

深港通會重演滬港通行情嗎？

中銀香港高級經濟研究員
蘇傑

自8月16日內地與香港同時宣佈深港通啟動日程以來，相關準備工作正穩步推進。深圳證券交易所於9月12日開啟港股通業務聯網測試，香港結算計劃於10月至11月的三個周末安排一系列市場演習，香港交易所亦陸續在內地多個城市舉辦深港通培訓班，幫助券商和機構備戰深港通。預計最快11月中旬各項準備工作或會就緒。隨着啟動逐漸進入倒計時，市場普遍關注深港通真的會重演滬港通當年的行情嗎？

市場環境今非昔比

相較於2014年4月10日宣佈滬港通日程，11月17日啟動，目前內地與香港股市面臨的投資環境大相徑庭。當時全球化寬鬆貨幣環境持續，美股屢創新高，而內地A股市場經歷2009年開始長達五年的調整，證券業處於業務創新和加槓桿的進程，資金、政策等利好因素疊加，最終迎來兩地股市「大時代」的來臨；當前國際市場不確定性因素增加：美國再次加息的靴子始終可能落地，歐洲、日本等擴大量化寬鬆規模的空間有限，還有英

財經評論

國脫歐、全球信息上揚、大宗商品價格仍未企穩等。內地市場在經歷去年中大幅調整之後，證券行業步入加強監管和控制槓桿的階段，防範金融市場系統性風險成為重中之重，投資者信心仍未復原。港股則受制於外圍市場風險與內部經濟疲弱疊加，難以呈現大幅上揚行情。

資金流向或現不同

滬港通開通初期，「南冷北溫」是其顯著特徵。其原因主要由於港股適合資格股票大部分為藍籌股（不利於內地投資者炒作）、換匯結算風險、資金門檻以及市況波動等因素。儘管深港通尚未啟動，但南北資金流向已自去年年底開始變化。今年以來，港股通自4月22日至7月22日連續出現長達三個月資金淨流入，8月5日至9月12日連續29个交易日淨流入資金規模近640億港元，日使用額度餘額佔比曾觸及42.03%的紀錄低位；反觀滬股通，資金流入與流出互現，截至9月12日有四個交易日當日資金流出超過10億元（人民幣）。

每日額度使用餘額佔比僅深港通宣佈當日錄得61.39%的低位，其餘交易日均在87%-117%之間徘徊。另外，從兩地市場透過滬港通的每月日均成交額看，港股通6月（40.18億港元）和8月（41.32億港元）均超越滬股通

美對德銀開天價罰單 反映歐美政治角力

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

歐盟委員於上月底，裁定向蘋果提出130億歐元的天價罰單，主因歐盟認為愛爾蘭政府向蘋果公司提供了過多的稅務優惠，是同類罰款中最高金額。雖然蘋果公司是一間美國的私人企業，但巨額的罰款，可以被視為一些政治上的看法。但不出三星期，美國司法部便向德意志銀行提出140億美元的天價罰單，作為擺平其所有官司的罰款。究竟美國司法部提出的罰款，對德銀以及歐美之間的政治會構成什麼影響呢？

於2005年至2007年期間，德銀於美國發行並承銷住房抵押貸款支持證券(RMBS)。但2008年的金融海嘯，令美國樓市大跌，亦令相關投資者承受了很大的金錢上損失。及後，美國司法部向不同金融機構進行調查，並開出了不少罰單。例如，美國司法部於2014年曾要求花旗集團支付120億美元罰款，作為了結其銷售劣質MBS的司法調查，而最終雙方的和解金額為70億美元。在同類案件中，高盛亦同意支付了50.6億美元，以了結在銷售抵押債券時的誤導行為的司法調查。

但是，德銀的調查與罰款，似乎與花旗及高盛的情況大有不同。首先，集團早於三年前，已就一些指控與美國司法部達成協議，而2013年德銀同意支付19億美元和解費，作為集團在2008年金融危機前，向房地美及房利美銷售價值142億美元MBS案件。

但此時舊案件被要求要求繳交天價罰單，則顯示了歐美之間的政治角力，已上升至企業的營運層面。在蘋果官司公佈結果後，當時已有美國政客表示，歐盟在逃稅上引起的爭端，可能令美國採取報

復措施。

其他金融機構財政情況近年有所改善，故能夠承擔這些罰單。但是，德銀近年的財政情況似乎有欠理想，公司今年首兩季的盈利，分別同比大跌60%及98%。第二季的盈利僅只有18百萬歐元，勉強保住盈利。此外，美國聯儲局於年中公佈的壓力測試結果顯示，德銀於美國的公司已經連續第二年未能通過有關測試。8月份，曾經有媒體指德銀與德國商業銀行曾經討論有關合併的可能性，結果雙方未能達成一致協定。

