內地金融業對外開放提速 與香港互聯互通將更緊密

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，國務院決定進一步放寬外資銀行、保險公司准入門檻，取消多項業務限制。同時，香港特首發佈的2019施政報告，主要涉及房屋、土地供應、改善民生和經濟發展四個方面的內容，尤其是重點在房屋和土地供應等社會最關注的民生領域問題，改善市場人氣。不過，內地GDP增速由第二季度的6.2%降至第三季度的6.0%， 顯示經濟下行壓力仍較大，港股反彈空間受限。

回顧上周行情， 恒生指數上漲1.56%，收於26,720點，國企指數上漲0.84%，收於10,540點，港股日均成交金額為795.2億港元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣為63億元。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。其中，醫療保健業上漲4.24%，表現最好，主要由於市場預期醫藥股三季報業績或將有較好表現；綜合業和非必需性消費業也表現較好，分別上漲2.12%和1.91%；原材料業下跌1.59%，表現最差，主要是由於部分公司三季報業績差於市場預期；能源業下跌1.59%，電訊業下跌0.99%，表現均差於大盤。

今年以來開放步伐明顯加快

上周，國務院發佈關於修改《中華人民共和國外資保險公司管理條例》和《中華人民共和國外資銀行管理條例》的決定，進一步放寬了外資銀行、保險公司准入門檻，取消多項業務限制。今年以來，我國金融行業對外開放步伐明顯加快。5月，銀保監會提出12條銀行業和保險業開放新政，涉及取消外資股比限制、放寬市場准入條件等多個方面。7月，國務院金融穩定發展委員會宣佈包括放寬外資保險公司准入條件在內的11條新開放措施。9月，外匯管理局決定取消合格境外機構投資者（QFII）和人民幣合格境外機構投資者（RQFII）的投資額度限制。10月，證監會加速對外開放資本市場， 宣佈提前在2020年內陸續取消期貨公司、基金管理公司和證券公司的外資股比限制。

筆者認為，新一輪金融行業開放政策表明中國對全球化進程的堅定支持，將壯大國際自由貿易力量，美國金融機構也將直接受益，有助於緩和當前貿易衝突風險。

新一輪金融行業開放政策有利於吸引發達國家金融資本、先進管理經驗，引入市場機制並促進市場競爭，加速內地金融體制改革與金融環境優化，引導貨幣資金流向實體經濟，推動經濟轉型和高質量發展。雖然加快金融行業開放對部分內地金融機構或有一些短期壓力，但更加激烈的市場化競爭環境也將成為倒逼內地金融機構提升國際業競爭力的重要推動力。

金融業外資股比限制放開，將加快推進內地資本市場高水平開放，為資本市場注入新鮮血液，優化金融資源互聯互通，提升資本市場活力，改善資本市場投資者結構。外資金融機構領先的國際經驗、差異化和相對高端的國際化產品和服務可以豐富內地金融產品和提升金融服務實體經濟能力，提高內地金融機構的國際競爭力。同時，金融業的國際化發展將增強內地股市債市以及其他金融產品的國際認可度，吸引全球投資者在中國資本市場的多元化資產配置。

港股或迎來估值修復行情

展望未來，隨着中國資本市場高水平對外開放不斷深化，內地與香港資本市場互聯互通將更加緊密，中內地地投資者在香港資本市場上的影響力日益上升，而內地與香港資本市場互聯互通是港股市場潛在價值重估的主要動力和催化劑。筆者注意到，雖然6月以來海外投資者的悲觀情緒大幅上升，但在港股市場估值具吸引的背景下，過去幾個月南向資金（內地資金）持續實現淨流入，對香港市場的穩定起到了重要的支撐作用。截至10月18日，今年南向資金累計淨流入1,525億元人民幣（其中10月已實現淨流入113億元人民幣），高於去年同期677億元人民幣的淨流入水平。隨着新一輪中美經貿磋商取得實質性進展，疊加地緣政治風險下降，港股市場或將迎來估值修復行情。

