

內資續南下 或破「五窮六絕」魔咒

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，投資者對美國總統特朗普被彈劾的擔憂緩解，同時境內金融監管機構釋放將會循序漸進加強金融監管步伐的信號，市場避險情緒下降。港股延續漲勢。恒生指數上周漲1.84%，收於25,639點，國企指數漲3.04%，收於10,579點，港股日均成交金額為769.2億港元，較前周有所回落。

港股市值低估吸引

雖然香港股票市場邁入傳統「淡季」，但是在中國內地經濟呈大體平穩增長走勢，以及香港股票市場估值具有吸引力的背景下，大量內地資金持續南下，港股市保持強勁上漲走勢，有望打破「五窮六絕」的魔咒。恒生指數自年初至5月26日的這波漲幅已達

到16.5%左右，其中5月已上漲4.2%（截至5月26日），但是港股市當前估值水平仍低於歷史平均水平，加上仍是全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力並未減弱。

2017年以來，大量內地資金持續南下，香港股市已成為內地投資者做全球資產配置的首選市場。2017年前5個月，南向交易繼續保持淨流入。截至5月26日，今年南向資金累計淨流入1,204億元人民幣，同期北向資金累計淨流入760億元人民幣。自「滬港通」開通以來至2017年5月26日，南向資金累計淨流入4,349億元人民幣，同期北向資金累計淨流入2,506億元人民幣。

筆者認為，在目前香港股票市場估值相

對較低及境內資產配置荒成為常態的背景之下，2017年內地投資者對香港上市股票的需求（通過南向交易）將繼續上升，尤其是在內地熱點城市樓市調控政策持續收緊的預期下。預計南向股票交易2017年將實現2,700億元人民幣淨流入，較2016年的2,062億元人民幣及2015年的978億元人民幣有所上升。內地與香港股市互聯互通是香港市場潛在價值重估的主要動力和催化劑。

關注內銀H股股息

展望6月香港股票市場，筆者比較關注內銀H股除息的行情。筆者發現，雖然過去兩年內銀股行業整體股價表現平淡，但

內銀H股往往在6月會受到市場重點關注。內銀H股股價一般在其除息日前兩周會有相對較好的表現，這可能是由於部分投資者為了獲得內銀H股的高股息，會在其除息日前一段時間買入內銀H股。6月中下旬至7月初，境內銀行股又將集中進入除息期，投資者可以重點關注內銀H股在今年6月的表現。

目前，內銀H股分類估值仍然偏低，尤其是低於部分新興市場國家。截至2017年5月26日，中銀國際覆蓋的內銀H股2017年行業平均預測市盈率和市淨率分別僅為6.2倍和0.74倍，股息率及淨資產收益率則分別高達4.4%和12.6%。筆者認為，中國銀行業信貸資產質量總體平穩，加上內銀H股的淨

資產收益率和股息收益率在全球上市銀行中名列前茅，內銀H股估值偏低並不合理。目前，內銀A股整體股價仍較H股平均溢價16%左右，在境內資產配置荒成為常態的時代背景下，內地資金或將繼續南下，高股息內銀H股具一定吸引力。

外圍市場方面，馬克龍最終當選法國總統，其政策的包容性和延續性將有利於歐元和歐盟經濟發展，歐盟面臨分崩離析的最大風險應該已經過去。海外市場不確定性消除，港股市外圍市場流動性有所改善。在全球避險情緒下降的環境下，國際資金可能會重新審視高息內銀H股的投資價值。

（錄錄；本文不構成且無意構成任何金融或投資建議）

經濟回復常態 「五窮」規律失效

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

近幾周，全球股市相對平靜，沒有什麼太大的懸念。是的，很多人在月初談到，有關「五窮六絕七翻身」之說，正好筆者此前亦在不同場合多次分析過，這些所謂統計規律，只有在相對隨機的市況內，才有可能派上用場。若當年有一定的供求關係改變相對明顯，則不適用機會較高。

恒指破關鍵二萬五關

根據這種理解，大家不妨檢視一下，究竟今年的5月是何狀況。說起來，港股在4月整固後，終於在5月突破恒指二萬五大關，這可是不少投資者心目中的重大阻力。尤其是過去幾年，金融海嘯後，非常時期的非常手段下，央行一直量寬，美股大漲特漲，但港股即使不是紋風不動，起碼亦是相對淡靜。來來去去，仍是那麼一個區間，萬八至二萬五，已經是大家熟悉的區間。這樣一來，繼2015年第二季港股大時代後，如今又再突破，不可謂不重要。

相對來說，近日港股的走勢是稍稍優於美股的，但放在一個較長的時段來看，就以過去幾年的狀況看，港股是大落後於美股的。事實上，美股連漲多年，屢創新高，可說是量寬之下，最明顯受惠的股市。

不錯，美股之所以領漲，一來反映美國貨幣政策用得其法，時間和力度皆掌握得剛好。只要央行令全球市場人士有信心，減輕了系統風險的擔憂，便可讓投資者自行按本身的想法，押注在最有可能的地方。二來也反映，美國企業的財富創造能力，尤其在新經濟的領域上，一眾科網龍頭品牌，自然給予投資者最大的信心。

