

# 港股偏低 吸引國際熱錢回流

中銀國際首席策略分析師  
胡文洲

全球觀察

歐洲地緣政治風險加劇或引發國際資本大轉移，過去一個月港股領跑全球主要股市。全球地緣政治風險已經進入高發期，歐洲和中東地區各國政治風險此起彼伏。近一個月來，歐洲可謂大事不斷，從英國脫歐公投，到法國尼斯恐襲，再到土耳其未遂軍事政變，這些似乎都不是孤立事件，或許預示着未來歐洲地緣政治風險或將進一步上升，似乎已經呈現出了危機的特性，金融資本有逃離歐洲的跡象。

筆者認為，英國脫歐或引發歐洲銀行業新危機。自2009年歐債危機以來，在成員國經濟增長放緩、主權債務危機頻發的情況下，歐洲銀行業一直存在安全隱患，而此次英國脫歐則讓這一問題引起了眾多投資者的關注。英國在歐盟金融體系中發揮着重要作用，尤其是在跨境投融資、外匯交易、衍生品交易、風險資本和私募股權等金融活動中處於核心地位。歐盟金融機構與英國機構聯繫緊密，英國脫歐所帶來的市場動盪和不確定性上升將首先傳導至歐盟其他國家金融體系。同時，在負利率的共同作用下，歐洲銀行業的風險敞口進一步加大，或將成為全球金融體系中最薄弱的環節，其中尤以德國和意大利銀行業為甚。

國際貨幣基金組織(IMF)在6月底發佈的《金融系統穩定性評估》報告中指出，在全球具有系統重要性的大型銀行中，德意志銀行對全球金融體

系構成最大的系統性風險，其次是匯豐和瑞士信貸。德國銀行系統對外部構成溢出風險，且高於對內地可能造成的衝擊。

## 歐大銀行系統性風險惹關注

同時，美聯儲於6月底公佈對大型銀行壓力測試結果顯示，德意志銀行美國分部和西班牙桑坦德銀行美國分部分別連續兩年及三年未能通過美聯儲壓力測試。德意志銀行2015年年報資料顯示，該行的衍生品持仓合計超過41.94萬億歐元(2015年)，是德國GDP的14倍左右，是整個歐元區GDP的4倍。另外，據世界銀行統計，截至2015年底，意大利銀行業不良率高達17.97%，遠高於美國的1.52%和中國的1.67%，其不良貸款規模總額達3,600億歐元，約佔整個歐元區的三分之一，其中約1,800億歐元屬於最低等級。

## 投資者熱捧低風險權益類資產

國際資本追求收益，但更看重安全。英國脫歐事件和歐洲中東地區地緣政治風險的加劇對全球經濟和政治所產生重大不確定性，短期內嚴重挫傷了全球投資者的風險偏好，再加上全球央行行為應對英國脫歐而加大貨幣寬鬆力度的預期，導致過去一個月內美元、黃金和發達國家國債等傳統避險資產價格的大幅上揚。目前，國際黃金價格已經上漲至兩年來的新高，而美國十年期國債的收益率也已經下降至四年來的最低點，德國、日本和瑞士等發達國家的十年期國債收益率已跌至負值。美元、黃金、發達國家國

債等傳統避險資產的價格已被推升至非常高的位置，投資者開始將目光轉向部分相對安全的低風險權益類資產，如美股和港股。

筆者認為，英國脫歐和歐洲地區地緣政治風險加劇將引發全球貨幣匯率體系的重估和國際資本大轉移，SDR貨幣籃子中的第二大貨幣歐元和第五大貨幣英鎊將面臨貶值壓力，資本流出壓力或將明顯上升。同時，美元在全球市場上的地位將得到鞏固，美國將成為國際資本逃離英國和歐元區後的最大目的地，美股市場估值有望繼續保持在歷史高位。

## 人民幣國際地位料進一步提升

筆者認為，SDR貨幣籃子中的第三大貨幣人民幣的國際地位也將進一步提升。從中長期來看，歐元和英鎊地位的削弱在有利於美元的同時也將進一步提升人民幣的國際地位，中國有望成為國際資本離開英國和歐元區後目的地之一，對港股和A股形成一定利好。

2016年6月23日至7月21日，恒生指數和恒生國企指數分別上漲5.4%和3.1%。由於英國脫歐公投後美元被動升值，以美元計價的指數表現顯示，香港股票市場在過去一個月跑領全球主要股市，表明部分國際資本已悄悄地流入了低估值的香港股票市場。

