

A股成功入摩 長遠影響利好可期

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

6月20日MSCI宣佈將自2018年6月開始將內地A股納入MSCI新興市場指數和MSCI ACWI全球指數。計劃初始納入222隻大盤A股。基於5%的納入因子，其佔MSCI新興市場指數的權重約為0.73%。這是內地A股經歷四次申關失敗後，終於成功納入MSCI，對內地資本市場改革開放具有指標性意義。

互聯互通新框架成納入關鍵

市場准入度是內地A股遲遲未能納入MSCI的主要障礙。2015年以來，內地監管部門透過制度完善和優化以求接近MSCI的相關要求。2016年下半年以來，內地監管部門將防範金融風險、規範市場規則及保護投資者利益作為重中之重，先後針對上市公司

股權激勵、重大資產重組、期貨投資者適當性管理問題修訂完善相關法規。

在內地不斷完善市場准入和規則建設的同時，MSCI亦呼應市場需求，對原有方案進行大幅調整，摒棄了原建諸於機構投資者(QFII與RQFII)的通道設計，將滬深港通等互聯互通機制納入新框架。因此，此次A股納入MSCI是基於互聯互通新框架，充分顯示了香港在內地資本市場開放和金融改革中的「超級聯繫人」作用。

料更多外資將進入A股市場

借鏡其他市場納入MSCI的經驗，如MSCI於1996年納入台灣地區股指50%權重，配合證券市場對外開放，市場迎來第一波上漲。隨著權重比例增加，外資持股比例到

2000年底徹底放開，QFII投資額度顯著上升，台灣地區股市形成較穩定的上升趨勢。又如韓國股市1992年以20%權重被納入MSCI指數，同年配合QFII制度引入，1992年至1995年經歷了一輪牛市；97年金融危機後，韓國政府為鼓勵外資進入，投資額度上限上調至50%，配合QFII持股提升，MSCI將韓國股市權重從50%上調至100%，使得國際資本流向韓國股市，韓國股指KOSPI大漲近八成。

與韓國和台灣等國家或地區不同的是，內地資本市場對外資開放已經超過十個年頭，截至6月29日QFII和RQFII審批額度分別為927.74億美元和5431.04億元人民幣。「滬深港通」也為中國資本市場引進國際資本提供有效途徑。由於初步納入比例遠遜於

台灣和韓國，其對市場行情的影響或更多出其指標性意義。另據MSCI估算，全球跟蹤MSCI的資金規模約為10.5萬億美元，跟蹤新興市場指數的資金約1.6萬億美元。如納入初期佔比為5%，則A股佔新興市場指數比重約為1.73%，對應資金約170億-180億美元，勢必將成為提振A股市場的「活水」。由於市場規模、開放程度與資本流動限制等因素，市場預估A股全部納入的時間或超過6年至9年。屆時，資金流入規模或達到3,400億美元。

投資者結構可望有所改善

未來內地A股納入MSCI將呈現一個動態加入的過程，涉及全球投資者資金配置、市場情緒變化以及內地金融改革和資本市場開

放等諸多層面。在全球更多基金增加對A股相關資產的配置的背景之下，目前散戶主導的投資者結構可望有所改善。2015年A股專業機構投資者成交額佔總成交的比重為10.69%，個人投資者佔比為87.18%。另外，更多的國際投資者和機構進入A股市場，有利於營造價值投資與可持續發展的理性氛圍。

A股與全球市場聯動性漸增

由於MSCI在全球的標杆效應，其納入內地A股的決定可望引領更多國際性股市指數跟進。隨著越來越多國際投資者和基金公司佈局A股，境外資金佔A股比重料會逐步提升，A股國際化程度以及與全球市場的聯動性也會相應增加。

加息效應恐擴散 投資者宜留神

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

隨著越來越多央行暗示，要退出超寬鬆的貨幣政策，有關全球流動性拐點的猜測，也在不斷加深。一直以來，在緊縮這條道路上，美聯儲最為領先，從去年年底開啟加息大門，由此進入了大的加息周期。