本文為筆者個人觀點，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。

貿談脫歐有起色 投資情緒漸好轉

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 隨着一連串好消息出台，投資者情緒漸有改善。既有貿易談判的成果，也有脫歐的進展。當然，我們不可能保證，以上這些對所有人來說都一定令其滿意，但起碼大多數人會認為，勝於沒有達成任何東西。能夠達成協議成果，總是好事，否則一開始便談不攏。

基於當前情緒好轉，金融市場上最敏感的訊號和指標，都一定展示同樣情況。股市是當前好的指示。同樣地，債息和VIX甚至金價較前不那麼緊張，在在說明情緒的緩和，即使已考慮，美聯儲在10月底很大可能再減息。

視金價為領先指標

是的，筆者一直認為，除了大眾最關注的債息，甚至是有俗稱恐慌指數的VIX，作為領先指標，金價的功效亦甚顯著，大有他山之石，可以攻玉之妙。近期金價在現水平徘徊整固，不難預期。正如之前提過多次，金價的最關鍵因素，起碼就過去10年而言，就是貨幣政策轉變，或投資者對此轉變的預期。量寬年代如是，後量寬年代亦如是。如今看來，早前央行發現，它們在危機時需要大量增加貨幣，已經泥足深陷，不能自拔，這一階段，更是如此。

金價對於貨幣政策敏感的最明顯證據，就是去年美聯儲由原來一直加息，突然不加，金價便拾級而上，由1,160反彈至近期的1,550美元。目前，金價要再往上，需要更多次的減息落實，畢竟外界早有預期。最佳策略，莫過於看好金價，但設定較低的進場位置，例如1,450附近，短期而言，看好可以重返1,550水平。

當然，減息大趨勢之下，美匯短期不易守。誠然，影響市場的因素眾多，但主要還看當前不同央行的貨幣政策取態，以至將來的走向，甚至是投資者對兩者的預期。

美匯不會太快轉弱

美聯儲的減息量寬以至相類似效果的舉措，步伐不似減慢。重點是，美國這方面行動是否比其他地方更進取，而在可見將來，故此，即使其實體經濟數據上較其他地方為強，大家亦可由此預期，美匯指數將轉弱有時，不過，其絕對水平卻不一定一次過跌太多。短期而言，固然是看淡美元，但中長期而言，始終要留意實體經濟基本面。

■中美貿易談判有首階段成果後，環球投資者情緒漸有改善，焦點回歸於美聯儲等央行的貨幣政策取態。 路透社

談到實體經濟基本面，儘管有上述的困擾漸改善，但實體經濟的大方向，以全球格局而言，並不太樂觀。以上提及的事件，很可能已對企業或消息開支的決策者，形成了較持續的影響，形成了相關期望。故此，很合理地，目前可以把握時機，減持部分對實體經濟較為敏感的大宗商品，例如銅和油等，尤其趁其短期氣氛良好。

中長期而言，全球經濟自之前的反彈中減速，2020年出現衰退的可能性不能排除。當然，中長期方向跟短期未必一致，才需如上述，對於不同時段的交易部署，有清楚認知和保持彈性。**（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份）**

港股一輪升浪後需先行整固

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股自美國總統特朗普宣佈達成首階段貿易協議後一直企穩於26,000點以上，上周歐盟委員會主席容克更表示已達成脫歐協議，只差英國國會通過協議，消息帶動港股曾升至接近27,000點水平。惟上周五(18日)中國第三季GDP出爐，同比增長只有6%，低於市場原預期的6.1%，加上過去的周末英國國會未能就新脫歐協議表決，拖累投資氣氛輕微回落。本周除了繼續關注以上事情的發展外，投資者亦可留意美國季度業績期，看看能否為股市再增添動力。

中國今年頭三季GDP分別為6.4%、6.2%及6%，反映內地經濟有明顯下行壓力。加上，早前中國海關總署發佈的進出口數據顯示以美元計價，中國9月份出口按年下跌了3.2%，遜於市場預期跌3.0%；中國9月份進口按年下跌8.5%，遜於市場預期跌5.2%。內地貿易數據疲弱，製造業亦處於收縮邊緣，市場憂慮中國第四季GDP或會跌穿6%，因此筆者相信中央未來會加緊推出刺激措施，以防經濟急速下行。

