

兩地資本互聯互通 港資產管理業添動力

中銀香港策略員

李明揚、譚愛環

內地與香港基金互認自今年初正式推出以來，市場反應理想，香港註冊基金在內地銷售(「北上基金」)成績十分踴躍。截至7月底，北上基金累計淨匯出金額逾38億元人民幣，7月單月銷售突破11億元人民幣，創下基金互認推出以來的新高，而南下基金銷售約6,600萬人民幣，可見香港的基金產品深受內地投資者歡迎，香港逐漸發展成為內地投資者境外配置資產的重要平台。

香港證監會於上月公佈了《2015年基金管理活動調查》，2015年年底香港的基金管理業務合計資產約17.4萬億港元，按年輕微下跌1.6%，是2011年後首次出現回落，主要受到環球資產(包括股票、商品等)價格下跌所拖累。

雖然香港管理資產規模輕微收縮，然而香港基金管理業務的參與者顯著上升，更多來自內地的資產管理公司在香港開拓業務，去年獲發牌於香港提供資產管理服務的法國數目按年上升超過10%。

同時，內地與香港基金互認政策吸引資產管理公司以香港作為其基金的註冊地，在香港註冊成立的單位信託及互惠基金也增長了10.4%。

財經評述

調查亦顯示，去年香港的私人銀行業務發展蓬勃，2015年私人銀行業務的基金管理規模達36,660億元，增長超過18%，估計主要受惠於更多內地高資產淨值人士以香港作為離岸理財平台。

港私人銀行業務發展蓬勃

人民幣匯率波動及內地整體投資收益率下降，亦推動內地富裕客群在港進行資產配置，有利私人銀行業務的發展。在此良好基礎上，預計以下三大機遇將為香港資產管理業務的進一步擴大發展締造良好契機：

第一，亞太區內財富持續增長，帶動更多私人財富管理業務。根據巴黎顧問機構Cap Gemini數據，2015年全球私人財富按年增長4%至58.7萬億美元，其中亞太區增長勢頭更超過北美，增長10%至17.4萬億美元。隨着中國內地高資產客戶的財富增長加快，而中國資本賬進一步開放，更多內地的資金可通過多元化通道進入香港金融市場，包括QDII、RQDII、滬港通、基金互認及今年底前推出的深港通等，這些均有利「北水南調」，成為資產管理的重要增長引擎。

捕捉內地大資管投資需求

第二，香港可與內地市場形成良性互補，捕捉內地大資管發展所帶動的投

資需求。按市場估計，在內地大資管蓬勃發展的背景下，內地資產管理規模已達到約14萬億美元，近三年年均增速更高達50%。同時，內地保險公司等大型機構均有將資產配置在海外進行投資的需求，採取多元化策略。

截至2015年底，中國保險業總資產高達12萬億元人民幣，而內地保監會規定境外投資佔保險公司資產比率最高可達15%，即其可投資海外的資產可達1.8萬億，有很大的業務潛力。香港作為主要的離岸平台，可與內地資產管理市場形成有效互補，共同合作滿足內地機構類客戶境內外的投資需求。

助吸引更多海外資金流入

第三，香港特區政府和政策制定機構加快落實相關政策，推動資產管理業務。近年內，特區政府加快推動各項優惠政策落地，例如全面豁免交易所買賣基金轉讓的印花稅、豁免離岸基金利得稅的適用範圍擴大至私募基金、推出財資業務相關利潤的利得稅減半等政策。香港政府旨意將香港打造成可提供全方位服務的「全球資產管理中心」。這加大了香港對有意赴亞洲設立地區總部的跨國企業的吸引力，預計將吸引更多海外資金流入香港進行投資及財資管理。

綜合上述分析，香港應緊握市場發展機遇及政策優勢，進一步做大資產管理業務，推動香港發展成為亞太區最重要的資產管理中心。

息率變動未明 後市波動或加劇

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

本星期的重頭戲，當然是今日(星期五)聯儲局主席耶倫在全球央行行長年會上發表的講話。過去，這些場合只會被視為央行行長之間的交流會議，但由前聯儲局主席伯南克開始，有兩次曾經提及將會推出量化寬鬆措施(QE)及一次扭曲操作措施(Operation Twist)，引致市場關注。究竟是次耶倫會談及什麼？對利率及經濟表現又有何啟示？

自6月份起，美國就業數據出現明顯改善。當中，最明顯的是非農業職位增長遠超市場預期，成為推動美國經濟的重要證據。由於美國就業市場持續改善，令不少地方聯儲銀行行長均表示，今年內應會加息，但目前時間上存有相當分歧。當中，最具權威性的是紐約聯儲銀行行長杜德利，於上周四便表示，近期美國新增就業增長強勁，期待已久的中等收入人士就業情況轉好，是美國勞動力市場健康發展的兩大積極信號。

聯儲兩高層對加息表樂觀

據他表示，近幾年教師、機械工的工作在減少，導致

工資不平等，而這種趨勢已經在扭轉了。經過了很長的時間後，美國中等收入崗位的就業增加數目，超過了高收入和低收入的就業增加數。不論對中產人士，或力爭上游的低下階層，均是一件好事。雖然他未有就貨幣政策作出評論，但他上月初在另一公開場合曾經表示，聯邦基金利率期貨低估了加息的可能性，並未準確反映聯儲局的立場，顯示他亦不排除9月份加息的可能性。