市場目前的評估顯示，若美國司法部最終向德銀開出70億美元或以上的天價罰單，集團便可能需要出售大部分資產管理業務，包括美國市場方面。德銀自金融危機以來，已三次增加資本合共317億歐元。但集團於今年的歐洲銀行業壓力測試中，在極端環境下的普通股一級資本充足率(CET1)為7.8%，較其他歐元區銀行的平均9.4%為低。

更令投資者憂慮德銀的情況，是因為集團仍有其他官司等待裁決。當中包括外匯操控、金銀市場操控及替俄羅斯客戶非法轉移數百億美元資產等。目前，德銀共對訴訟賠償作出了62億美元撥備。一旦高於這個金額，對德銀的財政可能帶來負面影響。

政治問題終歸由政治解決

德銀是次的天價罰單，明顯地是因為政治因素，多於其他原因。根據目前情況看，要由政治層面去解決問題，多於由經濟上去解決問題。德銀股價今年以來已經累積下跌46%，而且近日其CoCo Bond債券價格再度下跌，以及早前索羅斯曾沽空德銀股票等，顯示投資者對德銀的前景不感樂觀。

居民加槓桿 內房續火爆

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理
何天仲

今年以來內地房地產銷售延續火爆勢頭，並出現由一線城市向二三線城市蔓延趨勢。雖然6月以來內房銷售面積和銷售額均有所回落，但仍保持在較高水平。內地本輪樓市上漲始於上年的「330新政」，在優質資產匱乏的大環境下，樓市成為各路資金激烈爭奪對象。地方政府、銀行、開發商和個人投資者相互捆綁，地王頻現，樓價暴漲，槓桿持續攀升，雖然帶動樓市火熱，但也在累積風險，值得關注。

據國家統計局數據，今年1-8月，內地商品房銷售面積達8.74億平方米，同比增長25.5%，銷售額達6.66萬億元（人民幣，下同），同比增長38.7%，呈量價齊升景況。其中，東部地區交投最活躍，銷售面積為4.28億平方米，同比增長27.4%，銷售額達4.27萬億元，增長44.7%，房價升幅最大。

中部地區商品房銷售面積達2.39億平方米，同比增長31.7%，增速最快，銷售額1.32萬億元，增長41.7%。西部地區銷售面積2.08億平方米，增長15.7%，銷售額1.07萬億元，增長16.3%，樓市表現分化。

樓市火熱的背後，是內地個人住房貸款快速增長。新公佈的內地8月份信貸與社會融資數據顯示，住房貸款

佔比逾七成，樓市火爆程度可見一斑。而據內地18家上市銀行公佈的半年報數據，今年上半年個人住房貸款餘額合計達13.88萬億，其中新增2萬億元，佔全國金融機構新增個人購房貸款的85.05%。新增個人住房貸款佔新增客戶貸款和墊款總額的比例升至45.46%，顯示銀行正在調高個人住房貸款配置比例，在政策支持居民加槓桿背景下，預計未來該趨勢仍會持續。

三四線城市去庫存壓力極大

樓市火爆，也使商品房庫存面積有所減少。據統計，截至8月底，內地商品房待售面積7.09億平方米，較7月底減少512萬平方米，較去年底減少983萬平方米。由於內地房地產開發投資增速持續回落，商品房供應速度低於銷售速度機會大，預計下半年庫存或會進一步減少。但在中西部地區，尤其是三四線城市，樓市低迷，仍面臨極大去庫存壓力，樓市分化料將持續。

當前內地正處於居民加槓桿來消化樓市庫存的階段，由於住房貸款相對較優質，銀行在「資產荒」的背景下也樂於加大相關資產配置權重，助長了樓市升勢。

不過，現時內地不少城市樓價已出現明顯泡沫，樓市一旦出現較大調整，難免會對整體經濟造成較大衝擊，近期部分城市已開始加碼樓市調控，短期樓市或會降溫，投資者需留意風險。