如此一來，隨着歐洲各地大選的不明朗因素減輕，當地的實體經濟復甦步伐，開始在

經濟數據層面見到改善，自然可以引導部分投資者，把資金由已經熱炒多年的美股中，拿出一部分獲利，投入歐洲市場，以期待較佳的回報。

資金由債市重投股市

不過，即使如此，美股在高位受壓不算嚴重，只是輕微的整固，隨之而來的，又是相對偏穩的走勢。這不得不令人相信，企業盈利增長的基本面，始終是投資者在正常時期下，最為看重的一個因素。這亦是實體經濟漸漸由非常時期，變為正常時期的重要指標。

特別是加息周期來臨，資金漸漸由債市流出，重投股市，已是基本共識。或多或少，量寬時代的非常手段，對此有點扭曲，就是把一切都提早了。如此一來，這幾年已經在美股反映的，在落後的股市，可望有追上來的一定好處。

無論如何，隨着明顯的趨勢形成，包括加息周期的因素，以至經濟復甦下，企業基本面，包括個別企業的營收盈虧，又或者新經濟取代舊經濟，將會愈來愈明顯，這樣一來，又怎會受到眾多多年來平均數得到的「五窮六絕七翻身」統計規律所明顯左右得到？



恒指在4月整固後，終於在5月突破二萬五大關。圖為香港證券行。

資料圖片

關注美聯儲政策方向

姚浩然 時富資產管理董事總經理

5月即將完結，恒指截至本周一（29日）共升近1,100點。2017年開局5個月連升，滬港通和深港通南下淨流入資金亦節節上升，反映內地與本港投資者對港股前景樂觀，「五窮」一如預期沒有出現。筆者認為「六絕」亦不會出現，但外圍短期因素，尤其是美聯儲的政策方向，值得關注。

市場料下月加息

美國5月上旬議息會議記錄顯示，聯儲局認為美國本土經濟理想，即使第一季的增長有所放緩，4月薪酬按年增長2.5%，以及核心物價指數增長1.9%，均稍為低於聯儲局目標，聯儲局視為暫時性。4月失業率降至4.4%，為十年低位，家庭開支和投資數字亦屢見上升，顯示經濟增長仍然充滿動力。再加上有多位FOMC委員會成員表示支持加息，市場普遍相信6月議息會議將會進一步加息，若加息為預期的四分之一厘，相信對股市影響不大。

縮表或帶來衝擊

除此之外，會議記錄中提到另一個重點，就是聯儲局打算縮減資產負債表。雖然具體方案仍有待公佈，但筆者相信聯儲局年內開始實施削減資產負債表是合理的。縮表意思即透過賣出資產（例如美國國債及抵押貸款支



市場普遍相信6月議息會議將會進一步加息。

資料圖片

持證券等)以收回美元，將聯儲局的資產負債表的規模縮減。在金融海嘯後，美國當局推行量化寬鬆，大規模以美元買入資產，令利率維持極低水平，以刺激經濟。在經濟增長強勁時，有需要以相反的方式調控經濟。從貨幣供應角度看，縮表與上調利率同樣具減少貨幣供應的效應，為熾熱的經濟增長降溫。不過，縮表帶來的貨幣供應收縮，在歷史上對經濟及金融市場帶來衝擊，尤其對於美國總統特朗普上場後，屢創新高的美國股市潛在回落幅度或會更大。因此，筆者建議投資者除了留意6月加息幅度外，還留意會議記錄關於縮表的細節，以作分析收緊貨幣政策的步伐。

美國分別於本周五公佈5月的就業報告，及6月14日公佈5月的物價指數。若果數據符合預期，6月加息無懸念。預料港股短期繼續向好，相信端午節假後，北水回歸，恒指有望突破26,000點。

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。

天貓矽谷設新品實驗室



印井指，天貓矽谷新品實驗室帶來三大創新模式。

香港文匯報訊 阿里巴巴集團旗下B2C平台天貓昨宣佈設立「天貓矽谷新品實驗室」，組建以消費者為中心的全新科技研發體系，發佈全球前瞻產品，定義新商業新零售未來。矽谷新品實驗室是天貓全球新品實驗室的「第一站」，下一步天貓將在歐洲和日本等優勢地區開設新品實驗室、賦能品牌、創造者及創新型企業。

三大創新模式

首批加入天貓矽谷實驗室的合作伙伴，包括全球頂級技術創新公司Intel、新材料全球領導製造商3M、全球頂尖創新設計公司IDEO、Microsoft、Radian、Brookstone等10餘家。同時將中國消費者的回饋傳達予國際品牌和創新公司，以便對產品進行更符合中國消費需求的改良。

天貓電器美家事業組總經理印井表示，天貓矽谷新品實驗室帶來三大創新模式，首先讓大數據成為「新引擎」，打通與國際品牌合作，深入供應鏈生產出真正的趨勢產品。同時，促成中國品牌與矽谷頂尖實驗室對接，引入核心技術完成產品升級。此外，天貓還將為美國中小創新品牌進入中國市場，提供消費洞察和進入市場的道路。

