

新框架下 A股納入MSCI料轉坦途

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

3月22日MSCI公司宣佈正就內地A股納入其中國與新興市場指數向市場參與者徵求意見，並將於6月公佈最終結果。同時，MSCI對原有方案進行了大幅調整，提出將滬港通等互聯互通機制作為新框架。A股納入MSCI指數方案有什麼變化？A股離納入MSCI的距離是否縮短？可能產生何種影響？本文略作分析。

標的大幅減少 進入門檻降

從1988年開始發佈的MSCI新興市場指數來看，目前涵蓋23個新興市場，中國市場權重高達26.98%，自2003年起也發佈MSCI中國市場指數。但上述指數均僅涵蓋香港H股、紅籌股、P股（民營企業）、內地B股以及部分美國上市中概股，並未包括

內地A股。原方案擬被納入的A股有448隻，佔MSCI中國與新興市場指數的權重分別約3.7%和1.0%，估算相關基金配置約230億美元。

調整後的方案有四大不同：基本框架上摒棄原建議機構投資者（QFII與RQFII）的通道設計，轉而以互聯互通機制作為納入平台；標的數量從涵蓋所有大、中、小型公司轉而只取大盤股，即剔除178隻中盤股和40隻連續停牌50天的股票；在A/H股取捨上，原方案中有H股的A股部分也可納入，現不再重複納入，剔除60隻此類A股，僅保留H股部分。

另外，以CNH替代CNY作為指數計算的基準匯率。在新框架下，納入標的數量下降62%，僅169隻內地A股可能被納入MSCI

中國和新興市場指數，市場權重分別降至1.7%和0.48%，估算相關基金配置縮減至約114億美元。

避開制度障礙 入摩機會增

調整對A股納入MSCI前景意味著什麼呢？2014年以來內地A股已連續三年開關不入。去年6月MSCI的評估報告提及四大涉及市場流動性的主要障礙：QFII額度分配和資本流動限制的制度進展、交易所停牌新規的執行效果、QFII每月資本贖回不超過上一年度淨資產20%的額度限制以及交易所對涉及A股的金融產品進行預先審批的限制。

今年年初，MSCI公司認為內地行政監管措施或使相關議程中止，內地監管部門則表示，中國不會為了加入而同意超越內地市場

發展階段的要求。此次調整為一度悲觀的市場情緒帶來正面反應，多家機構將6月成功納入率上調至五成以上。

從理論上看，基於互聯互通的新框架可規避QFII資本贖回限制，消除一大制度障礙；剔除中小盤股，較為契合國際投資者的交易習慣和投資興趣；注重H股市場，反映同一公司股票H股較A股有較大折讓的市場價值；以CNH作為基準匯率更能體現市場的力量。因此，內地A股納入MSCI的幾率料會略為上升。鑒於調查正進行，基金公司取態、涉及A股金融產品前置審批、海外投資者對內地A股的看好度以及人民幣匯率走勢等問題仍需一併關注。

儘管內地資本市場近年將防範系統性金融風險作為重中之重，但國際化與開放步伐從

未停止。今年年初，中國金融期貨交易所、上海證券交易所、深圳證券交易所與中巴投資有限公司、巴基斯坦哈比銀行聯合收購巴基斯坦證券交易所40%股權，其中內地三大交易所持股30%。由於巴基斯坦證券交易所將於今年5月納入MSCI新興市場指數，此舉可解讀為「曲線入MSCI」。

短期影響有限 長遠意義大

若6月內地A股成功納入MSCI指數，短期內為市場帶來的實際資金流入相對有限；但長遠而言，A股納入MSCI顯示內地資本市場國際化步伐持續推進，相信隨着市場化、制度化、規範化建設進一步深化，內地市場將可吸引更多的國際資金和投資者進入。

聯儲鷹鴿交織 加息步伐受關注

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管



在耶倫的帶動下，美聯儲再次展現其影響力。資料圖片

美聯儲一直以來打了副好牌，一舉一動受到關注，利用預期管理對息口進行調整。

3月，在耶倫的帶動下美聯儲再次展現其影響力，改變戰術，在短時間內通過頻密地鷹派講話，將市場重新拉回對加息的預期上，更是在議息決定前讓大眾普遍都有預期會加息，等於是提前宣佈了加息。留給市場唯一的懸念，就是美聯儲會不會就此增加年內升息次數的預期。不過，耶

