

中資企業境外發債重拾動力

中銀香港策略員
羅羽庭

財經評述

英國脫歐事件一度為環球金融市場帶來震盪，但市場情緒迅速恢復。各國債券價格急升的主要推動力，並非投資者尋求避險資產，而是打賭各國央行加碼推行量化寬鬆措施。投資者風險胃納上升，追捧高息資產，支持亞洲債券價格上升，投資級別的債券息率跌至前所未有的低位，為區內有需要融資的企業打開了有利的時間窗口，預期未來一段時間中資企業在境外融資的熱潮會持續。

負利率擴散 亞洲債券受追捧

在英國脫歐後，亞洲債券市場僅經歷短暫調整，便迅速復甦。根據摩根大通亞洲信用指數(JACI)，投資級別的亞洲美元債券信貸息差(credit spread)在「脫歐」事件後一度擴闊至232點子，但短短一周內已回復至「脫歐」前約218點子的水平，其後更降至逾1年低位。由於美債息率下降，亞洲投資級別美元債的實際利率由「脫歐」後的3.7%跌至約3.4%水平，屬JACI指數有記錄以來的低位。當中，中資企業具投資級別的美元債走勢亦見

凌厲，變相降低企業的舉債成本。

這反映幾方面的因素：第一，相對其他地區，中國及亞洲的經濟仍維持較快增長，基本面穩定，而美元跑贏其他主要貨幣，故中國及亞洲企業的美元計價資產受到一定程度的追捧。

第二，在全球低息、負利率債券擴散的大環境下，高息資產成全球資金追逐對象(yield hunting)，這可從港股當中，高息股的升勢看到這種趨向；在全球美元債市場當中，亞洲、尤其中資企業債券的息率較高，成為基金停泊的港灣。

第三，「北水」持續「南調」，在滬港通使用額度、基金互認安排中北上基金的銷量等已反映出來，而內地湧港資金在進行離岸資產配置的考量中，往往只投熟悉的名字，中資企業的境外債券自然受惠。

多項因素推動企業境外融資

在債券投資需求旺盛的背景下，估計中資企業會擅用這市況窗口，積極進行境外融資。以下幾種因素會令相關趨勢持續。第一，美債融資成本持續偏低，尤其在環球經濟、金融及地緣政治的不明朗因素包圍下，聯儲局一再延遲加息決定，讓美元計價的債券息率繼續走低，令融資成本仍具吸

引力。第二，政策方面，當局規定企業境內發債總金額不能超過該企業資產淨值的40%，部分企業(尤其房地產行業)已觸及此水平，需另覓門路；而當局最近收緊資本外流亦令企業難以跨境調動資金去償還境外債務。

同時，發改委近月允許21家試點企業，利用境內母公司直接發行外債，並可把外債資金回流結匯，靈活運用，反映政策支持中資企業海外發債。第三，長遠來看，中資企業在「一帶一路」及「走出去」戰略下進行海外併購及擴展，都對境外融資需求旺盛。第四，未來數年將是現有債券到期的高峰期，自明年起每年將有最少500億美元的債券到期，市場將迎來龐大的續期(roll-over)及再融資需要。

香港近水樓台將續受惠

從全年看，雖然下半年趨勢看好，但由於今年第一季度的中資美元債較淡靜，下半年的發行量未必能完全補回，預測中資企業全年美元債發行量大概為去年全年的八成半，即接近1,000億美元左右。

長遠而言，境外市場對中資企業仍是理想的融資平台，香港作為這些企業走出海外發債的首站將會受惠，有利銀行承銷債券的業務及債券基金的銷售，相信各大金融機構都瞄準把握相關業務機會。

就業數據強勁 美經濟增長料加快

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

美國上周五公佈的7月份官方就業數據遠優於市場預期，令投資者對美國加息的期望再度升溫。但美國聯儲局目前並不只觀察美國就業市場情況，令投資者對未來利率的取態仍存在較大的懷疑態度。在這種情況下，究竟是就業數據有何重要性？對美國第三季經濟增長及利率前景又會有何啟示？