耶倫發聲 市場解讀偏倚

不過，近來美國經濟數據並不全然理想，讓投資者開始質疑，究竟經濟增長動力如何，從而預估加息或有所延後，9月縮表而12月加息，便成為主流的猜測，這也讓昨日耶倫在半年度貨幣政策在眾議院金融服務委員會上的作證，成為真正的市場焦點。市場普遍解讀其講話偏倚，她重申，2%是對稱性目標的立場，並不是通脹上限，外界傾向認為，這是暗示加息空間未必很大，預料縮表仍將在今年啟動。在耶倫證詞後，市場預計9月的加息概率，已經跌至一成左右，12月的則跌至五成以下。

全球央行收水料不會減慢

顯然，投資者把近來的主要行情略為逆轉，由美股與美債齊升，到金價帶領一眾貴金屬價格的反彈，莫非如此。而背後的理由，不難理解，自然與此前市

場普遍在央行的期望管理下，已經預估有更快的加息步伐，甚至與縮表同步而行，如今這一點未必容易落實，自然有較為放鬆的心情。當然，與此前的資產重新配置相比，如今是大行情的小轉折，因為大方向上，全球央行收緊貨幣政策不會因此而有明顯減慢，投資者一下子開心太快，未必明智。

另一邊廂，正當美聯儲於現階段，未必刻意把加息步伐加快太多，加拿大央行則一如外界預期，在近7年以來，首次宣佈加息25個基點，成為跟隨美聯儲進入加息軌道的第一家主要央行。重要的是，這不是一個信號，意味着接下來各國央行將紛紛行動，走向收緊？

早前歐央行行長德拉吉曾表示，歐元區經濟正在反彈，並稱通縮力量已被通脹力量所替代，其6月的會議紀錄指出，若對通脹展望的信心改善，或撤除購債的承諾。英倫銀行同樣也有鷹派言論，只不過其後副行長表示未準備好加息而已。

當然，例外的是日本央行，它似乎想



耶倫周三表示，如果美國經濟表現大體符合美聯儲預期，美聯儲可能今年開始執行縮減資產負債表。

走自己的道路，日本央行行長周一表示，日本經濟正在轉向溫和擴張，不過亦重申將維持大規模刺激計劃，直至通貨膨脹穩定在2%的目標水平之上。

日本維持放水將面對挑戰

這一點不難理解，日本面對的迷失二十年，是結構性問題，不是貨幣政策可

以協助紓緩的周期性衰退，自然是不相提並論。當然，隨着各國央行相繼撤出寬鬆貨幣政策後，日本央行面對的挑戰只會更大。

總的來說，各主要央行即使未必立刻收緊，但都開始效仿美國做期望管理，加息效應將逐漸在全球展開，投資者應提前做好準備。

發達國家經濟續擴張 多國央行面對收水壓力

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

美國上周五公佈了6月份就業數據，而由於5月份表現較預期差，令投資者對美國經濟前景的憂慮增加。但6月份的非農就業職位增加22.2萬份，是四個月以來最高，而且亦較市場預期理想，惟失業率及工資增長略遜市場預期。同時，日本及歐元區的經濟似乎有進一步改善的情況，投資者應怎樣理解目前的經濟情況，及如何作出投資部署？

非農職位增長集中高增值行業

從6月份的非農職位表現可以看到，是次職位增長集中於多個專業或較高增值的行業。例如：健康護理、專業及商業服務、餐飲及金融業，職位分別增加3.7萬份、3.5萬份、2.9萬份及1.7萬份，顯示中高檔的行業職位增長有改善。由於中高檔行業的工資一般較高，故應對非必需消費品或奢侈品的需求增加。

相反，建築、製造業、批發貿易、零售及運輸業的職位未見明顯增長。建築業職位增長未見明顯，可以分兩方面解釋。一方面是由於特朗普的增加基建開支計劃仍未獲得通過，令相關行業表現受影響。另一方面，由於美國息率趨升，或令美國建築商對商廈及住宅的需求評估趨於審慎，最終影響了建築行業的職位增長方面。