倫偏鴿派的講話打消了這個猜測。靴子落地，美股美匯受壓，商品受到拖累。加上特朗普醫改投票的取消，令特朗普交易受質疑，這些資產進一步回落。

鴿派稱今年再加息兩次合理

近日美聯儲重新回到大家的視線。不同於之前無論鴿派、鷹派還是中間派，均站在一條戰線上的格局，他們目前在外界看來，分歧正加劇。周二，美聯儲副主席費

切爾表示，今年再加息兩次的步伐是合理的，也符合自己的預期，但前提是美國經濟持續復甦；今年擁有投票權的美國達拉斯聯儲主席卡普蘭也表示，美聯儲應有耐心並循序漸進地加息，以期避免激進加息引發的經濟放緩；而今年沒有投票權的坎薩斯城聯儲主席亦有類似發言。他們共同釋放鴿派信號，加上經濟數據提振，帶動美股美匯造好。當日道指終於結束八連挫，反彈150.52點，標普升16.98點，納指升34.77點，美債收益率上揚，美匯指數上漲0.55%至99.712，但仍在100之下，而一度受捧的避險資產黃金和日圓受壓。

鷹派認為年內可共加息四次

不過，周三，幾位發言的官員基本偏鷹派。首先是波士頓聯儲主席羅森葛蘭表示，今年美聯儲適宜加息四次，未來每次FOMC會議都應加息25個基點。他今年並沒有投票權，但將參與貨幣政策的擬定與商議；而今年擁有投票權的芝加哥聯儲主席伊文斯認為，年內還會加息兩次的想法非常安全，並稱如果事情進展更順利，年內一共加息四次也是可能的；今年同樣擁有投票權的三藩市聯儲主席威廉姆斯在講話中也傳出類似的鷹派信號，儘管他

認為，今年三次加息屬於基本情況，但若經濟增速面臨上行風險則不排除超過三次的可能。如此一來，美股表現不一，納指四連陽，美匯指數動能增加，嘗試突破100水平。

風險偏好加強 利美股美債息

接下去，相信我們還將聽見更多鷹派現的聲音。目前美聯儲內部顯示分歧，也是不希望市場形成固定的預期，最主要恐怕還是對美國新政府政策前景所存在的不明朗性有擔憂，包括耶倫也在3月加息後表示對財政政策的觀望態度。不光如此，美聯儲理事空下來的位置特朗普要如何填補，這些都是未知數。

儘管如此，總體來看，美國已經開啟加息周期，風險偏好加強。美元近期幾次落至100關口之下均有買盤支持，並在數日內回歸，估計未來整體偏強，只是要有特別強勁的升勢，還需特別大的利好消息刺激。美股近日主要就是市場情緒的修復，仍有上行空間，但鑑於過高的估值，操作上還是有非常強的風控意識，而美債息或重返上升軌道。然而，在政治風險高的環境中，多元投資分散風險的重要性顯然更高了。

美原油庫存高企 油價仍受壓

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

油組及非油組成員國於過去的周末在科威特舉行了部長級會議，商討去年達成減產協議的進展之餘，亦就下次油組會議會否商討延長減產協議，收集了有關意見。不少產油國對油組去年底達成的減產協議，維持了一個較高的水平，但油組希望進一步上調有關減產的額度，以令到石油市場於今年下半年達成平衡。未來油價的走勢將會怎樣呢？

油組國普遍支持延長減產

油組秘書長雖然表示，現在決定是否延長石油減產協議還言之過早，但下次油組將在5月25日於維也納舉行會議，並將明確針對石油上次減產協議的時間會否延長。在過去的周末會議上，伊拉克油長表示，如果其他油組成員國同意，伊拉克將支持有關延長石油減產的協議。至於油組其他成員國，例如委內瑞拉及阿曼油長，亦支持有關延長減產協議的時間，但阿曼指延長半年是較適宜的。

俄羅斯暗示將有條件支持

至於非油組成員國中，以俄羅斯的表態

最關鍵。俄羅斯石油部長表示，先遵守2016年達成的第一份石油減產協議很重要。他指出，石油減產對油價於今年1月至2月的表現，起了偏正面的作用。前俄羅斯常駐維也納的國際組織代表對媒體表示，俄羅斯不排除與油組之間的石油減產協議可能延長，但最終決定在於沙地的立場。這意味，俄羅斯希望沙地在減產方面，可以扮演較積極的角色，即可能減產幅度較大，以作帶頭作用。

