

外圍市場短期無重大風險

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

7月，美聯儲維持利率不變，內地資金繼續南下。上周，美聯儲宣佈維持利率不變，立場偏鴉派，衡量市場恐慌的指標VIX指數跌至歷史最低，外圍市場短期無重大風險。

在本次會議聲明中，美聯儲認為今年以來勞動力市場表現強勁，經濟溫和擴張；新增就業保持穩健，失業率下降；家庭消費支出和企業固定投資繼續擴張；衡量未來12個月整體通脹指標和剔除食品與能源價格的通脹指標已經下降且低於2%；隨着貨幣政策的逐步調整，未來經濟活動將持續溫和擴張，勞動力市場將進一步加強，短期內通脹水平仍將低於2%，但中期內將穩定在2%左右的目標水平；如果經濟發展總體符合預

期，美聯儲將「相對較快」啟動「縮表」，暗示美聯儲有可能最快於今年9月開始正式啟動「縮表」。

美「縮表」影響料溫和

美聯儲此前表示將採用漸進式的「縮表」方式，通過逐漸停止對到期債券進行滾動再投資的方式實現溫和「縮表」。起初每月縮減60億美元國債和40億美元MBS，之後每季度分別上調60億美元和40億美元，直到最後分別升至300億美元和200億美元。筆者測算，開始「縮表」的第一年內將縮減3,000億美元，第二年縮減6,000億美元。根據堪薩斯聯儲此前研究估算，兩年內削減

6,750億美元相當於加息25個基點。因此，美聯儲「縮表」對資本市場的短期影響應該比較溫和。

總體而言，本次會議聲明略偏鴉派，美聯儲承認通脹指標已經下降，意味着美聯儲貨幣政策的基調將以穩健為主，本輪加息周期將會緩慢地推進。會議聲明發佈後，聯邦基金利率期貨推算的美聯儲9月加息概率降至4%，12月加息概率略升至45%。美聯儲漸進加息步伐，為香港股票市場營造一個相對穩定的外部發展環境。

內地資金繼續南下

境內市場方面，7月內地資金繼續南下，

助推動港股創兩年新高。截至7月28日，7月南向資金淨流入為272億元人民幣，今年南向資金累計淨流入達1,614億元人民幣，同期北向資金累計淨流入1,170億元人民幣。恒生指數自年初至7月28日的這波漲幅已達到22.6%，其中5月上漲4.2%，6月上漲0.4%，7月上漲4.7%。目前，恒生指數當前市盈率水平已修復至過去12年的歷史平均水平。

恒生國企指數市盈率水平仍低於歷史平均水平20%左右。同時，與世界主要股票市場相比，港股市場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。另外，市淨率與淨資產收益率之間的回

歸分析亦表明，香港股票市場目前仍被低估。

在目前香港股票市場估值相對較低，境內資產配置荒成為常態的背景，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年將有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。

（節錄；本文為作者個人觀點，不構成任何金融或投資建議）

走出海嘯陰影 市場氣氛樂觀

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

經過7個月，投資者看到全球金融市場的形勢，即使不算大好，也算是小好。可不是嗎？當周遭眾多的地緣政治問題出現，市場的反應甚為冷靜，沒有突如其來的拋售資產，反而着眼于長期經濟增長動力，以至企業經營績效。

各國經濟逐漸走出金融海嘯的陰影，由非常時期的非常手段，轉為正常時期的正常手段。可以設想的是，投資者理性預期內，自然有多年來眾多平均值的記憶。當一項便是預期回報率，股市明顯跑贏債市，這一點在愈長的時間段取樣本，愈是可靠。如此一來，只要目前不再是系統風險主導的時間，便以正常時期的參考為主。

當前數據樂觀一方佔優

當前的數據，縱使不是一面倒樂觀，但樂觀一方是佔優的。悲觀的日子可多，但不應太多，因為周期的本質是，有上有落。更何況經歷了過去十年，大家明白各國央行的看家本領，自然是在危機時，以更大的資產泡沫拯救較小的資產泡沫，沒完沒了。你說是道德風險或道德危機也好，但總的來說，市場中