企業投資及勞動生產力仍較弱

7月份的非農職位增長達25.5萬份，遠較市場預期的18萬份為多。6月份的職位增長更向上修訂至高達29.2萬份，而早前的公佈為28.7萬份。雖然失業率意外回升0.1%至4.9%，但同期平均時薪按月升0.3%，而市場預期只有0.2%。即使失業率上升，但工資增長有所加快，反映對美國就業市場前景有改善，以往沒有工作但又不願找尋工作的人士，近期開始重返就業市場，令失業率略為回升。

在這份就業數據中，可以看到美國就業市場表現強勁，基本上沒有什麼壞的情況找到，故投資者對聯儲局加息的期望有所升溫。唯一略嫌不足的是生產率增長較慢，而且反映目前經濟復甦主要是依賴消費者開支，而非企業投資。雖然消費開支佔美國經濟增長的貢獻比率頗高，但企業投

資停滯，可以預視企業對大型增加資本存有頗大的保留。在這種情況下，難怪聯儲局對6月份的就業情況復甦，以至7月的議息，對美國經濟前景仍存有保留。

另一方面，美國在目前的經濟環境下，似乎仍有加息的空間，但主要原因是因為美國目前的利率處於偏低的情況。在經濟轉弱時，超低利率甚至量寬政策，的確對美國經濟存有刺激作用。但當利率長期處於偏低水平，久而久之，經濟增長及投資需要持續依賴寬鬆貨幣政策，但當利率長期處於偏低水平，一旦出現經濟逆轉，聯儲局基本上只有量寬的經濟，才可以刺激經濟，而利率政策對刺激經濟的作用已經很弱。

因此，聯儲局除了憂慮金融市場對超級寬鬆貨幣政策的不良反應外，更憂慮未來的不確定性一旦增加，將令聯儲局無法上調利率至合理水平。在這種情況下，聯儲局只好寄望下任美國總統及其政府，可以增加刺激財政政策的力度，從而推動經濟增長，而並非再依賴聯儲局。

由於6月份及7月份的就業數據遠較市場預期強勁，故不少地方聯儲銀行以至大型投資銀行，均已經上調了美國第三季經濟增長預測，有部分更預期，第三季經濟增長可能高達接近4%。

12月可能加息機會依然較大

在經濟轉強的情況下，市場再度推測聯儲局可能在12月加息，目前加息機會已升至大約四成水平。因此，美匯指數在95水平似乎有良好的支持。12月仍然是較多投資者認為加息的時間。

由於加息預期升溫，美國國債息率再度回升，而金價已顯著回落。但是，我們近日已分析了為何美匯指數並非如市場預期強勁的走勢，主要是反映投資者對經濟前景以至利率走向存有懷疑之外，其他國家央行實施超寬鬆貨幣政策，令聯儲局被逼推出更寬鬆的貨幣政策，以抵銷強美元的影響。



■美聯儲局除了憂慮金融市場對超級寬鬆貨幣政策的不良反應外，更憂慮未來的不確定性一旦增加，將令其無法上調利率至合理水平。資料圖片

互聯網專車合法化 行業巨頭當旺

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理
何天仲

上月底，內地政府正式發文承認互聯網專車(以下簡稱專車)的合法性，長期處於灰色地帶的專車終於獲得認可，其發展潛力可望得到充分釋放。此外，本月初滴滴出行宣佈將收購優步(Uber)中國，內地專車市場將出現一家獨大的局面。兩家合併無疑可以緩解「補貼戰」對雙方造成的巨大財務壓力，同時有助專車公司專注自身業務發展，提升服務質量，值得留意。

傳統計程車由於運力不足及服務單一等原因，難以滿足民眾的出行需求，為專車發展提供了空間。專車不但可有致彌補公眾交通工具的運力不足，而且其服務方式更加靈活便利，乘車費用也更低，迅速獲得消費者認可，發展速度驚人。

由於專車觸及多方利益，同時屬於新事物，其業務合法性一直備受質疑，發展一度陷入停滯，此次政府正式承認專車的合法性料可為行業發展注入新動力。據統計，2015年內地移動端出行服務使用者的乘客數量已經高達3.99億人次，其中專車用戶達到1.9億人次，拼車用戶也達到1.6億人次。相信隨着專車覆蓋區域進一步擴大，專車乘客人數仍可上升。