公私合營共建世界級海濱

香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師（產業測量）
陳東岳

「維多利亞港」是香港象徵，碧綠的海水配襯起維港兩岸的建築群，無論日夜景色均為世人所稱頌，是「東方之珠」這個美好稱譽的天賦基本元素。怎樣好好運用這項本港獨有的天然資產，妥善保護及美化維港海濱，是港人的共同目標。為建立世界級海濱這個長遠目標，港府早於2004年開始先後成立「共建維港委員會」和「海濱事務委員會」。根據後者的網頁，委員會的成立主旨在於在構想、規劃、城市設計、市場推廣及品牌建立、發展、管理及營運海濱用地及設施方面，擔當倡導、監察及諮詢角色；以及就海濱規劃、城市設計、發展及管理工作方面作出整體統籌及監督等。

就目前進度來看，發展得比較快而成熟的主要是中西區的「中環海濱活動空間」，除了大家在維港兩岸很容易看到兼且廣受歡迎的摩天輪外，較早時候廣為傳媒報導的黎明演唱會，以至今年暑期6月至8月由一個名為「中環夏誌」所主辦的多項活動，包括由世界級藝術家雕塑展「博特羅在香港」，到一連串諸如「波波遇上泡泡」、「印度猴神嘉年華」、「保良局青年創業體驗計劃」、「香港街馬嘉年華」等親子、藝術、消閒、娛樂、設計、運動等免費主題活動；剛舉行的「國際寶石及珠寶節」、下月舉行「香港管弦樂團」演出，還有預告於明年3月與香港藝術周及巴塞爾藝術展香港展會同步的中環海濱Art Central，都

在中環海濱活動空間舉行。看來這個位處中環CBD核心的公共空間，已經逐漸成功建立其地標品牌，為社會各界所樂於使用。

特首施政報告提出在三地設釣魚區試驗計劃，康文署建議在中環立法會對出長約54米、面積約200平方米海濱長廊，設立首個釣魚區試點，並斥資350萬元加建垂釣設施，另額外經常開支每年90萬元，一年試驗期，假如社會反應佳則推廣到其他地區。中西區區議會將於今年11月至明年1月，在西環海濱舉行「西區副食品批發市場墟日嘉年華」，藉以推廣該區購物及旅遊。這是在消閒遊興等用途之外，區議會善用海濱促進地區經濟發展的例子。

政府可攤分租金收益

其實上述眾多不同種類活動，除了釣魚區計劃外，絕大部分屬於短暫性質，雖然都是服務社會大眾，但其運作成本及管理多需要依賴政府資源。要符合可持續發展的原則，理想最是項目本身能夠產生經濟效益，長遠能夠自行負擔其支出成本自給自足。筆者認為在近期諮詢的灣仔北海濱，由於沙中線港島線沿海岸而建，會展站更近在咫尺，交通條件優厚，假如能在海濱規劃上，比如配合原銅鑼灣遊艇會遷址重建成多層多功能綜合海濱中心，甚至公私營合作方式，而政府可以攤分租金收益，從而支付海濱管理的成本。假如此例成功，可考慮在維港內甚至荃灣區海濱覓其地合適地段，配合該地區海濱特色，作類似模式發展。

美預告年底加息 日央行新招效果成疑

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

本周，各央行決議匯集的一周，在其他主要央行偏向按兵不動，最受關注的便是美聯儲和日央行的行動。

對於美聯儲，此次會議前加息預期不斷變化，也讓這次決定如此被重視。英國脫歐公投後，各大市場很快便得到修復，加息一事重新被放回桌面。在美聯儲決策者們，尤其是副主席鷹派言論後，9月加息似乎變得非常大可能，數據方面好壞不一。直到決議公佈之前，各界爭論依舊不斷。

周四凌晨，美聯儲最終又一次維持利率不變，但明確指出年內加息概率增加，似乎在給12月行動做鋪墊，同時，亦下調未來幾年的加息路徑。會議上有三名委員投反對票，認為應該加息。耶倫指需要看到更多數據驗證，只要就業持續轉好，又未有重大風險，預計加息一次。

大選料料不加息 12月機會高

重點是，今次不加，但既已明言年內會加，則很易對號入座，大選期不加，則只有12月，這亦跟外界的利率期貨所隱含的概率相符合。

畢竟經濟數據和市場預期往往有落差，沒有一個非常完美的加息時刻。如此一來，雖然有所預期，市場仍出現及時的反應，股匯金債在聲明發佈後坐上了過山車。有恐慌指數之稱的VIX回落16.46%。美股美債上揚，但短期美債表現不及長期美債。納指創下盤中記錄新高，周四亞洲股市也普遍上漲。