中國經濟在2016年上半年繼續保持了總體平穩、穩中有進的發展態勢，供給側結構性改革取得新的進展，新舊發展動力的轉換需要一個過程，新動力的成長勢頭正在加快。從長期趨勢看，中國經濟發展潛力巨大，具有較大的韌性和迴旋餘地，中國經濟發展長期向好。因此，筆者認為，在聯繫匯率制度和穩健的金融市場監管制度下，香港金融市場運行穩定，作為全球主要股票市場中的估值窪地，香港股票市場對國際資本的吸引力有望繼續上升。

# 憧憬央行量寬 投資氛圍樂觀

時富資產管理董事總經理  
姚浩然

股有正面幫助，若美國維持高位，港股將會受惠。

## 日量寬規模或遜市場預期

本周分別有美國聯儲局及日本央行舉行議息會議。預計美國加息機會低，加息時間會推遲至第四季，甚至12月。

市場焦點在於日本央行於周四五舉行的議息會中會否加碼「放水」。由於美國前財長伯南克早前訪日，市場推測是次會否為日本向伯南克對「直升機派錢」取經。

不過，周六舉行的G20會議後，央行行長黑田東彥表示對日本經濟感樂觀並否定上述揣測。筆者預期是次日央行議息會議將會放寬貨幣政策，惟放寬規模未必如市場預料之大，傳聞直升機撒30萬億日圓的說法未必會實現，相信向伯南克取的經將留待危急關頭使用。

於過去周末舉行的G20會議中，各國一致認為全球經濟環境充滿挑戰及下行風險持續存在，共同同意將會使用一切措施確保全球經濟增長。不過，不是每個國家都有能力加大財政政策力度，同一時間，貨幣政策的作用及可加碼的空間減少，政策制定者將會大傷腦筋。短期恒指升勢有所放緩，支持位為21,500點，阻力位為22,500。

環球股市繼續造好，恒生指數上周重上22,000點，收復全年跌幅同時亦創今年新高；內地上證綜合指數亦於7月突破3,000點後靠穩；美國三大指數連升多個星期，標普500及道指更於七月雙雙屢創歷史新高。

## 美股估值已不算便宜

受惠於經濟數據轉強及上市企業第二季業績造好，帶動美股三大指數大幅上升。美國就業數據及房屋數據造好：美國上周失業救濟人數為25.3萬，較預期27.1萬少；而6月成屋銷售勝預期，房屋庫存同比下降5.8%，反映房地產市場表現理想。

另一方面，7月為美股季度業績公佈期，有多間大企業業績表現理想，微軟和摩根士丹利等藍籌表現更勝預期。投資氣氛好轉，投資者恐慌情緒的波動指數(VIX)大幅下降，截至上周五該指數收報12.02點，較英國脫歐公投日下跌超過50%，接近2014年中的低位。

美股目前處於歷史新高，估值方面已經不算便宜，惟經濟好轉及避險情緒降溫仍對美

# 英脫歐後吸引外資更趨開放

路透熱點透視專欄作家

John Foley

熱點透視

日本軟銀斥資320億美元收購ARM Holdings，是對英國開放程度的測試，英國很容易過關。軟銀的母國日本對英國既無產業面，也無地緣政治面的威脅，軟銀承諾僱用更多人手，投資更多資金，溢價也超過40%。

英國財政大臣文達(Philip Hammond)說英國歡迎商業。有這樣的交易，沒有理由拒絕。歡迎外國併購一直是個選項，而且基本上是個好選擇。根據Eikon數據，過去十年英國有6,837筆來自海外的併購，而法國還不足3,000宗。

據英國政府一份報告，在人力方面，外國投資去年在英國創造了8.5萬個就業崗位，其中約3,000個崗位歸功於日本。

不過外資控股方也有些失敗的例子，一個明顯的實例就是印度塔塔鋼鐵(Tata Steel)旗下的Port Talbot。但這種失敗案例在所難免。

## 將與其他歐盟國家達新貿易協議

保護主義無論如何都不是一個選擇。英國脫歐

意味着可能必須很快與其他歐盟國家達成新的貿易協議，取代退歐後將失去的舊協議。重點不在於英國無法替換那五十多份協議。

澳洲和印度官員已經在與英國相關部門商談。但相關條款將取決於英國如何對待前來收購資產的外國企業。

想像一家中資企業對ARM提出更高的價格。或者假如美國高通(Qualcomm)這類競爭對手出高價，但為惡意競價。ARM並不是用人大戶，但堪稱是互聯網戰略引擎之一，去年有三分之一的「智能」裝置芯片技術由ARM提供。英國新首相文翠珊(Theresa May)已承諾更有力的產業政策，包括在一些情況下對外國收購戰略資產說不。

