

# 深港通與滬港通啓動初期均南冷北熱

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

12月5日，深港通正式開通。截至12月19日，在過去的11個交易日，深港通運行呈現出什麼樣的特點呢？作為滬港通的升級版，深港通是當初滬港通的複製嗎？不妨讓時光倒流，用滬港通2014年11月17日開通初期首11個交易日的情况來作個比較，看看兩者有哪些相同與不同。相信這樣的對比分析對於市場和投資者更好地了解深港通會有所幫助。

先看深港通和滬港通首11個交易日運行中相同的特點：一是總體平穩溫和。從額度使用來看，深港通北上與南下投資首日較高（使用餘額佔比分別為79.15%和92.07%），隨後逐漸下滑（兩地使用餘額佔比均曾觸及95%的高位），幾乎是當年滬港通的重演；二是南冷北熱明顯。除去南下投資餘額佔比持續高於北上，兩地成交的差距較為明顯。

之前市場預期深港通南下投資或高於北上（港股PE值相對較低），但實際情況卻是北上日均成交19.3億元人民幣，南下僅錄得5.44億港元，再一次重現滬港通開通初期的情況。

南冷北熱背後的原因也與當初滬港通類似：一是市況因素。深港通開通

時港股反覆下行，內地股市則正值慢熱升溫；二是投資者門檻限制：北上投資無門檻，南下有50萬元人民幣最低門檻。

## 大環境造就北上投資護氣盛

數據顯示，2016年10月內地股市投資者持有市值50萬元以下的賬戶佔比93.55%；三是人民幣匯兌風險。北上可直接使用離岸人民幣，南下必須先換匯；四是兩地資訊不對稱。香港市場對內地情況了解較全面，內地有許多國際性網站未能登錄。另外，內地有港股投資需求的投資者大多早已透過其他渠道進入港股市場等。

再來看不同的情況：一是深股通使用額度遠遜滬股通。滬股通開通首日額度使用即告罄，之後有兩日使用餘額佔比觸及53.5%和63%的低點。深港通首日使用餘額佔比僅為79.15%，隨後便普遍位於85%-96%的區間；二是兩地日均成交額均有所減少。首11個交易日滬港通北上日均成交48.04億元人民幣，南下7.49億港元，均高於深港通，北上交易差距更超過一倍；三是成交走勢個別發展。有別滬港通首11個交易日雙向成交均在開通初期漸次減少，深港通北上投資在12月9日成交36.12億元人民幣，高於首日的26.69億元人民幣；四是恒生AH股溢價指數表現大相逕庭。2014年11

月17日該指數收於102.14點，12月1日升至110.01點，11個交易日上升7.71%，為日後不斷攀升（一度接近150高點）埋下伏筆；今年12月5日該指數收於123.91點，12月19日為123.25點，同期下跌0.5%。

## 深港通反映滬深市場差異性

這四大不同的背後，其實反映出內地深圳市場與上海市場的不同特點。其中，使用額度與每日成交較少，與深圳市場上市公司市值較細、數量更多有關。12月19日收市上海和深圳A股上市公司分別有1,165和1,847家，總市值分別為28.37和22.21萬億元人民幣。恒生AH股溢價指數的變化，則反映隨着市場互聯互通升級，特別是納入更多中小型股份之後，兩地市場趨同性發展的態勢較滬港通開通時有所上升。

值得注意的是，深港通開通之後，兩地市場連續11個交易日呈現資金淨流入，北上日均流入12.8億元人民幣，高於南下的4.38億港元，顯示深圳市場上市公司的多元化、成長性，與香港市場上市公司互補較強，為香港及國際投資者看好，也對兩地市場成交提供一定支持。誠然，深港通僅運行11個交易日，以滬港通的經驗來看，或將呈現慢熱升溫的過程，仍需持續跟蹤和觀察。