沙地未表態 添不明朗因素

俄羅斯對減產談及的立場，似乎會對沙地帶來壓力。一方面，沙地憂慮一旦減產，可能令沙地在國際石油市場供應者的影響力減少。另一方面，一旦沙地減產幅度較大，但油價並未如預期般大升，而是輕微上升的話，可能影響沙地的財政情況。雖然沙地已經大幅削減開支，以及出售其能源公司股份，希望於今年內於歐美市場上市，以及把當地打造成旅遊勝地，但沙地政府仍然依賴石油收入，令沙地在會議後仍未有表態，而且今次會議亦未有派人出席，可能顯示沙地在進一步延長，

甚至減產的問題上未必有積極的支持行動。

據媒體引述行業者相關人士表示，沙地預期未來數月其石油的供應規模將維持於1,000萬桶/日。不論油價或產量可能出現波動，沙地的石油供應量希望維持穩定，並會遵守油組的配額。由此看來，沙地在下次會議前，將不會對油價帶來額外的刺激作用。

美原油庫存能否回落關鍵

對於美國石油需求增長量緩慢，與及供應量增加，油組秘書長同意這是令美國原油庫存偏高的主要原因。科威特油長亦表示，美國原油庫存持續高企，可能亦是令油價持續不能進一步回升的主要原因。但油組秘書長可能為了舒緩針對美國的言論，及後指出原油市場的樂觀情緒仍主要



美國原油庫存持續高企，可能是令油價持續不能進一步回升的主要原因。

是根據石油減產的行動，並預期今年下半年可實現再平衡，預料原油庫存將在今年下半年回落。

總結：雖然油組成員國似乎對延長減產協議表態支持，但欠缺沙地的承諾下，似乎對短期油價帶來不明朗。另外，美國原油庫存持續創新高，亦對油價帶來壓力。因此，沙地的態度及美國原油庫存走勢，將左右油價未來的表現，投資者可以視兩者作主要目標。

機器人發展前景俏

何天仲 比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

近日全球最大資產管理公司BlackRock Inc宣佈將用機器人來替代7名主動型投資組合經理，令市場一片嘩然。機器人主要分為工業機器人和服務機器人兩大類，工業機器人主要應用於製造業，已具備一定規模、應用也較為成熟；服務機器人主要應用於除製造業以外的個人或家用服務及專業服務等，尚處起步階段。當前國產工業機器人主要應用於3C（即計算機、通訊和電子產品）和汽車製造領域，未來隨着其他產業逐步升級，機器人的需求將會進一步提升，其發展值得關注。

國產工業機器人產銷勁升

據國家統計局數據，2016年內地共生產7.24萬套工業機器人，同比增長30.4%，較2015年21.7%的同比增速大幅提升。銷售方面，去年上半年，國產工業機器人銷量為1.97萬台，按可比口徑計較上年增長37.7%，實際銷量比上年增長70.8%，增速驚人。其中，坐標機器人銷量超過8,100台，佔總銷量的42.1%，比上年提升4.7個百分點；多關節機器人6,225台，同比增長67.2%，佔總銷量的32.3%，較上年提升5個百分點。不過，儘管國產工業機器人產銷量均大幅增長，但主要集中在較低端領域，且已出現產能過剩跡象。

3C及汽車製造應用佔比高

目前國產工業機器人主要用於搬運和上下料。具體行業方面，3C製造佔比最高，達到30%，較上年大升7個百分點；汽車製造佔比13%，下降6個百分點，位居第二。中國作為全球最大的3C製造業基地，引進工業機器人可顯著減少人力成本開支和提升製造工藝，增長趨勢料可延續。汽車製造方面，2016年，內地共生產汽車2,811.9萬輛，同比增長14.76%；汽車銷量為約2,802.8萬輛，同比增長13.95%。在產銷兩旺的情況下，預計汽車廠商將會加大對生產線的投入，高端6軸機器人的應用可望保持增長。

國產核心零部件研發待突破

在機器人製造領域，國產機器人核心零部件的生產仍依賴外國廠商。減速器是關節型工業機器人的核心部件，目前全球75%的精密減速器被日本的HarmonicaDrive和Nabtesco公司佔領，導致國內關節型機器人製造成本偏高。另一核心部件伺服電機則由歐洲和日本廠商主導，歐系產品性能更好但價格更貴，日系價格相對較低。雖然目前國內有數家企業正積極研發減速器和伺服電機技術，但取得突破尚需時間，內地公司被動局面短期難改變。