至於批發貿易及零售業方面，似乎並非受到經濟不景氣的影響。而是由於網購的需求增長加快，令傳統依賴以地舖為主的零售行業受到較大的影響。雖然運輸業職位未見明顯增長，但由於網購的熱潮持續，將令運輸需求增長，料行業的職位仍有增加的空間。

失業率回升或反映更多人搵工

至於就業報告的另一重點在於失業率意外上升0.1%至4.4%，以及工資按月增

長只有0.2%，較市場預期的0.3%為低。前者反映更多失業人士出來找工作，令失業率略為回升，但不阻礙到美國經濟增長，以及聯儲局貨幣政策正常化的步伐。至於工資增長遜於預期，或反映當前的經濟運行模式有所轉變，更多依賴科技的情況下，過去在經濟表現較好時容易出現人手短缺的行業，例如零售業，是在是次就業數據中並未見有關職位出現明顯增長。

與此同時，不少過去依賴增開地舖的百貨公司，例如Macy，卻出現業績表現欠理想。由此可見，傳統零售業正受到網購的衝擊，故亞瑪遜的股價持續上升。

除了美國外，其實歐洲、加拿大及英國的央行均已表態準備收水，主要是由於區內經濟已經出現明顯復甦，而物價亦似乎有上升的動力。目前只欠日本一國，便可以顯示已發展國家央行準備收

水行動。從摩根士丹利已發展國家經濟循環指數，已升至接近2000年及2007年的高位。當中，美國及日本的循環指數已到達高位，甚至突破了過去兩次的高位，反映環球經濟復甦動力持續。至於歐元區方面，指數亦已見明顯上升。因此，目前證明已發展國家央行已準備收水。

應對收水 熱錢流出新興市場

目前經濟情況的確已有明顯好轉，故多國央行已部署或已經採取收水行動。但我們要留意，新興市場的貨幣指數近期似乎有所轉弱，或反映部分聰明的資金已流出新興市場。另外，美國長息持續反彈，亦證明投資者估計聯儲局將於9月縮表，而12月將再度加息。一旦多國同時加息，可能影響全球經濟，而近月全球貿易領先指數已經顯著回落，投資者宜留意。

「合法割房」叫好 仍應審慎推行

陳東岳 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)

新一屆政府上場不久，便馬不停蹄在解決房屋問題上動腦筋，雖然新近提出的改裝割房方案不是長遠解決屋上樓難的答案，但起碼可為公屋輪候者提供較安全舒適的過渡性房屋選擇。新任運輸及房屋局局長陳帆提出由政府牽頭，社福機構籌集資金租用唐樓改裝成割房，以約一半市值租金予輪候公屋家庭，希望可以在今年內推出大約100個單位，他強調這項措施不會取代政府覓地興建公屋的長遠目標。

據悉構思中的「合法割房」可分為兩類型，其一是將一個舊樓單位分間成幾間獨立小型住所，這類型設計比現時市面的一般割房面積較大而較衛生；另一類設計是由幾個家庭共用廚廁，類似當年「七十二家房客」模式。正如陳氏早前落區探訪割房戶時指出，「合法割房」必須安全衛生，「一個五百呎單位若只分成三至四間，活動空間將大得多」。另一種模式則是類似「同居共住」的概念，即多個家庭同住一單位，各有私人空間，同時共用廚房、廁所等範圍。

業界大多數抱樂觀態度

傳媒報道後，筆者與專業界朋友談及，大多數抱樂觀態度，但認為兩種模式尤以後者技術上較可行，從行家角度兩者各有優點，無疑單伙獨戶的私隱度較高，但技術上將一個單位分間成幾個獨立小單位涉及的細節較多，比如改動自來水管、排污管道、電線槽、照明、採光、通風、消防安全、分間牆、公共走廊及不能明火煮食等等，某些環節可能與相關範疇法例有抵觸。反而同居共住模式由於共用廚廁，涉及的技術性細節沒有那麼多。總的來說，或許在符合結構及安全的前提下，「合法割房」還需要獲得豁免部分建築條例的要求始能成事。