# 圓匯走低 日經濟指標轉趨正面

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

過去兩星期，本部分別分析了美國及歐洲的經濟前景，對美國的經濟表現有較大的信心，但並非全無風險。至於歐洲方面，我們抱持觀望的態度，主因投資者對當地政治情況抱有戒心。聯儲局終於在上星期加息0.25厘，把聯邦基金利率目標上調到0.5至0.75厘水平。因此，美國與其他成熟國家貨幣息差進一步擴大，令非美元貨幣持續受壓，而日圓亦是其中之一。日圓下跌，似乎對日股及出口較為有利，明年日本股市及經濟表現如何？本部將為大家分析。

## 消費及出口推動經濟增長

日本經濟除了由消費開支支持外，出口對日本經濟增長的貢獻亦不可忽視。日本出口表現分別受兩大因素影響：第一，是海外其他國家的經濟情況。若海外國家經濟表現欠理想，對日本貨幣的需求當然會受到影響；第二，是日圓匯價表現對日本貨品出口競爭力所帶來的影響。若果日圓匯價表現持續疲弱，可以刺激日本出口。相反的話，將不利日本出口表現。

雖然第四季短觀大型企業本財年計劃資本支出只增加5.5%，低於市場預期的增加6.1%和第三季的增加6.3%，但10月核心機械訂單按月增加4.1%，增幅高過市場預期的1%，初步反映企業投資回升，未必如市場預期般惡劣。此外，11月份日經Markit日本服務業採購經理指數(PMI)經季節調整後從10月的50.5升至51.8，是今年1月以來最快增速。綜合PMI亦由前值的51.3升至52。服務業持續擴張，預示第四季經濟增長可望加快。

日本政府公佈，10月經通脹調整的實質薪資按年持平，結束連續八個月的升勢，9月修訂後升

0.8%。10月受薪者名義現金所得按年增加0.1%，9月修訂後按年持平。日本政府原先寄望，可以透過刺激性的貨幣及財政政策，以刺激企業投資及薪金上調，並且可以刺激消費開支。惟工資上升的勢頭似乎在現階段出現放緩情況，預料日本政府未來可能再透過政治施壓，迫使企業上調工資，以刺激消費市場。

## 歐政治問題引發避險因素

美國再加息後，令美日兩國的貨幣息差進一步擴大，而美元兌日圓自9月底由大約100水平，逐步上升至105左右。雖然特朗普當選後一度受市場避險資金流入所影響，但及後市場估計美國聯儲局未來加息的步伐加快之下，令美日息差進一步擴大，從而推動日圓匯價持續下跌。

本部估計，日圓匯價明年上半年將仍然偏弱，但當中涉及歐洲政治問題所引發的避險因素。由於明年歐洲將有多場選舉，可能令脫歐派有機會上台執政。另一方面，英國最遲需要於明年3月底，向歐盟宣佈啟動脫歐程序，亦令不明朗因素增加。因此，可能加大日圓明年的波動性，預料美元兌日圓將在112至125水平上落。

## 寄望寬鬆貨幣政策及開賭

依目前情況看，即使日本經濟情況短期內有改善，日本央行會盡可能維持相當寬鬆貨幣政策，主因憂慮一旦逐步減慢的情況下，日本經濟又可能恢復停滯的情況。

另一方面，日本國會早前通過賭場法案，為日本興建賭場開綠燈，要求政府推動，建設以賭場為主的綜合度假區，於區內建設賭場、酒店、購物中心、娛樂設施的休閒中心，以吸引遊客及刺激消費。

最後，祝各讀者聖誕愉快。

# 外圍變數多 港股明年上落市

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

2016年全球投資市場充斥着黑天鵝事件，先後出現了A股熔断、油價暴跌、英國脫歐及特朗普當選美國總統等事件，令環球金融市場風聲鶴唳，港股亦大受牽連。至執筆時，恒指已回落至年初水平附近，表現令人失望。展望2017年，內地經濟仍面臨挑戰，美元加息步伐或加快，歐元區政局充滿變數，港股仍面臨巨大挑戰。不過，今年「深港通」正式通車，以及內地資本湧躍出海，港股也可得到支持。筆者預計，2017年港股仍是「炒股唔炒市」格局，在通脹預期升溫背景下，基建及部分周期性行業可望跑出，值得留意。