技術領先企業具競爭優勢

當前內地工業機器人產業仍處於高增長時期，技術領先的企業在未來競爭中更具優勢。除了自主研發，內地企業也積極收購外國知名機器人製造企業，如美的收購KUKA等，以增加技術積累。由於機器人發展已上升至國家戰略層面，隨着技術水平不斷提升，未來機器人應用可望由3C和汽車製造擴散至更多領域，值得留意。

需求主導全球增長 帶動周期性上升

Catherine Yeung 富達國際投資總監



由於資本回報率改善和資產負債表的穩健，分析師對中國經濟重拾信心。

根據2017年《富達分析師研究報告》，亞太區（日本除外）大型企業的管理層信心指標，從去年的負面評分上升至今年的正面

評分，並創下2014年以來的最高水平。這次研究報告發現，由五項企業健康關鍵指標所組成的富達全球市場情緒指標穩固至「升溫」的範圍。企業管理層認為由於各個地區和行業出現明顯的周期性動力，企業盈利增長主要由需求增加帶動，不再像去年般依靠擴大成本效益。亞太區（日本除外）及中國的市場情緒指標都有強勁的增長，分別由5.0分上升到5.7分，以及由4.1分增至5.7分。

在今年的研究報告中，中國和印度企業的前景脫穎而出。經過兩年數據偏軟後，富達分析師對中國重拾信心。

中國數據改善 增市場信心

由於資本回報率改善和資產負債表的穩健，分析師對中國經濟硬着陆的憂慮已大幅減低。我們亦預計中國企業明年增聘員工的幅度為全球最低，證實中國正朝價值鏈上移，以實現涵蓋高度自動化的優質增長。印度於2016年廢除部分面額鈔票的實體貨幣供應後，經歷嚴重的貨幣震盪。然而，此舉有助打擊反貪腐和擴闊稅基。此外，富達分析師認為印度具備結構性增長利好因素，與其他新興市場相比，印度的人口較年輕，而且人均收入和投資水平的增長空間較大，因此其經濟增長率預期可長期穩定地維持約6-7%。

消費行業顛覆性趨勢加劇

非必需消費行業一般都受惠於經濟周期上

升，但今年其市場情緒指標出乎意料地是各行業中最低。由於管理層信心減低，資本開支和資本回報率下跌，分析師對非必需消費行業前景改善的信心偏淡。這反映了工業和消費者主導的顛覆性浪潮對現有企業帶來重大風險。全球各地消費模式持續由實體店轉移至網上平台，不僅顛覆現有的營運模式，還加劇行業競爭和縮減利潤率。

資訊科技行業成最大贏家

另一方面，資訊科技行業則是顛覆性趨勢下的最大贏家。富達分析師認為，各個行業及地區都會維持或增加在資訊科技行業方面的開支。逾半資訊科技行業分析師認為，管理層信心持續上升，將帶動資本支出增加，料今年的資本回報及股息派發均會有所增長。資訊科技行業地位獨特，能夠顛覆所有行業，但自身卻不會受其他行業破壞。雖然部份消費市場如智能手機的發展相對成熟，但資訊科技在許多行業如工業及農業仍有龐大滲透空間。

雖然今年富達分析師對行業前景比去年持有較正面的看法，但仍要留意多項重要

的潛在風險，包括油價再次下跌或需求增長不如預期。研究報告也顯示通脹壓力略為上升。假如美國和英國的通脹重現，可能會導致環球金融環境趨向緊縮，拖累部分企業。

憂經濟放緩觸發油價再跌

風險永遠是投資考量的重要一環，雖然富達分析師基本上對市場前景持樂觀看法，但投資環境不時改變，富達分析師亦會不斷調整和重新檢視他們的投資理據。例如，富達分析師雖然看好油價，但石油供應增長若比預期快，或經濟放緩令需求疲軟，均可觸發油價再次下跌，並對其他行業造成負面影響。

令人鼓舞的是，目前未有明顯跡象顯示政治風險會影響企業發展。富達分析師不會忽略全球面臨的種種政治挑戰，不過我們普遍認為除了英國脫歐之外，企業的投資決策未受政治風險影響。

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。