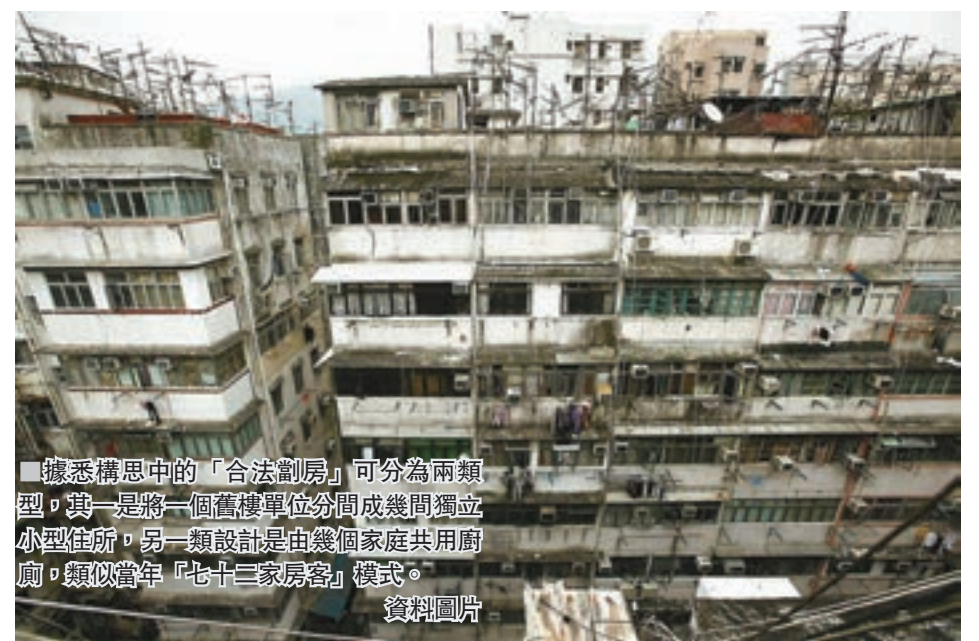
陳帆指出，構思中的「合法割房」會由政府組織作後勤支援，配合不同住客的需作出照顧，提供如社區融入、小孩就學、長者送飯、陪診等服務。政府目前已接觸了一些慈善機構、持有空置唐樓的中小型發展商、業主等，資金則來自社會資源，他有信

心可取得相當大金額。期望可在今年內推出首批「合法割房」，相信會有一百幾十個單位，可供分拆出租。

陳氏澄清，並沒提出由政府資助非政府機構租用單位，而政府則會以政策推動者的角色，由運房局、發展局及勞工及福利局「三位一體」推動計劃。

應為新思維確立一套模式

筆者歡迎政府有上述新思維，一方面可以令市區舊樓資源重新投入市場合法使用，同時又可為公屋輪候者提供較廉宜的過渡性房屋。不過，期望見到有大批量的合法割房在社會上出現，或許政府更應該為「合法割房」確立一套模式，包括設計指引及允許在符合結構及安全的情況下，豁免某些建築條例的要求，這樣做的好處是鼓勵更多舊樓業主，依照新模式自行改造合法割房，於是全港各區便能夠有更多同類單位供應，在供應較多之下，其租金亦得以保持在較低水平。



據悉構思中的「合法割房」可分為兩類型，其一是將一個舊樓單位分間成幾間獨立小型住所，另一類設計是由幾個家庭共用廚廁，類似當年「七十二家房客」模式。

計劃很可能需要長期營運

另外，現時公屋輪候期達4.7年以上，不排除「合法割房」居民亦需要居住較長時間才有機會入住公屋，就算搬走後，這些合法割房亦會有其他輪候者入住，於是「合法

割房」計劃很可能需要長期營運下去，故此整體的長期可操作性還是需要從長計議，才審慎推行。

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。