## 吸引外來新投資有其必要性

對軟銀收購ARM開啟歡迎之門令人鼓舞，因為這說明文翠珊的說法不過是口號。不過這筆交易很容易被接受，因為不涉及削減成本、不會威脅英國競爭力，就業崗位也不會減少。

報價沒那麼慷慨可能暴露出一個事實：如今英國對外資開放已經不是一個選擇，而是有其必要性。

# 全球央行謹慎 風險資產受捧

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

脫歐公投後，新一輪寬鬆預期在全球範圍內發酵，投資者將目光重新放回了各主要央行的決定上。脫歐的短線影響已經得到消化，不過中長期影響依舊是各國心裡的隱患，畢竟目前無法全面的評估，作為決策方的央行亦較謹慎，大多數不敢輕舉妄動，傾向於多看一些經濟數據暫時按兵不動，但同時保有寬鬆的預期。

## 脫歐影響困擾 英歐貨幣受壓

在這點上，英歐央行就英雄所見略同。市場首先對央行降息抱有很大的期待，不過希望落空，英央行宣佈維持息口不變，當即令英鎊跳漲。英鎊在上周跌0.63%，整體基本維持在低位震盪，在1.3至1.35區間內，走勢缺乏方向，還需調整。有了前車之鑑，大家對歐央行的決定期望減少，德拉吉在新聞發佈會上同樣表示需要再觀察未來數月數據，不排除刺激措施。歐元連跌三周，重心向下，仍有較大的壓力。其實無論是英還是歐，在我們看來寬鬆政策總會落實，畢竟脫歐的影響是沒辦法忽視的，英國和歐洲的經濟政治都受到影響。

## 通脹低迷 澳紐紛釋減息信號

除此之外，澳大利亞和新西蘭聯儲在周內紛紛釋放降息信號。澳聯儲公佈7月會議記錄，表示預期通脹仍低迷，經濟溫和增長提升了8月減息的預期。新西蘭先是出新規擬遏制樓市過熱，給再次降息提供可能性，後是表示將繼續保持寬鬆貨幣政策並指出未來需要匯率下滑。如此一來，澳元紐元紛紛受壓，並還有下行空間。

接下來，關注的焦點放在美聯儲和日央行上。美聯儲本月加息概率低，留意會否有貨幣政策前景暗示。近期美國經濟數據強勁，讓加息預期再次受到炒作。美匯指數連續五

周收陽，上周更是重拾動能，突破制約其多日的200日均線，並站上97水平，企穩10日線，如此為商品帶來不小的壓力。

不過，我們仍認為年底是重要時間窗口，脫歐和美大選都是考慮因素。而另一方面，自從脫歐後資金紛紛尋找較為穩健的標的物，而美元資產則正中大家之意。這也幫助美股在近日走勢強勁，屢創新高。相較而言，市場對日央行抱有較大希望，雖然日央行多次否認直升機撒錢的可能，不過日圓連跌兩周，目前保持震盪等待決定。料在周內有新一輪刺激措施，對市場影響較大。

隨着風險情緒的恢復，資金尤為青睞高風險高回報的股市，三大股指連漲四周，道指累計升1,170點，屢創新高。油市重心則繼續在供求平衡的關係上，雖然上周庫存數據理想，不過也無濟於事，畢竟供應過剩的問題沒有實質解決，加上伊拉克增產、美國鑽井台數增加以及美元走高，紐油上周跌逾5%，在下行趨勢內，重心向下，上方壓力頗大，有望進一步下行。銅價升幅明顯收窄，整體受制於5,000美元。

## 寬鬆環境利好 貴金價獲支持

貴金屬的變化更為明顯。黃金、白銀和鉑金從高位回落，分別作出不同程度的調整。金價維持在震盪下行的格局中，仍有下行空間；目前考驗1,300美元支持。白銀的表現往往較黃金滯後，之前一直圍繞20美元盤整，終在上周出現明顯回落，上周共挫近3%。鉑金調整幅度較小，失守1,100美元，下行壓力不小。不過在寬鬆環境下，料有黃金、白銀和鉑金有不俗的支持力。與此同時，鉑金卻受惠風險偏好和寬鬆預期，連續五周上揚，動能持續增加，直逼690美元一線，雖然隨着升勢增加高沽空阻力也增加，但料不會妨礙其衝擊700美元。

■英央行減息落空，但搶高後回落，近期在1.3至1.35區間內波動，走勢缺乏方向，料還需調整。圖為英國央行。資料圖片



# 中國資產評估行業確定專業地位

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
張宏業

7月2日是中國資產評估行業的大日子。十二屆全國人大常委會第二十一次會議表決通過了《中華人民共和國資產評估法》(下稱《資產評估法》)，並於今年十二月一日起施行，這正是本行業的首部全國法律，並正式確定評估行業的專業地位。