## 內房過度透支 增長恐有限

今年內地首三季GDP均保持6.7%的增長，增長平穩，其中房地產及汽車行業成為經濟增長的火車頭。惟經過兩年暴漲之後，內地一二線城市樓市已嚴重透支了未來增長，且已引致全面調控政策出台，2017年增長前景較有限，同時三四線城市樓市去庫存壓力仍然巨大。汽車行業方面，受惠政策推動，2016年新能源汽車及低排量汽車迎來高增長，但隨着2017年部分優惠政策退出，早已相對飽和的汽車市場增速難免下滑。在此背景下，內地極需找到新的經濟增長點。

現時內地政府正在穩增長及控風險之間尋找平衡。今年內地首三季GDP均保持6.7%的增長，增長平穩，其中房地產及汽車行業成為經濟增長的火車頭。惟經過兩年暴漲之後，內地一二線城市樓市已嚴重透支了未來增長，且已引致全面調控政策出台，2017年增長前景較有限，同時三四線城市樓市去庫存壓力仍然巨大。汽車行業方面，受惠政策推動，2016年新能源汽車及低排量汽車迎來高增長，但隨着2017年部分優惠政策退出，早已相對飽和的汽車市場增速難免下滑。在此背景下，內地極需找到新的經濟增長點。

萬億元(人民幣，下同)，同比增加將近一倍，樓市帶動經濟增長的同時，也積聚了大量風險。事實上，2015年內地M2/GDP比率已超過2倍，今年該比率將會進一步升高，顯示加槓桿對經濟增長的推動力已非常有限，該模式已難以為繼。

筆者預計，明年內地貨幣政策進一步寬鬆機會較低，以基建投資為主的財政政策或持續加碼。

美國方面，本月美聯儲宣佈再度加息25個基點，且明年預計將會加息三次，美國加息步伐加快，將會降低非美資產吸引力，令資本回流美國，不利港股表現。同時，美國新任總統特朗普推行的新政策或會增加環球貿易及地緣政治的摩擦，為市場帶來更多不確定性。歐元區方面，明年德國及法國將迎來大選，英國也會啟動退歐談判，歐元區面臨諸多變數，增加了爆發黑天鵝事件的機會。

## 北水南下 市場炒股不炒市

筆者相信，明年內地將繼續推進「三去一降一補」(去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板)，惟將對經濟增長帶來一定壓力，GDP增速或會進一步放緩至6.5%左右，對港股表現構成一定壓力。不過，受惠「滬港通」和「深港通」開通帶動北水南下，以及港股現時整體估值仍遠低於全球主要市場，港股下行空間也有限。2017年港股維持上落市走勢機會較大，其中國企改革、基建及部分週期性行業的表現值得關注。

# 特朗普形象包裝背後 無不利益計算

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

隨着美國總統大選的結果公佈後，筆者已經接連分析了，假如按照特朗普競選時所說的去，例如減稅但增開支，便形成結構性赤字，參考八十年代的經驗，伴隨而來的還有貿易。如此一來，在不能向納稅人開刀的同時，只好向外舉債，而過程與索羅斯在其名著《金融煉金術》提出的「里根大循環」，實有異曲同工之妙。

其中的最重點是，隨着向外舉債的必要性大增，但又不希望本身的利率提升太急，以免影響借貸成本，最佳辦法便是透過強美元，把全球的資金都吸過來為己所用。過程中，不難猜想，自然要有各種事端去配合，例如地緣政治的不穩、新興市場的走資潮、貿易戰或外交的風波。如此說來，不就是目前的寫照嗎？

## 刻意挑起事端 爭取最大籌碼

事實上，近日所見，上述幾項，他已完全做齊。最簡單直接的，便是明明美元加息，形成對各主要貨幣的匯價上升，中國只是其中一員，卻被硬說成是貨幣操縱，而貿易上，也會被指摘為不公平貿易或傾銷等。大家不難發現，新任委派的貿易官員，正是有此立場的人選，其用意清楚不過。

