

A股6月有望納入MSCI新興市場指數

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

A股能否加入MSCI指數將於今年6月份見分曉。在連續三年的努力後，A股今年6月份將第四次闖關。2016年6月，MSCI宣佈延遲將A股納入其新興市場指數，繼續將A股保留在2017年的審核名單上。

MSCI提出了三點仍待解決的問題，主要包括：1) QFII每月資本贖回額限制。在現行規定下，QFII投資者的每月資本贖回額不能超過其上一年度淨資產的20%；2) 需要一段時間來觀察交易所之前所推出的停牌新規的實際成效；3) 境內交易所對金融機構在全球任何交易所推出的包括中國A股的金融產品設立了預先審批的限制。

A股與港股本體現整體融合

過去一年，境內金融監管機構為滿足國際

投資者需求，一直在對A股市場的准入制度進行完善。目前上述兩個問題已經有了明顯的改善，上市公司停復牌監管的執行效果良好，上市公司停牌數量基本回到股市大幅波動前水平。

同時，隨着去年12月「深港通」正式開通，中國內地股市與香港股市已基本實現全面對接和整體融合。QFII每月贖回限制可通過「互聯互通」的每日額度來解決。境內交易所仍在與MSCI就金融產品的預先審批制度限制問題進行協商。

內地股市監管制度獲持續改善

筆者認為，MSCI公司今年6月有望將A股納入其新興市場指數。在兩地股市「互聯互通」平穩運行以及A股市場監管制度的

持續改善背景下，MSCI提出的「互聯互通」框架下的新方案將大幅提升今年6月A股納入MSCI概率至70%。但是，由於市場存在金融產品的預先審批限制問題的討論，其結果可能成為影響A股納入MSCI指數的重要因素。

截至2016年12月，全球約有1.5萬億美元的基金追蹤MSCI新興市場指數。如果MSCI公司今年6月決定將A股納入其新興市場指數，這意味着內地資本市場開放和人民幣國際化走出更遠一步，改革再下一城。同時，這將在短期內吸引數十億美元資金投入以人民幣計價的A股。

初期帶來海外資金約75億美元

假設MSCI在2017年6月宣佈納入A股

(2018年5月正式生效)，初始納入指數因子為5%，將為A股市場帶來約75億美元的資金海外流入，屆時中國在MSCI新興市場指數中的權重將提升至27.4%，其中A股佔0.5%。

長期而言，基於兩地股市互聯互通機制的新框架並按照目前股票市值計算，如果A股完全納入MSCI新興市場指數(即納入指數因子=100%)，將為A股市場帶來約1,320億美元的資金海外流入，中國的權重也將大幅提升至33.5%，其中A股權重為8.8%。

中長期利好A股大消費行業

行業板塊方面，如果MSCI宣佈將A股納入MSCI新興市場指數，將在中長期利好A

股大消費行業，尤其是以白酒、家電為代表的白馬消費股。

隨着中國經濟穩步發展，居民收入逐步增加，消費結構不斷升級，消費者對產品和服務的消費提出更高要求，更加注重品質，講究品牌消費。

在當前消費持續升級的大背景下，中國自主品牌已崛起成勢，未來有望獲得更多發展空間和盈利增長空間。

筆者建議，重點關注在細分領域已形成競爭力的龍頭企業。同時，部分低估值高股息的大市值金融股也將受益。(本報有刪節)(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

隨意對號入座 混淆風險與不確定性

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

上周五筆者談到，大家不必對於新聞太認真，把市場的動態直接對號入座，以為眼前所見的走勢，就是完全與消息所說的有關，甚至是出現因果關係。說起來，很多重大的行情，即使觸發點可能真的與消息有一定關係，但沒有足夠的背景和各種因素配合，同樣的因素可能完全無效。

這一點，不論放諸如今的特朗普渡密門，抑或在其他當期流行的頭條新聞，都一樣適用，因為人性使然。往往懶惰，尤其思考是甚為痛苦的事，隨意的把眼前所見所聞，手到拿來，便成為一套解釋，又或者一種分析，幾乎是市場中人的通病。

隨機因素觸發類似效果

是的，正如上周所說，不少人隨意的把近期金融市場的避險情緒，由金價到VIX指數，以至美股三大指數，各種資產價格的大幅變動，都歸咎於特朗普新政所面對的挫折。這最符合上述的「拿來主義」，不必思考，眼見便是真。然而，細心一看，當中幾種走勢，都有本身的韻律，早已埋下伏線，只待任何隨機因素的觸發，皆可類似的效果。