除了紐約聯儲銀行行長杜德利之外，聯儲局副主席費希爾於周日的最新講話，亦為聯儲局今年加息提供了另一支持。

他表示，過去六年就業職位大幅增長，目前已經接近充分就業水平。雖然整體通脹目標趨向聯儲局目標2%的情況並不理想，截至今年6月的十二個月內整體PCE通脹率不足1%，但核心PCE通脹為1.6%，處於接近2%的水準，而核心CPI通脹目前已超過2%，故他認為美國通脹已經接近聯儲局的目標。

對於美國經濟情況，他的看法頗為樂觀，預料美國經濟增長將會回升，主因投資方面會有較明顯的復甦，而美元早前升值對美國經濟帶來的負面影響亦已經減退。對於長遠美國經濟方面，他認為仍需要增加公共部門的投資，特別是基礎設施及教育方面的開支，以及鼓勵私人投資，以推動美國經濟長遠增長。

耶倫言論或由鴿派轉鷹派

從紐約聯儲銀行行長以及聯儲局副主席的言論，我們認為有機會是為聯儲局主席耶倫本周五於Jackson Hole舉行的全球央行行長年會講話吹風，而且耶倫的言論有機會由早前的鴿派轉向鷹派。即使耶倫未必說明短時間內宣佈加息，但她的講話可能對美國經濟前景感到樂觀。

若她的言論真的按照我們的估計出發，將會有利美元及美國銀行的表現。前者，主要是受惠於與其他貨幣息差擴大；後者受惠於利差擴大，對利息收入有幫助。惟金價、美債及美股卻可能帶來短期壓力，預料金價有機會回落至1,300美元左右。



市場關注美息下月會否上調，預計股價波動將擴大。資料圖片

內險監管趨嚴 前景仍吸引

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

受惠於民眾保險意識不斷增強以及政策放寬，近年內地保險業迎來蓬勃發展。今年上半年，內地保險業保費收入同比大增近四成，其中壽險業務同比增長45.2%，表現最為搶眼。

不過，在當前利率下行以及股市低迷情況下，保險業的投資收益也有所下滑，優質資產成為眾多險資追逐的對象，部分新興平台類保險公司開始採取較為激進的投資方式，已引起監管部門關注，未來行業監管力度或會提升，值得關注。

據中國保監會統計，截至今年7月底，內地保險公司原保費收入同比增長35.41%至2.08萬億元(人民幣，下同)。其中財險公司原保險保費收入同比增長8.35%至5,341億元，壽險公司原保險保費收入同比增長48.17%至1.55萬億元。

投資收益降 萬能險或收緊

產品方面，健康險業務原保險保費收入2,743億元，同比增長94.05%，接近翻倍，是增長最快的產品；壽險業務原保險保費收入同比增長41.65%至1.27萬億元，佔總保費收入逾六成。由於內地已步入老齡化社會，民眾對醫療健康需求旺盛，健康險和壽險的增長前景仍非常廣闊。

雖然原保險保費收入大幅增長，但在利率下行以及股市低迷雙重影響下，保險資金的投資收益率也呈下跌趨勢。今年上半年，內地保險公司資金運用餘額約1.26萬億元，較年初增長12.37%，惟資金運用收益僅實現2,944.82億元，同比下降42.32%，資金運用收益率僅2.47%，同比下降2.69個百分點，折損過半。面對慘淡的投資環境，保險資金陷入了配置困難且投資彈性降低的困境，對萬能險和

分紅險的影響尤為明顯。

其中，萬能險保費增速已由2月的環比增長98.3%，迅速降至6月的僅7%，保險產品負債端成本偏高與資產端收益下行的矛盾日漸突出，投資端甚至已出現「資產荒」問題，個別公司在資產配置上也漸趨激進。過去一年，安邦保險及前海人壽等險資頻繁舉牌萬科等上市公司，引起了各方的關注和討論，其中萬能險等產品成為險資短期吸金利器，所受爭議也最大。

內險公司收入料仍持續增長

萬能險有最低保證利率，屬理財型保險產品。若險資將大量萬能險資金集中投資於個別上市公司，風險極高，因此近日有消息稱中國保監會擬重拳整頓保險市場，主要針對萬能險等高現價產品，並對保證利率作出限制，中金公司預測將有約5,000億至6,000億萬能險資金未來會撤出A股。

短期來看，保險公司的萬能險等產品的發行及資產配置或會受到一定影響，惟長遠來看，內地居民保險意識增強以及老齡化，可助保險公司收入持續增長，行業發展前景仍非常吸引。



受惠於內地民眾保險意識不斷增強，以及政策放寬，近年保險業迎來蓬勃發展。圖為位於北京金融街的國壽公司。資料圖片

貨幣政策主導

靜待耶倫講話

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

全球投資者目光放在周五Jackson Hole央行行長年會，靜待耶倫講話，各類資產波幅有限，暴雨前般平靜。

顯然，貨幣政策是近年影響資產價格最主要因素。當個別事件發生後，譬如英國脫歐公投，資產價格很快修復，焦點重回央行政策，而這一點，各國分歧頗大。一面是美國在經濟復甦有成果下，有意推動加息，一面是歐日等地維持寬鬆環境，以圖刺激經濟。兩方的變化權衡，便是牽動各類資產的主因。