人無不認識清楚，央行別無他法。其本質上可以使用的工具，就是這麼一種貨幣政策，當有問題時，寧鬆莫緊。

當然，隨着正常時期來臨，一切有必要正常化，包括利率水平。與其以多年來的平均水平去度量，倒不如以近年來的水平去說，才較合理。因為大病初癒的經濟，經不起央行一下子急劇收緊貨幣政策，只能見步步行，小心看路。

收緊貨幣政策大勢所趨

近幾個月，市場上最明顯的發展，是投資者換馬的行動加快。是的，大家明白只要經濟復甦，最終央行要收緊，則債市資金流出，重投股市，應是大勢所趨，無話可說。只是如此一來，大家不必等到真的落實時才行動，早就在美股和科網股上去做。如今已是趁消息落實收割獲利的好時機，部分資金轉投歐洲，如此一來，歐元和歐洲股市有起色，倒不是偶然。

同樣不是偶然的，自然是7個月以來氣勢不錯的港股。不能說氣勢如虹，因為成交仍是平常，也沒有令人矚目的股市指數大急升。相比之下，如今只有日

復日，持續的慢速上升。說實在，這種升市，一般投資者沒有興趣，但最是有利於財富增長。的確，投資者不必太急進，只要逐步減持不合時宜的債券類別資產，轉投股票類別資產，已經可以適應上述的大環境轉變。

無論如何，投資者真正關心的，始終是風險與回報率之間的平衡。沒有系統風險的影響，投資者只需留意各國經濟和企業本身的因素。當然這很考工夫，但這是正常時期的正常手段，投資者優為之，是天公地道。



各國央行逐步收緊貨幣政策是大勢所趨。圖為面額500歐元。資料圖片

港股仍有上升空間

姚浩然 時富資產管理董事總經理

剛剛結束了7月最後一個交易日，港股確定連升七個月。恒指年頭至今累升5,322點至7月尾收報27,323點，升勢可謂勢如破竹。以目前恒指水平看，2017年預計市盈率約14.5倍，股息率約3.25%，市賬率約為1.35倍。若與過去15年恒指的平均估值（市盈率約15倍，股息率3.3%，市賬率為1.55倍）

比較，恒指目前的估值不算超平，貼近過去15年的中位數。雖然如此，筆者認為港股市況尚算健康，暫時未出現泡沫，起碼成交金額未見幾何式上升。港股今年餘下時間走勢如何，將取決於歐美和內地股市的發展。

環球經濟近期有復甦跡象，國際貨幣基金組織（IMF）展望全球明年經濟

增長分別為3.5%及3.6%。其中分別上調了歐元區今年明年本地生產總值（GDP）增長預測至1.9%及1.7%，上調了中國今年國內生產總值（GDP）增長預測至6.7%，調低了美國今年明年經濟增長預測至2.1%。

歐元持續反彈

歐元區7月製造業採購經理人指數（PMI）初值和綜合PMI初值分別為56.8和55.8，雖然略遜預期，但是仍處於6年高位附近，暫無影響市場對歐洲經濟持續改善的看法。此外歐洲央行行長早已指出歐元區並沒有減息空間，甚示有收緊貨幣政策的可能，歐元亦受帶動持續反彈。

美匯指數弱勢

歐元反彈拖累美匯指數跌穿94水平，同時，市場對美國加息預期再度降溫。最新利率期貨顯示，市場預期美聯儲於今年內再加息的機會少於一半，下次再加息或會延至2018年首

季。美國剛公佈第二季GDP初值增長為2.6%，以及上半年GDP增長1.9%，略遜預期。另外，美聯儲通脹指標的整體個人消費支出（PCE）物價指數，第二季初值升幅再度放緩至0.3%，遠低於首季下修後升2.2%。經濟增長和通脹皆有所放緩，相信未能應付過快收緊貨幣政策，加上美聯儲曾預期會在相對近期開始縮減資產負債表，因此筆者認為9月宣佈縮減資產負債表規模較大，會否再加息則視乎未來幾個月的經濟數據。

內地經濟向好

中國方面，美匯指數弱勢帶動人民幣向上，加上人行近期放水較密，刺激內地股市上升。另外，內地6月規模以上工業企業利潤按年增19.1%，增速比5月快2.4%。內地經濟持續向好加上人民幣匯率回升，有利中資企業表現。本周將開始進入業績期高峰，若中資股表現不俗應可支持大市再向上，預期恒指短期阻力位為27,500點。

