

港股下半年仍有進一步上升動力

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

2017年以來，中國經濟企穩回升，內地資金持續南下，港股上漲勢頭強勁。展望2017年下半年，筆者對香港股票市場仍然保持樂觀看法，其原因如下：首先，雖然港股自1月初至6月底的這波漲幅已達到17%左右，但是港股市場當前估值水平仍低於歷史平均水平，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，下半年仍有進一步上升的動力；

上市公司盈利具改善空間

其次，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下，內地資金仍將持續南下，內地與香港股市互聯互通是香港市場在價值重估的主要動力和催化劑；第三，中國經濟將呈大體平穩的增長態勢，人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩

定，上市公司盈利水平有望進一步改善；此外，在利率上升初期，股票市場大概率會跑贏債券市場。

歷史表明，在美聯儲加息周期內，港股大概率會上漲；最後，歐洲市場不確定性逐步消除，有利於提升投資者的風險偏好。筆者將恒生指數2017年底預測點位從26,500點提升至27,000。在2017年股票配置方面，筆者比較看好大盤高息藍籌股、港股特有的品牌認知度高的公司以及績優低估值中小盤股。同時，建議重點關注以下股票配置：(1) 受益於利率上升的低估值金融股；(2) 內地與香港股市互聯互通主題股票；(3) 績優科技及消費類股票；(4) 積極財政政策和一帶一路受益股(包括基礎設施建設、環境保護、機械設備製造、交通運輸和

原材料等行業)；(5) 供給側改革受益股(包括鋼鐵、煤炭和水泥等行業)。

估值窪地吸引內地投資者

港股市場當前估值對內地投資者仍具吸引力。香港是全球資本的重要集散地，內地資金持續南下，為香港市場帶來新增投資資金，對香港資本市場的長期發展將帶來重要、積極的影響。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的增長態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，港股市場保持強勁上漲勢頭，打破了「五窮六絕」的魔咒。恒生指數自年初至6月30日的這波漲幅已達到17.1%，其中5月份上漲4.2%，6月上漲0.4%，但是港股市場當前估

值水平仍低於歷史平均水平，而且仍然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。

兩地互聯互通助價值重估

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年將實現人民幣2,700億元淨流入，較2016年的人幣2,062億元及2015年的人幣978億元有所上升。內地與香港股市互聯互通是香港市場在價值重估的主要動力和催化劑。

中期而言，中國經濟仍面臨一定下行壓

力。經過新一輪信用擴張後，經濟運行中資源配置效率較低、資產泡沫風險和槓桿風險等結構性問題日益嚴峻，金融體系的脆弱程度上升，金融體系壓力將對實體經濟活動產生重要影響，資源錯配將抑制潛在產出增速，並延長中國經濟結構轉型所需要的時間。目前，貨幣政策已轉向抑制資產泡沫和槓桿風險，金融監管尤其是針對影子銀行監管將顯著加強，融資條件或逐步收緊，而過去兩年的貨幣刺激也在一定程度上透支了短期內需求，尤其是住房和汽車等終端需求增速將顯著放緩。筆者預計2018年GDP增速將小幅放緩。

(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，也不應將其作為任何契約或承諾。)

債券通開車 內地香港達雙贏

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

繼滬港通和深港通之後，又一承接內地和香港兩地資本市場的新通道通車，債券通開始正式啟動，北向通率先在7月的首個交易日上線運行。債券通為開展內地與香港債券市場互聯互通合作，讓中國內地與境外投資者透過在香港建立的基礎設施聯接，在對方市場買賣債券。買賣兩個市場交易流通債券的機制安排。

其實，對於債券通，市場一早就有所預期，股市中有所反應，包括之前被唱好的中銀香港(2388)。這是一份被當作香港回歸二十周年的大禮，無論對於香港還是內地市場都利好。

有助提升香港金融中心地位

對於香港來說，這幾年金融地位屢屢被挑戰，尤其上海在全球金融市場的影響力越來越大，香港的競爭力受到威脅。那麼，這次債券通這份大禮，外界不難估計是中央鞏固香港金融中心的決心。

從RQFII、滬港通、深港通到如今的債券通，香港都扮演著非常重要的角色，作為中國版塊裡的美元區，成熟的金融體系，完善的法律制度，這是目前為止境內沒有一個城市能夠徹底取代的。加上內地債券市場值屬全球第三大，存在相當大的市場潛力。