巨頭合併 一家獨大

專車公司在發展初期為搶佔市場份額大打價格戰，儘管用戶增速強勁，但一直是虧損經營，財務壓力巨大。早期滴滴和快的兩大公司經歷多次「補貼大戰」之後，

以合併成滴滴出行畫上句號。至近日滴滴出行與Uber再度演繹同樣劇本，說明價格戰只會雙輸，整合各方資源共同發展才是長久之計。

雖然合併有利專車公司的長期發展，但同時亦帶來行業集中度過高，或會引致壟斷調查等問題。滴滴出行和優步中國合併後，其市場份額將超90%，抑制了競爭對手的發展。在專車合法化以及滴滴出行與優步中國合併的雙重壓力下，其主要競爭對手神州租車(0699)的股價自7月29日起3日內累計下跌了約8%。

如何實現盈利惹關注

筆者認為，滴滴出行無疑將成為專車市場的龍頭，短期內難有挑戰者出現，而專車合法化則為其進一步發展掃清了障礙。內地專車市場將進入新的發展階段，預計專車公司服務多樣化及業務多元化或成為新趨勢，而實現盈利將是專車公司下一步發展目標，值得關注。



■優步是一個智能手機電召汽車服務應用程式，始創於美國，後來服務擴展至全球幾百個城市。資料圖片

平錢通街走 不確定性增加

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

金融危機之後，各國就一直採取各種工具刺激經濟。在6月末的英國脫歐公投後，市場重新聚焦以美聯儲為首的各主要央行貨幣政策走勢。

可以說，整個7月是修復的一個月，各類資產從英脫歐公投短線影響中走出來，各央行比較一致地持保守態度，保持利率不變或者如日央行一般象徵性地放下水，誠意不足。不過，進入8月，第一周澳聯儲便打起頭陣，宣佈降息25個基點，利率水平再次創下歷史最低。隨後，英央行同樣宣佈7年來首次降息，同時擴大QE規模，並大幅下調經濟預期。而就在本周四，新西蘭央行追隨腳步，宣佈降息25個基點至史上低點，並表示還要加大寬鬆力度，這一舉動同樣符合市場普遍預期。

多國減息後匯率紛走高

不過，大家可發現一個有趣的現象：不少市場人士信奉的所謂傳統智慧說，當一國利率下降時，匯率也會下降，但無論是澳元、日圓抑或是紐元，都分別在降息後，非但沒出現大的回落，反而大幅走高。就拿今日降息的新西蘭來說，紐元在決定宣佈後，短線反彈一度衝至0.7341，隨後回吐升幅。

其實，不難看到紐元從今年以來，就一直上行通道中，累計升幅逾6%，從6月以來動能加強，基本企穩50日線，百日線支持有力。澳元同樣強勢，年初至今累計漲近6%，從8月2日宣佈減息後，可以算是買盤力量持續，一路逼近年內高位，升近0.78水平。日圓的例子更是明顯，安倍和日央行不斷推出刺激政策，但日圓卻一路走高，今年

以來漲逾15%。

顯然，澳元和紐元不跌反漲的原因比較相似。它們雖然降息，但相對其他國家來說，澳紐仍有息差優勢，繼續吸引資金流入，加上此次降息都在預料之中，市場或解讀為利空出盡。然而，面對不斷的經濟下行壓力，加上脫歐的影響還將陸續地體現出來，各國(尤其是英國、乃至整個歐洲)的風險都存在，且一時難以度量，全球寬鬆的貨幣環境還將持續，甚至還有進一步的放水。但是，與此同時，也可發現，不少也真的是有心無力，幾乎快用盡了各種方法，但效果卻在遞減。