果如是，我們當怎樣看類似這種政經形勢的長期變化，又或者地緣政治局勢的突變？

簡單的說，就是把可以處理的和不可以處理的，先行理出一個頭緒來。首先，很多人傾向籠統地把所有因素，都說成是不確定性，又或者有些人喜歡稱之為風

險，而正因為不明所以，姑妄言之，姑妄聽之，大家都說這是避險云云。

風險或然率是可以量度

然而，對於風險和不確定性，理論上是有區分的，當中本質性的分別，對於金融市場的思考尤其重要。可以這樣理解，風險是可以量度的，不確定性是不可以量度的。

前者縱然不可能在每一次事件中，都可以絕對知道具體的時地人發生的準確預測，但卻可以有個大約的或然率，又或者其概率分佈。換言之，大家面對這種處境，其實是有有一定心理準備的。舉例而言，對於保險公司而言，即使不可能絕對把握某單一個人出事的機會率，但只要足夠大而隨機的樣本，有可以把風險分散，大致上有個譜。

相比之下，不確定性是可能連自己本身都不知道，原來自己是不知道的，有別於可知的未知數，更類近於不可知的未知數，到事件發生時，才有突如其來的感覺。

不確定性產生「黑天鵝」

近年流行的一個術語叫「黑天鵝」，如



■ 特朗普渡密門發酵，拖累美股指上週三大挫370點。圖為紐約證券交易所交易員。 法新社

今市場中人，或評論界，或新聞界，甚至普通人，不管什麼情況，一律把意外事件說成是「黑天鵝」。其實是絕對誤用，因為「黑天鵝」說的是發生機率極低，低到一個地步，是大家主觀以為不會發生，但真的發生了，又好像很突然。

說起來，如今政經形勢和地緣政治，此所以往往令人有上述感覺，只因大部分人

其實完全沒有跟進事件的來龍去脈，只是剛巧有某些事情發生，沒有時空的延續，只問當前的一刻，自然沒有因果可言。但其實，正如不少恐怖主義活動或地區的衝突，基本上一直存在於生活中，怎可能當作是發生機率極低來處理呢？如此一來，不單不是不確定性，甚至是有有一定概率分佈的風險事件才對！是不是？

阿里60億美元股票回購不能抵消股權攤薄

熱點透視

John Foley 路透專欄作家

電商巨頭阿里巴巴是個具有一些非常美式作風但又獨具中國風格的企業。它的美式作風之一是以股票作為員工獎勵，但又希望投資人在分析公司獲利表現時，能夠忽視這點。就像推特(Twitter)行之有年的做法。

阿里巴巴宣佈一項60億美元股票回購計劃，以「抵消」員工股份獎勵計劃造成的股權攤薄影響，這又是另一個砂金業界常見的手法，也進一步混淆了財務現實。

當一家公司向員工配股，或是提供股票

選擇權，實質上就是把同一塊蛋糕切成更多的小塊。投資人的權益被稀釋，不論是股權或是他們所擁有的價值。這沒有什麼問題。畢竟，以現金提供員工獎勵，也是把股東利益轉移給僱員。企業常厚着臉皮要股東把焦點放在扣除配股獎勵的「非一般公認會計原則」的獲利數字上，不過包括谷歌及facebook等許多企業，現在已減少這種做法。

回購本身並沒創造任何實際價值

然而，回購股票並不會抵消稀釋。以當

前股價計算，藉由買回價值60億美元的自家股票，阿里巴巴確實能夠減少約2%的股票數。但對於沒有賣掉股票的人而言，阿里巴巴也縮水了。具體地說，阿里巴巴用來回購股票的現金就沒了。雖然回購股票的過程可能會推升股價，但回購本身並沒有創造出任何實際價值。等到阿里巴巴完成回購與員工配股相同數量的股票，投資人在阿里巴巴的持股比例將回到被稀釋之前的水準。但他們的利益卻已經縮水。

有其他的替代方法嗎？比較簡單的一種

選擇是以現金提供員工獎勵，有些員工或許之後會拿來投資股票。

以現金提供員工獎勵為簡單方法

不過，對於已經習慣以股票大肆犒賞員工的科技業來說，這將是天大的改變。根據瑞銀的資料，全球以股份獎勵員工最多的100家企業中，54家是科技業。阿里巴巴等企業至少現在承認員工的股權激勵機制，會讓股東付出代價。但宣稱要以回購股票來抵消影響，只是以一個假象取代另一個假象。

港商住地王頻誕 積極覓地刻不容緩

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

最新商業地王有啥啟示？上期本欄闡謎，謎面是中環美利道商業地成交價可否突破二百億元。上週二地政署打開謎底：香港傳統大型開發商恒基兆業有限公司以232.8億元力退其他八大財團。美利道地皮可建樓面約46.5萬平方呎，每呎樓面地價約50,064元，刷新本港官地交易的總價，也締造最高樓面呎價紀錄。