■市場預期美聯儲於今年內再加息的機會少於一半。
法新社



成吉思汗的現代商業智慧

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

最近，香港的電視台热播金庸名著《射鵰英雄傳》，故事中描述成吉思汗對郭靖的一段「父子情」，在自己崩崩前仍要求見郭靖最後一面。這正鼓勵香港一股蒙古旅遊/考察熱潮。

筆者七月有幸跟隨社團赴內蒙古進行「一帶一路」考察，首次踏足呼和浩特、鄂爾多斯和錫林浩特等大城市，策馬大草原，嚼盡烤全羊宴，坐沙灘車奔馳響沙灣。最令筆者記憶深刻的是參拜成吉思汗陵。該陵位於鄂爾多斯市郊，是成吉思汗的衣冠塚。建築物內詳細記載大汗生平，從幼年直至建立蒙古帝國。這位「一代天驕」真是為現今世界留下豐富的各種智慧，筆者特別具體分析其商業遺產。

倡自由貿易公平買賣

成吉思汗特別重視發展商業和貿易，提倡自由貿易，堅持公平買賣，等價交換的原則。反對商業交易的不守信用、相互欺詐，尤其對那些欺行霸市或投機發財的奸商，主張採用行政手法予以滅絕。他發動的幾次西

征更加促進全球化貿易，使中西方產品能互連互通。當蒙古帝國建立後，建立安全便捷的陸路運輸系統橫跨歐亞大陸，令跨國貿易變成現實。

併購可參考領戶分封

十三世紀，蒙古高原上分佈着許多部落或部落聯盟。當蒙古帝國建立後，成吉思汗把原有部落組織打散，按千戶制編組為軍事、行政、生產組織實體，千戶上有萬戶，協助大汗有效管理國家。筆者聯想起現代企業收購/合併其他企業時，這項「領戶分封」方法大可參考。當現有企業被收購後，高層人員應詳細分析具體架構，且迅速進行重組方案，董事局特派高層參與運作，收購的企業便可快捷融合主體內。

發展必須建核心團隊

「怯薛軍」是負責保衛可汗安全，且是隨行可汗出征的軍隊。這支軍隊有上萬之眾，是精選的部隊，享有優越的地位。行軍中有近衛軍，現代企業領導者必須有其忠實，能

幹的核心團隊。隨着蒙古帝國的建立，可汗再延聘其他人才，如法律、經濟、貿易和管理人才。他不計較民族和社會地位，廣納敵人的賢能人才為己用，使各方豪傑紛紛歸順。現代企業想持續發展，必須有核心團隊，並且時刻廣納人才，不同階段需要各種專長人士，才能使企業不斷壯大，歷久常新。

成吉思汗在長期的戰爭中總結成功失敗的經驗和教訓，形成了具有自己風格的軍事思想和戰略戰術。最為世人樂道的包括進攻戰、運動戰、口袋戰和殲滅戰，並以迂迴攻擊戰術打敗金國、宋朝和西夏國。他的軍事思想充分體現「知己知彼」的策略，每次發動大戰前，皆會慎重對待，充分準備，自然成為「長勝將軍」。大汗的遺留下的軍事思想和戰略戰術絕對可供現代企業使用，在百變的商場中靈活應用，增加制勝的機率。

成吉思汗將蒙古帝國劃分為四大汗國，最長的汗國歷時超過二百年。成吉思汗編制的《大札撒》，是世界上第一套應用範圍最

廣泛的成文法典，同時也是世界上最早的憲法文體。這部法典充分體現法治精神，廣泛於其四大汗國和元朝遵行。

成吉思汗是一代偉人，遺留下大量商業智

慧，實是現代企業可堪借鏡的。他不屈不撓的精神，從每次失敗中汲取經驗再向上，實是現在企業家必須具備的元素。他開創的全球化貿易精神仍是歷久常新的。



■成吉思汗陵位於鄂爾多斯市郊，是成吉思汗的衣冠塚。
資料圖片

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。