美匯指數波幅加大，先擴大跌幅後反彈至96關口，又震盪走低，跌穿50日線，暫時有100日線支援，今早延續跌



■對於日央行新推出的招數，市場目前並不怎麼買賬，對效果持觀望態度，但是在為進一步寬鬆做準備。圖為日本央行。

深港通將啟動 投資者宜見好收

興證國際證券客戶投資部副總裁
居有莉

近日港股市場盛傳深港通鐵定於未來兩個月內啟動，剛巧前晚美聯儲公開市場委員會宣佈維持利率不變，市場普遍預期今年12月前美國都不會加息。市場好友據此判斷會有2個多月的想像空間，令香港股市興奮不已。

為了配合深港通啟動，內地金融管理部門推出多項新政策，似乎是鼓勵內地資金投資港股。最為市場津津樂道的是保監會批准內地保險公司買入港股，據說有萬億險資準備南下。姑且不論消息真假，僅就內資南下所需兌換的外匯金額，就足以考起人民銀行的外匯專家。考慮到資金外流造成的人民幣貶值壓力，靠大量內地資金支撐起港股牛市的可能性其實不大。

國家隊減持A股惹關注

當投資者被樂觀情緒帶動湧入股市的時候，我們必須保持冷靜，其實市場上的負面因素正在逐步累積，勢將影響港股後市的表現。其中，中國證券登記公司於9月14日發佈報告稱，去年參與救市的國家隊主力中國證金公司在8月份減持246億元人民幣的A股。雖然減持金額與國家隊2萬7千多億的總持倉相比，金額不算太大，但是消息一出仍然引起市場關注。從股市國家隊歷年來進出股市的記錄來看，其對市場的影響是不容置疑的。

（分別為28.05和31.61億元人民幣）水平。在內地A股市場風險偏好較低、人民幣貶值避險需求、港股PE值仍低，以及內地資金分散投資需求明顯等因素之下，滬港通開通初期的「南冷北溫」料不會重現。

AH股價差難再持續擴大

當初市場普遍預期滬港通啟動後AH股價差或會逐漸收窄。然而，市場表現卻事與願違。2014年11月17日，恒生AH溢價指數位於102.14點，滬港通運行一年後升至140.33點，升幅為37.39%。AH股價差擴大與內地中小盤和創業板股票持續跑贏藍籌股有關，也反映兩地市場投資方式的差異短期內難以趨同。

今年年中以來，內地股市仍較疲弱、港股持續反彈，恒生AH溢價指數呈現總體向下的行情：8月16日該指數收於125.47點，9月20日收於119.64點，下跌4.65%。儘管兩地投資者在風險偏好與投資理念上仍存在較大差距，但在深港通納入更多中小型股票、標的擴充令投資者有更多選擇和市場融合升級的背景之下，AH股價差料會呈現逐步縮小的態勢。

相較於深港通對港股市場的即時提振作用，滬深港市場的聯通機制建設對於提升內地資本市場的活力與影響力、推進對外開放進程的積極意義或許更值得長期關注。9月8日內地頒佈《關於保險資金參與滬港通試點的監管口徑》，相信隨着內地資本市場日益規範化，更多國際資金入場以及國際性指數公司納入A股料可期待。

百家觀點

勢，跌在20日線下方，有進一步下行的空間，但考慮年內加息可能大，預料回落空間有限。油價除了EIA數據提振，美元走軟也助其一臂之力，紐油漲逾3%，布油突破47美元。黃金白銀做出突破，擴大升幅。

日藉長端利率控制孳息曲線

相較而言，日央行雖然並未下調負利率，而是換了一個武器，將刺激政策轉向利用收益率曲線控制實施新型QQE，包括調節短端，以及長端利率控制孳息曲線，繼續購買日本國債，直至10年期國債收益率保持在零水平附近；通脹方面則承諾擴大基礎貨幣水準，直至CPI超越2%的目標，並且穩定在2%的上方。同時，亦維持加碼寬鬆的可能。

外界不少人以為，黑田今次再次給市場帶來意外。日圓亦坐了回過山車，先是一聽新QQE，以為採用了大膽的政策，日圓跌幅擴大；但很快又冷靜下來，日圓重拾升勢，漲破101，日本十年期國債收益率更在3月以來首次轉為正數。

可以說，日本央行如果直接宣佈什麼也不做，日圓大概率會大漲，這是央行不願看到的。對於這個新武器，市場目前並不怎麼買賬，對效果持觀望態度，但是在為進一步寬鬆做準備。

不過，有一點倒可以肯定，各地央行並沒有停下寬鬆的步伐，是在尋求一些政策上的變招，畢竟之前的政策邊際效應在不斷遞減。就如新西蘭央行則宣佈維持利率不變，但重申需要進一步放寬貨幣政策一樣。