筆者也打開「暗謎」，同日截標啟德1K區1號住宅地盤的樓面地價可否打破以往鄰近的單價呢。這個謎底是合景泰富龍湖地產以72.3億元奪得，每呎樓面平均地價約1.25萬元，略低於海航集團早前所投的毗鄰五幅土地的樓面地價。

商業地創下雙高成績，但啟德1K區住宅地則略低價成交，這對後市有何啟示？是否商業地地價持續上升，但住宅地價已呈疲態呢？

政府再出招料有助地價降溫

上周內，政府金管局從地價成本、建築成本及落成預期值三組數目設成貸款上限。地價成本由50%降低至40%，建築成本貸款上限由100%下調至80%等等。新規定能增加發展商投地、興建的資金成本1成至2成，

對短期投地價受一定影響，尤其中小型和上市中資發展商。本地大型上市發展商則可透過企業貸款、銀團貸款、供股/發債等方式集資，但本地上市的内房股會較吃虧，因為它們的本地持有資產不多，且現時的負債率偏高。筆者預計新措施有助地價降溫，尤其中資開發商出價會較為貼近市場水平。

兩塊土地相比之下，不難發現有着截然不同的特性。相距超過十五年，中環美利道是香港核心金融區的唯一商業用地供應，繼後的貴重地也不多。四年來，政府已售出十二幅啟德商用地，預計未來供應量不少。雖然較鄰近未來地鐵站，該地位於後排位置，未來海景會被阻礙，以河景和鄰近建築物景觀為主。樓面地價較前排享受海景的土地有約5%折扣率，也合乎預期。

恒地涉足商業地產具啟示作用

歷史上，恒基地產是以興建單幢住宅樓起家，近年才涉足商業地產，現時擁有收租物業大約910萬平方呎，主要是大型商場和辦公樓，當中多位於新界新市鎮。如其他主要香港開發商，恒基地產開始由第二代接手，並有跡象希望打造本地頂尖地產公司的形

象。讀者還會記得2015年公司斥資47億元，以樓面地價高達1.38萬元勇奪尖沙咀中間道商業用地。這塊土地位置優越，位於尖沙咀核心地段，項目樓面面積約34萬平方呎，預計這幢銀座式商廈會在2019年啟用。同樣地，2015年恒地公司也以高樓面地價力退眾多附近持大量土地的上市公司，大有「志在必得」的氣概。

低供應及不足落成量催生地王

排除地皮主觀的優質因素，甲級辦公室的過去幾年和未來二年的低供應量正催促商業地王的誕生。根據差餉物業估價署資料，自回歸至今，過去二十年約有4,000萬平方呎的甲級辦公室樓面落成。以每五年為一期，1997/01、2002/06、2007/11及2012/16數字是1,551萬、795萬、1,062萬及595萬平方呎，而未來二年(2017及2018年)是269萬和111萬平方呎。面對過去五年的超低供應量及2018年的不足落成量，又加上中國的「一帶一路」和「粵港澳大灣區」的有形需求，香港甲級辦公樓售價和租金短中長期是看升的。

無論如何，「地價高於樓價」的現象已由



■ 香港傳統大型開發商恒基兆業上週二以232.8億元，力退其他八大財團奪得中環美利道停車場地皮。

住宅地蔓延到商業地，兩種土地用途同樣地面對「覓地難」的現象。無論人民生活和商業競爭，下屆特區政府都要用盡方法去供應住宅/商業用地。

再啟維港填海選項值得被納入

香港期以「粵港澳大灣區」的金融/服務業的龍頭定位，商業土地的成本能否維持合

恒指有力挑戰26000點

技術走勢上，恒指自2015年4月份所創的高位28,589點，反覆下跌至2016年2月份的低位18,279點，整個跌浪累積跌幅為10,310點，而反彈整個跌浪的0.618倍為24,650點。恒指於5月9日以大陽燭升穿24,800點阻力後，一直守穩在反彈整個跌浪的0.618倍(24,650點)之上，可見恒指已確認新的升浪已開始。

此外，恒指連續兩周企穩在月線圖保羅加通道上軸頂部之上，為2015年大時代後首次，走勢明顯轉強。若恒指繼續守穩在月線圖保羅加通道上軸頂部之上，整固後仍有條件進一步向上，今年有條件上試26,000點。

理水平是至為重要。再次啟動維港填海未嘗不值得再次納入土地供應的選項如何取得商業和環境的和諧平衡，是不容易但要立刻實施的方向，特區政府和立法會議員攜手努力吧。

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。