近期，美聯儲加息一事再被討論。數據不一，決策分歧大，投資者困惑。此次講話前，美聯儲官員鷹派言論引起市場重視，杜德利及費希爾兩人的觀點，外界認為，跟耶倫較接近。

其實，美聯儲現下如果要加息，自然有多個理由支持，若選擇不加，也可擺出理據，一切在決策者取捨中。到底是美聯儲覺得市場過於輕視加息可能性，所以放鷹派言論，但只是煙霧彈？抑或給我們暗示，這次會給市場一點意外？誰都不敢懈怠，各種猜測不斷。

VIX本周三連漲恐隱憂

細看VIX本周連漲三日，說明大家緊繃神經，只待周五。股市表現乏力，主要受到重磅股業績影響，缺乏新熱點。美股在7月初表現強勁，動能十足，近期也偶有創新高，整體維持在高位震盪。港股有些類似，之前累計較多升幅，加上利好出盡，大市在兩萬三水平受阻，表現牛皮，缺乏方向。

匯市方面，美匯指數近期波幅較大，受不斷變化的加息預期影響。周內連續三日走高，但是維持在94至95區間內，100日均線下方，缺乏動力作出突破，好淡雙方都比較謹慎，不敢在耶倫講話前輕易下注太多。其他貨幣也大多維持水平調整，日圓在100水平窄幅上落，並沒有受到避險需求而有太大變動，但包括日本、澳洲及新西蘭的放水預期繼續存在。

貴金屬均失守重要支持

貴金屬周三前同樣維持震盪，惟周三起抵不住壓力，較明顯地下跌，尤其是黃金、白銀和鉑金均失守重要支持位，跌破多日盤整區間。具體看，黃金價格在脫歐公投後，從7月起，維持在1,300至1,400美元區間內波動，而進入8月以來，1,330美元便形成重要的支持位。

誠然，全球寬鬆的貨幣環境下，黃金是理想的防守工具。但本周三金價失守1,330美元，並跌穿50日線。其實，在過去幾周黃金淨頭寸就已經大幅下降，黃金此番破位後有望進一步下探，尤其是周五耶倫講話前後，波幅將加劇。

目前只得靜待耶倫，如果真的提前加息，那麼，對貴金屬一定有壓力，但考慮全球經濟下行壓力大，寬鬆需求客觀存在，資金對於貴金屬的避險需求，並不見得就此消散。



分析認為，美聯儲局如果要加息，自然有多個理由支持，若選擇不加，也可擺出理據，一切在決策者取捨中。資料圖片

央行技窮 美股高處不勝寒

興證國際證券宏觀策略分析員

葉旨暉

美聯儲主席耶倫在香港時間今晚會於全球央行年度經濟座談會(Jackson Hole Economic Symposium)發表萬眾矚目的演講，從今年座談會主題「為未來設計具適應力的財政政策架構」(Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future)，便可知道央行行長們正在想如何在「零息時代」有「新武器」應對將來未見之風險。

政策影響力逐漸降低

當央行對資產市場及實體經濟的邊際影響日漸減退，央行還有什麼「新武器」達至政策目標？昨日華爾街日報首席經濟評論員Greg Ip分析，長期低息及低增長環境已經令各地央行政策影響力逐漸降低，因此它們急需尋找新的方案，以令其政策在以後仍能左右大局。

Greg Ip提出三個可能路向：分別為維持現有政策同時接受低增長現實；再度開啟印鈔機，即是以「直升機

派錢」等更激進措施刺激經濟；或提高通脹目標令自然利率(natural interest rate)上升，從而刺激經濟。

Greg Ip之分析仍待時間驗證，但發達經濟體的央行現時可行之路越來越窄確是事實。英國、歐盟及日本在重重刺激下，經濟增長依然步履蹣跚。美國經濟雖然繼續溫和復甦，但是否足以支持聯儲局馬上加息仍是未知之數。

說回資產市場，美股最近一個月市況淡靜，標普指數在8月起無論成交及波動皆為新低，指數不但沒有一天有超過1%的變幅，而且反映投資者預測未來指數波動的VIX指數在最近一個月變動輕微。若我們參考以企業10年平均盈利計算的席勒市盈率(Shiller P/E)，標普指數現時的Shiller P/E約為27倍，為金融海嘯後最高水平。

另外，美債殖息曲線由年初至今趨趨平坦，代表短期國債殖息率上升而遠期下降，加上利率期貨反映市場預期12月加息機會已逾一半，凡此種種正在反映投資者急切等待聯儲局進一步行動，因此一齊暫時按兵不動。美股是否高處不勝寒？反正已有外資大行報告指美股面臨莫大風險。

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。