事實上，目前美國經濟增長動力受到質疑，美匯指數走軟，把特朗普勝選以來的

漲幅都給回吐掉，人民幣下跌的預期明顯減弱，美債收益率下降，中美利差處於歷史相對較高的水平，這讓中國債具有吸引力。

息差因素 中國國債具吸引

這樣一來，這扇大門的打開就勢必伴隨著賺錢的機會，吸引更多國際投資者，這對於香港市場自然是好事。所以為金融股以及港交所(0388)提供中長期的支持。

對於內地來說，這是開發資本市場的重要里程碑。連同早前A股剛剛被MSCI認可來看，中國雖然相較海外發達國家市場非常年輕，但近幾年不斷積極創新，主動改革，同時也有時代前進所帶來了倒逼式改革，都給市場增添新的動力。

南向通上線只是時間問題

正所謂：「不積跬步，無以致千里；不積小流，無以成江海。」，現在債券通還是北向通，相信南向通的上線只是時間問題，而未來還將有更多的「通」，利用好香港這個平台，逐步向全球市場開放。

雖然，無論是A股入摩還是債券通，短線對市場的實質影響真的有限，更多的可能是市場情緒上的鼓舞。從今天大盤表現



香港交易所昨舉行「債券通」開通儀式。繼「滬港通」和「深港通」後，兩地資本市場互聯互通再揭新篇章。

看，影響可能更多的還是個股，港交所升1.59%，匯豐控股(0005)升1.79%，中銀香港(2388)升3.21%。但就是這一步一腳印的前進，才能逐漸打開這扇大門，雖然可能路途艱險，而內地市場還有太多包括法制機制在內的需要調整。

當然，所有的努力，無論是股票還是債券市場，最終將有助中國市場被國際投資者逐漸接受，並不斷向先進發達的經濟市場學習，同時擴大人民幣的需求，從而增加人民幣在海外的使用比例，推動人民幣國際化的步伐。

「債券通」開創全球市場新格局

程實 工銀國際研究部

透過香港把內地債券市場與國際投資者連接的「債券通」於7月3日正式啟動，這也標誌著內地資本市場進一步對外開放的里程碑。措施將可為內地債券市場引入新的投資者，也為香港的金融業發展帶來新的業務機遇，並助力人民幣國際化和人民幣匯率穩定。中國作為全球第二大經濟體，擁有全球第三大的債券市場，「債券通」的影響並不僅限於內地和香港的資本市場。它把通往內地資本市場的大門進一步向國際投資者打開，提供一個更直接投資到境內債券的渠道，這將為全球資產配置帶來新的格局。

為內地引入更多中長期資金

開放資本市場，助力人民幣國際化。資本市場引頸以待的「債券通」7月3日正式開通，為境外投資者進入內地債券市場提供一個更為便捷的渠道，也標誌著內地資本市場進一步對外開放的重要里程碑。

「債券通」開通的不單是二級市場交易，更把境內一級市場發行向境外投資者開放。相對現時的滬港通和深港通，「債券通」的開放程度更進一步。「債券通」也為內地債券市場引入更多的中長期投資者，有助優化投資者結構，推動直接融資。

長遠有利人民幣匯率穩定

其中，中國農業發展銀行和國家開發銀行將於今明兩天，面向包括境內和境外的投資者招標發行金融債，為「債券通」的開通揭開第一頁。「債券通」也將有助滿足加入SDR後市場對人民幣資產的額外需求，並助力人民幣國際化。歐洲央行於6月中宣佈，已完成了首筆規模相當於5億歐元的人民幣外匯儲備投資。隨著投資渠道進一步擴大，預期機構、企業對人民幣的需求也將提升，長遠也有利人民幣匯

率的穩定。

成兩地市場互聯互通橋樑

為香港金融發展注入新動力。隨著「債券通」的開通，進一步開拓香港與內地資本市場互聯互通的橋樑。這將鼓勵更多的人民幣投資產品在香港推出，進一步鞏固其作為全球領先離岸人民幣中心和資產管理中心的地位。雖然「債券通」初期只開通北向交易，但互聯互通、雙向流動是發展大趨勢，南向業務必將適時開通。這也將為香港的債券市場帶來新的資金、新的投資者。未來一級發行的開通，更可強化香港作為國際融資中心的功能。我們也期望股本市場的首次發行，未來也可實現互聯互通。在「一帶一路」戰略，並配合香港在法制、資金流等各方面的優勢下，這些措施將可讓香港繼續扮演其作為內地與國際間超級聯繫人的角色，並為香港金融