港人幣一周拆息暴漲至13厘

香港文匯報訊 人民幣中間價報價模型擬引入「逆周期因子」，令人民幣匯率持續反彈。離岸CNH昨日一度升至6.8020高位，離岸人民幣一周HIBOR更暴漲550點子，至13.4087厘，為今年1月9日以來新高。隔夜HIBOR下跌240點子至5.3528厘。有分析指出，離岸HIBOR的走高，意味着香港市場人民幣流動性緊張，拆借成本不斷上升。

人民幣匯率維持升勢

由於內地正在放端午小長假，昨日官方未有公佈人民幣中間價。不過受到中間價擬引入「逆周期因子」的利好因素推動，即期人民幣匯率昨日繼續維持升勢。CNH於上午10點一度拉升逾200點子，見6.8020的全日高位，但午後有所回軟，截至昨晚6點半報6.8180，較上個交易日升值20點子。在岸CNY亦反覆向上，截至昨晚6點半報6.8502，升值近80點子。

此外，有數據顯示，離岸人民幣1個月風險逆轉率跌至負值，昨下跌19點子至-0.0975厘，創下2011年6月以來的最低收盤位。這一指標連續4天下跌，是4月18日以來的最長連跌。3個月離岸人民幣風險逆轉率第六天下跌，降17點子，報0.535

厘。在離岸人民幣大幅走高的同時，香港離岸人民幣一周HIBOR暴漲550點子至13.4087厘，為1月9日以來新高；隔夜HIBOR下跌240點子至5.3528厘。

路透社引述分析人士認為，中間價加入「逆周期因子」，一定程度上會削弱上日收盤價對中間價的影響，減少市場過度波動給中間價帶來的衝擊，保持人民幣匯率總體基本穩定；同時，匯率的穩定也將一定程度上減少金融市場去槓桿帶來的防風險壓力。

人幣中間價料續偏強

彭博亦引述瑞信策略師Trang Thuy Le指出，增加「逆周期因子」釋放了央行一個明確的信號就是，目前人民幣偏強，官方希望看見人民幣兌美元走強。預計接下來人民幣中間價會繼續偏強，央行也會在即期匯率與中間價分化時入市干預。

瑞德銀行亞洲外匯策略師張建泰認為，某種程度上看，中間價定價機制的變化是對當局曾經表示「允許市場在匯率機制上發揮更大作用」的退步，伴隨着疑似在岸市場干預以及離岸人民幣流動性抽緊，央行正入市用行動來守衛人民幣匯率。一部分是為了回應穆迪降級，警告投資者不要趁機投機人



人民幣中間價報價模型擬引入「逆周期因子」，令人民幣匯率持續反彈。

資料圖片

民幣貶值；同時在恢復人民幣國際化步伐之前，央行將支持人民幣匯率，收緊匯率政策。預計短期人民幣匯率將走強，離岸人民幣兌美元有望上探年內高點6.7826。

新機制或引導人民幣升值

香港文匯報訊 昨日CNH繼續走強，同業拆息飆升，一周及二周拆息均突破10厘。中銀香港高級經濟研究員應堅表示，這可能與中國外匯交易中心調整中間價報價機制的消息有一定關係。上周五該中心表示，將在中間價報價中加入「逆周期因子」，適度對沖市場情緒的順周期波動，緩解外匯市場可能存在的羊群效應。

緩解市場羊群效應

他指，市場理解，由於新年後美元匯率貶值的影響尚未反映在CNH變化上，估計新機制可能將引導人民幣升值，從而刺激投資者購入人民幣。同

時亦增加了境外市場對人民幣的需求，抬升了資金價格。另一方面，由於香港人民幣存款處於近年來低谷，資金價格十分敏感，一些同業傾向於持有人民幣，因此，中短期拆息反彈幅度更大。

應堅續指，自去年初人行引入「收盤價+一籃子」機制來確定中間價後，中間價報價的市場化程度顯著上升，對CNH及CNY的引導性亦增強。然而，外匯市場順周期行為始終存在，某些時間還會放大，干擾由真實供求決定匯率的準確性。從年初至5月，美元匯率指數貶值近6%。儘管內地經濟回穩向好，出口數據亦改善，但人民幣中間價只是輕微升值不到1%。故內地外匯市場自律機制匯

率工作組考慮在人民幣兌美元中間價報價模型中引入「逆周期因子」。

他認為，一旦新機制運行，人民幣兌美元匯率變化的方向將更加明確。隨着特朗普效應及美元加息效果的消退，美元匯率扭轉前幾個月強勢，人民幣在全球貨幣體系中，正表現出穩定強勢的貨幣特徵。人行官員亦不斷強調，中國經濟基本面將支持人民幣作為穩定的強勢貨幣。長遠看，隨着「一帶一路」戰略不斷引入人民幣計價、結算及融資，「債券通」將方便各國投資者增持人民幣資產，必將刺激全球對人民幣資產的需求，從而使人民幣匯率獲得支撐，估計人民幣升值機會大於貶值的機會。