回顧歷史，這部資產評估法建立道路殊不容易。自從2006年全國人大成立資產評估法草案起草組，歷經近七年完成《資產評估法(草案)》。草案在十一屆全國人大常委會第二十五次會議進行首次審議，再於2013年8月全國人大常委會第四次會議對草案作第二次審議，終於今年7月2日正式表決通過成為全國性法律。

## 主要涉及六大類

中國資產評估行業始於上世紀八十年代，現有六大類評估機構共有1.4萬多家，評估師人數已超過13萬，從業人員60多萬，已成為與註冊會計師、律師並行的三大中介服務業之一。目前我國開展的資產評估服務主要涉及資產評估、房地產估價、土地估價、礦業權評估、舊機動車鑒定估價和保險公估單項資產評估等六大類專

業，分別是財政部、住房和城鄉建設部、國土資源部、商務部和保監會等五部門分別管理。

這部法律是全面覆蓋六大類專業，進行統一立法、分開管理手段，通過直接管理的專業協會建立溝通協作和信息共享機制，根據需要制定共同的行為規範，促進評估行業健康有序發展(見於《資產評估法》第三十七條)。立法的基本精神是長遠地打破六大專業的「單打獨鬥」現象，謀求建立統一資產評估行業，但也按照各類評估師通過協會精細管理，達到整個行業合一化、制度化、規範化、專業化。

## 冀行業與世界接軌

先前，國務院已經取消了對有關評估師職業資格的政策許可，這部法律正式確立評估專業人員會由協會進行技術管理，目標是跟外地如英國皇家測量師學會、香港測量師學會等等看齊，促進中國資產評估行業同世界接軌，輔助內地國營/民營企業「走出去」，大力開拓「一帶一路」投資。

通過《資產評估法》執行，資產評估行業是優化資源配置的重要執行者，協助維護社會秩序，促進市場公開。中國是以公有制主體、多種所有制經濟共同發展，國有資產佔比仍然最重，國有企業和私人企業間的資產

轉讓、併購、重組、股權交易頻繁，並且開始涉及境外企業。資產評估師如足球比賽的裁判官一樣，應該強化為獨立者以依法有序、客觀公正的態度進行公開、公平、公正的資產評估行為，並且盡力減少國有資產流失、維持公共利益。

根據中國經濟國情，第二十四及二十八條規定，涉及國有資產及公共利益的評估項目，須由通過評估師資格考試的至少兩名評估師承擔，而且承擔業務必須是由專業人員組成的評估機構。根據第三章專項涉及評估機構，應當依法採用合夥或者公司形式，合夥人必須兩名以上評估師，而評估公司則必須擁有八名以上評估師和二名以上股東，其中無論股東或合夥人三分之二以上是具有三年以上從業經驗且最近三年未受停業處罰的評估師。

這些合夥人或股東或主管評估師並未規定源自哪類別，也沒有組成比例的類別規定，是希望組成跨專業的綜合評估機構，有利評估機構壯大規模，提供一站式全面服務、促進行業「走出去」活動，也助力內地評估機構加入外國評估集團。

《資產評估法》非常着重行業從業員的義務、評估協會的職責、評估專業人員和評估機構的法律責任和罰則

及評估機構的內部監控規定。請注意，評估專業人員和評估機構可以被警告、責令停業六個月以至五年以下，構成犯罪的個人或機構可被依法追究刑事責任。

## 非常着重評估人員操守

第四十五條規定評估專業人員簽署虛假評估報告書，可被責令停止從業兩年至十年，構成犯罪行為的，更可被終身禁止從事評估業務。第四十八條對相關的出具虛假評估報告書的機構可規定停業六個月以上一年以下罰則，並可沒收違法所得，並處一至五倍罰款。

從以往由當地政府下屬評估中心監察評估報告質素，第十七條規定評估機構建立健全內部管理制度，對下屬評估人員遵守法律、行政法規和評估準則進行自我規管監督，並對其行為負責。評估機構依法接受行政部門檢查，如實提供評估檔案以及相關情況，並於第二十九條規定檔案保存期限不少於十五年，屬於法定評估業務的，不少於三十年。明顯地，各地評估行政管理部門已下放權力到各個機構，具體進行自我監察，並承受相關法律後果。《資產評估法》是中國評估行業發展的里程碑，是行業的「定海神針」，是行業全面規範化、制度化、國際化、合一化的重大一步，是打破六大專業的自我壟斷的重要舉措，值得拍掌歡迎。對於改善國家資產評估行業的國際形象，起了根本優化作用。