業帶來新的業務機遇。

為全球資本市場帶來新格局。「債券通」的影響並不僅限於內地和香港的資本市場，它對全球資本市場的影響也是不容忽視的。

中國作為全球第二大經濟體，並且擁有全球排名第三的債券市場，但國際投資者對中國相關資產的配置與中國的經濟實力明顯不匹配。互聯互通的措施，開放了國際投資者進入內地資本市場的大門，將可為全球資產配置帶來新格局。考慮到中國經濟的增速，以及其債券相對較高的收益率，預期將可吸引到更多的中長期資金投入。

MSCI近期公佈把A股納入其指數的計劃，正是考慮到滬港通和深港通帶來的作用。同樣地，「債券通」也將會助力內地債券納入國際債券指數中。這些變化，將會為全球資本市場開創新的格局。

香港建築成本能降低嗎？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

上月中旬，應香港營造師學會約，筆者擔任該會年度論壇的其中一名主講嘉賓，針對香港建築成本持續上升提出解決方案。我們三位講者是分別來自承建商和專業顧問公司，從承建商、工料測量師和產業測量師角度理解探討，並建議可行解決辦法。

首先，讓我們了解香港建築成本包括什麼呢？建築成本主要包括四大種類，如工資、材料成本、機械成本和不同雜項，不同雜項是含行政支出、保險、安全/質素/環保合規成本、質量保證成本、工人福利設施成本、承建商利潤等等。視乎不同建築工程，如地基建、上蓋施工工序、機械/電子工程，這些種類佔有總成本比例各異。

一般來說，建築材料支出約佔四至五成，工資佔二至三成，機械成本佔少於一成(除地基工程比例較高佔上二成半左右)和其他雜費一成半至兩成。這項具體分析說明建築材料價格浮動幅度才是主導建築成本的。無可否認，建築材料價格最不受香港因素左

右，主要視乎人民幣匯價浮動情況、外圍經濟環境改變及內地建築業的盛衰因素。可見將來，人民幣匯率已見頂回落，內地建築業隨着中央/地方政府連環打擊樓價措施而趨向低率增長中，本地建築材料價格會維持平穩。因為機械成本比例不算高，近年香港建築成本持續上升的元兇應是工資增長和其他雜項增加所引致的。

工人短缺情況仍然嚴重

目前的香港工人供應情況還是好緊張。根據政府發展商的2014年9月的統計，註冊地盤工人是337,000人，在職的約佔260,000人，約70,000人已脫離行業，總體約8%工人未開工或開工不足，預計該行業是欠缺一萬工人以上。再以年齡層分析，現職工人的平均年紀正在持續上升，不乏已年過五十歲的，令工人平均效率年年下降。正是工人短缺情況嚴重，年紀又急劇上升，令本地地盤工人工資年年有不俗增幅，但是施工效率

沒有改善，導致工人成本持續上升。

縱然工資水平不低，年輕人不太願意加入。香港社會愈趨繁榮進步，對工人地盤管理/福利/工人工時都提出較高法規需求，建築成本的雜項支出悄悄地不斷上升。筆者預期這些雜項支出只會增無減，佔比例未來也會繼續增大。

宜先嘗試改良施工方法

在論壇的最後答問時間中，各位講者討論如何使建築成本下降的方法。首先是嘗試改良施工方法，盡量減少地盤的作業時間。現時於香港市區，尤其是在狹小不平坦的地盤施工時，建築成本非常高昂。減少成本的直接方法是盡量增加預製件作業比例，地盤內主要工序是組合預製件，因地制宜地應用創新建造方法去縮減建築時間。

香港一般的承建商規模不算大，這形成公司規模細，總體行政/融資成本不低。承建商多非上市公司，屬於小規模運作，銀行貸

分析認為，香港仍然是全亞洲地區建築成本的冠軍人馬，只有通過業界和政府合力才可令建築成本未來趨平穩下降。

資料圖片



款困難。香港大型地產商可以通過收購和整合，將下游承建商納入子公司；也可通過企業間策略性合作和聯盟，合力將承造成本減低。大型承建商更可通過上市集資，再以上市公司擔保，享受較低融資成本。

根據其他講者的統計，今年上半年的投標中標價相比招標成本預算都較低，尤其是大型工程招標更低於兩成以上，這反映今年的中標價會平穩地下降。無論如何，香港仍然

是全亞洲地區建築成本的冠軍人馬，只有通過業界和政府合力才可令建築成本未來趨平穩下降。雖然樓價和成本不是直接相關，但是是成正比關係。有效地降低成本，可以長遠地使樓價下跌。

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。