說起來，美國才是始作俑者，要以強美元去支撐先花未來錢的作風，但又不願好好地建立共生關係，反而要在各地挑起事端，令人覺得別的地方不穩，才會乖乖的



■美國以強美元去支撐先花未來錢的作風，但又不願好好地與別國建立共生關係，反而要在各地挑起事端，令人覺得別的地方不穩，最終乖乖地把錢投進去美國。圖為美國白宮。資料圖片

# 解決地荒 港人應有共識

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

政府更新長遠房屋策略，將未來十年房屋供應總供應目標，維持在46萬個單位，當中供出租同出售的公屋單位佔28萬個，運輸及房屋局張炳良局長指出目前已覓得的土地，只足夠興建23.6萬個公屋單位，即是尚欠4.4萬個單位的土地，仍未有着落。這個訊息更彰顯了快速尋求可供建屋土地的重要性，負責開發土地的發展局陳茂波局長在其網誌指出，《香港2030+》提出的土地供應目標較預期人口高出一成，可減少過去「追落後」的做地規劃工作。

現時香港的缺地荒源於1997年後十多年間，由於當年經濟不景及沙士襲港等原因，停止造地所致。而透過微用土地開發新市鎮加上規劃及建設基本設施等過程最短也要8年至10年；如要在維港外填海取得用地，則更非耗時十多年以上辦不到。現屆政府其實已非常落力追落後，但短期措施如改劃用地及增加建屋容積率等都已用得到的措施都已用盡，但往往在市區內見縫插針式地建屋，一來規模細，二來因為遮擋鄰廈景觀及交通基建等問題，又未必能夠獲得區議會支持及城規會批准。

## 程序冗長 政府應拆牆鬆綁

但住屋問題卻日益嚴重，公屋輪候者人龍愈來愈長，平均輪候期由原本承諾三年拉長到現時的四年半，住在不理想居住環境包括劏房戶眾多，但政府在提供短期居住方面一樣面對覓地難的老問題，但政府本身發展程序冗長繁複亦是問題。

試舉一例，有人提議應利用市區的荒廢校舍改作臨時住房，但其實並不容易，首先城規一關不易過，教育轉房屋用途，須要先改劃程序過城規section12A申請，獲批後還要取得section16批准擬定用途，通常過程中要提交環境、交通運輸、景觀協調、綠化以至噪音及排污等一系列評估報告，要解答相關部門的提問及令其滿意的方案，還有最重要的是當地居民社居的支持或不反對，當然，假如廢校業權在教育局手上，還要加多一重考慮，假如將來學童增加便有復校需要，於是教育局未必放行。就算一切過程順利，也非兩、三年不果。或許港府在這些程序上應該拆牆鬆綁，讓短期臨時住房可以盡快增加以滿足需求。

## 新發展區助平衡多方需要

筆者認同陳茂波局長網誌的觀點，即使現屆政府任期近尾聲，但為香港長遠發展需要，發展局跨上土地工作一點都不能放鬆。該局正為《香港2030+：跨越2030年的規劃遠景與策略》作諮詢，主要建議兩大策略增長區，包括東大嶼都會的填海造地和新界北等經濟帶和新市鎮，最高一共可為105萬人口提供居所以及41.5個職位。推展這些大型計劃的整體方向具有前瞻性和宜居策略，亦只有新發展區才可以提供更平衡多方面需要，包括居住、工作、消閒、交通運輸、社會設施及各項基礎設施等元素都能兼顧到的宜居新社區。

但港人應取得共識，假如大家認同以人為本，而人的住屋需要應該優先處理，在缺乏更好的選擇之下，則改劃用地、適度增加密度、填海造地以至開發低生態價值的綠化地甚至郊野公園外圍土地等等短中長期策略，也是值得加以慎重考慮推行的。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。



■由於內地一二線城市樓市已嚴重透支了未來增長，且已引致全面調控政策出台，分析預計明年內地樓市增長前景較有限。資料圖片