非農數據強 影響卻成疑

另一邊廂，剛好另一方向的美聯儲加息道路，似乎也是頻頻受阻。自從去年底靴子落地後，美聯儲就一直處在複雜多變的國際環境中，遲遲不能採取行動。由於加息決定受到數據影響較大，加息預期也是一路在改變。近期，連續兩份非農報告一度令9月加息可能性倍增，但非農的作用非常有限。加上伯老表示，美聯儲可能不那麼急於加息，加息預期降溫。

12月或加息 宜保持戒備

此之所以，美匯指數反彈動能有限，受制於頑固的200日線阻力，目前擴大跌幅，失守96水平，跌穿5和10日線，險守50日線，基本維持在100和200日線之間。不過，值得一再強調的是，面對全球寬鬆環境，加上美國大選在即，12月仍是重要時間窗口，但投資者的確要保持戒備，不確定性在增加。



■全球寬鬆的貨幣環境還將持續，甚至還有進一步的放水，亦刺激熱錢續流入股票市場。圖為美國證交所。資料圖片

Pokémon Go 熱潮 任天堂宜見好收

興證國際證券副總裁

湯紹彰

大家還記得兒時看過的卡通片嗎？當中一句經典對白，「出嚟啲比卡超」喚起了不少80後的回憶，亦喚起了任天堂低沉的股價。任天堂給人的印象是，紅白機、經典、仔寶兄弟同寵物小精靈。曾幾何時任天堂所出的家用遊戲機是吸引小朋友的最佳武器，然而Sony的playstation，令任天堂不得不去創新來迎戰，使Mario Kart能夠街知巷聞，不論早期的NDS聚會，或是後期的遊戲機中心買張卡去儲車儲分，Mario Kart成為當年不少朋友外出聚會時的必需品。

作為一間遊戲機生產商，任天堂在家用和手提遊戲機上一向都是先驅者，手提遊戲機Gameboy，以及經典遊戲寵物小精靈，令任天堂在十多年前雄霸天下。然而科技進步，令大家對遊戲質素開始變得有要求了。而任天堂在這個大潮流下開始慢慢地被市場拋棄。不久就被Sony的PS系列及微軟的Xbox取代，PSP、PS的總銷量也遠比Gameboy及紅白機高。

過往多為人作嫁衣裳

2006年底任天堂重整旗鼓，再次創新地用WII帶領體感遊戲的興起。那時每次到朋友家中總會玩下WII sports(打網球、打拳)等，及後再引起不少女士們做瑜伽/減肥等配套產品。但可惜的是畫面這個老問題成為它的致命傷，打個比喻是4K畫面是主流，畫面十分精細，但是任

天堂就是720P，不是差，但可以再精細再進步一點，所以令人會覺得是恨鐵不成鋼。Sony及Xbox也很快緊隨其後並追過其進度。任天堂又再一次成為帶起潮流，但是最後賺得最少那個。

2016年任天堂再借Pokémon Go 打入手機遊戲AR業務，外國反應十分良好，首先開放的澳洲伺服器應付不了。而網上流傳一段短片，有大約100人集體去了一個地方居然只是為了捉一隻小精靈；不少團體、機構均要對這遊戲發出提示指引(因不少玩家太過投入而發生意外)，明顯已經造成一個熱潮。而利用AR將遊戲有室內帶出室外，相信這只是一個開端，各大廠商定必會再這多方面嘗試，成為短期激烈的戰場。

炒高追貨需留意三因素

說回股價方面，任天堂在短短一周已經抽升了70%，現時去追，當然都會畏高。但幾個要點還是值得留意的：1、Pokémon Go本身是免費的，遊戲中的高級精靈球是需要玩家付費來購買。暫時付費的意慾未必好大，因這個遊戲暫時不設PVP系統(玩家對戰系統)，一旦推出，定必令付費玩家的數量大增。2、Pokémon Go現在只是開放了澳紐、美國地區及港台地區，傳聞本周末會再開多近二十多個地區，留意到最後亞洲區都全面開放時，反而可能會有機會成為好消息出貨的機會。3、任天堂不是直接持有Pokémon Go的股權，暫時估計遊戲的利潤分配可能約Apple(30%)、Niantic(30%)、寵物小精靈公司(30%)、任天堂(10%)，但這點值得下期再詳談。

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。