和中國大陸的遊客，帶來意外收穫。

英鎊急跌吸引亞洲遊客

「脫歐」行動成功對全球金融未來影響取決於英鎊是否繼續下跌，能否於對美元1.25-1.30內站穩，使美元不致太強，而引發人民幣和亞洲新興市場貨幣不會暴跌，減慢全球尤其中美兩國經濟復甦步伐。再者，英鎊能夠運行於合理區域中，可以減少資金大轉移和英國各類資產價值不致大幅走低，有利外資持續流入英國境內。

上周初，第十屆夏季達沃斯論壇全會開幕式上，國務院總理李克強首次論及英國「脫歐」公投的中國官方看法。李總理說，英國公投「脫歐」對國際金融市場的影響已經顯現，世界經濟的不確定性進一步加大。歐盟是中國重要合作夥伴，中方希望看到一個團結的歐盟，也希望看到一個穩定、繁榮的英國。中國對歐盟出口額約佔13%，其中英國出口約2.6%，只及20%，英國脫歐對中國影響不是太大。不過自從去年國家主席習近平高調地訪問英國，簽訂一系列貿易項目，開展兩國全面性、多邊性交流，中英政經關係進入全面「蜜月期」，英國「脫歐」會否對中英關係降溫呢？

中國政府選擇英國作為歐洲政經切合點，主要看重其政治、經濟於歐洲的影響力。在未實際「脫歐」前，歐

盟中主要經濟力量源自德國、英國、法國及意大利，共同分擔歐盟的經濟承擔，今番如果歐盟最後讓英國脫離，則只留下德法意三大工業國支撐整個同盟，尤其是德國壓力最大。

中資立足歐洲仍首選英國

筆者認為未來歐盟解體機會不少，因為歐洲各國人民「脫歐」呼聲高企，德國政府也不可能長久獨力支持大局，歐盟各國變得享有更大政經自主權力，整個組織影響力減低，甚至變成「四分五裂」。如果歐盟影響力不如前，只要英國經濟環境不變得太壞，又能保持歐洲各國良好貿易關係，中國企業立足歐洲仍然首選英國。大家不要忘記，英國與香港是有良好歷史關係，不少英資企業、教育機構、文化單位早已立足香港，中資企業「走出去」必先經過香港，再「走出國際」時英國享有先機之利。英國各行業要減少「脫歐」衝擊，進軍亞洲、中國是不二之路。

李總理承認今年中國經濟下行壓力不低，通過振興大眾消費令經濟持續增長，不再想利用高投資去拉動GDP再增長。英國企業具備良好管理制度，國際性營銷經驗，優良教育體制和各種人才，對於中國發展第三產業互補不足，雙方是絕對雙贏的。中英兩國共同政經合作是符合共同利益，對於英國「脫歐」期具正面扶持作用，也為英國企業提供巨大商機。

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。