內地股市第四季可望靠穩

貨幣政策方面，人行於9月時宣佈全面降準0.5個百分點及額外對省級商業銀行進行定向降準1個百分點，分別於10月15日及11月15日分兩個階段實施，預料央行是次降準可釋放長期資金約9,000億元（人民幣，下同）。 內地9月份M2餘額195萬億元，按年增長8.4%，勝市場預期的8.2%；9月份新增貸款增加1.69萬億元，勝市場預期的1.36萬億元。 9月份社會融資規模增2.27萬億元，遠勝市場預期的1.9萬億元。 從上述數據顯示，人行仍然傾向適量放寬銀根，預料內地股市第四季走勢可望靠穩，對港股有支持。

外國方面，市場焦點仍然會落於英國月底的脫歐發展，雖然新脫歐協議未知會否通過，但筆者認為現階段已比月初時較為明朗，因此市場對英國的投資情緒回升了一點，這可見於近期大幅反彈的英鎊。同樣地，歐元亦有回升趨於，令美元指數從近期高位回落至97水平附近，美元回落對新興市場貨幣有利，人民幣近期靠穩對中、港股市有幫助。

另外，美國正步入季度業績公佈高峰期，由於市場早前已調低了盈利預期，一旦業績勝預期，將對股價有支持。

■內地股市第四季走勢可望靠穩，對港股有支持。 資料圖片

市場暫時沒有明確方向

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

中國政府上周確認了中美達成部分協議，這進一步降低了緊張局勢。人民幣匯率因此上升，美元指數進一步快速下行。雖然中國第3季度整體經濟數據黯淡，但社零總額和工業產出數據相對較好，而且人行表示人民幣的利率是合適的，這使得人民幣利率穩中略升。而港幣利率有所下行，與美元之間的利差也進一步收窄。

南下資金沒有明顯增加

中美的部分協議也提升了全球股市，上周MSCI全球上升了1.11%，而MSCI發達市場和新興市場分別上升了1.04%和1.67%。但全球主要商品價格並沒有上升，這意味着，投資者對全球經濟的預期相對謹慎。

與其他新興市場同步，恒生指數上升1.56%，因為本地股之前持續落後，上周反彈較多。7個行業上行，其他4個下跌。醫療板塊大漲了4%，再次成為表現最好的板塊；此外，可選消費和房地產板塊也有較好的表現。雖然港幣日均交易額又有下降，但港股通與陸股通交易額仍在上升，惟並沒有明顯南下資金淨買入。

在前周，A股大漲2.56%後，上周A股市場下跌，全A指數下跌了1.36%，中證500和低市盈率股票下跌較多，主要是因為之前反彈的幅度較大。上周只有兩個行業板塊上行，醫療與通訊板塊的漲幅均低於1%，而能源與IT板塊表現最差。最近3個月，IT與醫療板塊上升了10%以上，表現要遠遠好於其他行業板塊，而房地產板塊則表現最差。

高科技消費類板塊吸引

主要經濟體的9月數據較差，IMF調整其全球經濟增長預測到2008後的最低水平，這些給市場罩上陰影。過去幾周，金融市場主要受重大新聞事件的驅動，如貿易戰，英國脫歐等。如果貿易戰不再升級，我們相信投資者會更為關注基本面因素，如經濟增長、刺激政策和公司業績。雖然中國3季度經濟較弱，但部分指標好於預期。

我們認為，中國政府在4季度會出台溫和的刺激政策和一些深層次改革。在4季度，溫和的短期政策，降溫的經濟和較低的估值，使得市場暫時沒有明確方向，而高科技和消費類板塊更有吸引力。

中國金融市場未來開放的邏輯與趨勢

滬港融慧

巴曙松 香港交易所董事總經理兼首席經濟學家

■中國近年在刺激內需同時，積極擴大金融市場開放，資本項目可兌換進程未來有望進一步加速。 資料圖片

當前，在以中美貿易摩擦為主線的逆全球化階段，未來中國在刺激內需的同時，必須要擴大金融市場開放，積極適應國際規則，做好「請進來」和「走出去」，在全球資產再配置進程中佔據主動，支持企業靈活運用海內外市場融資和實體經濟高質量發展。

適應企業實際需求

當前，空洞地爭議開放是否有利，難以得出清晰的結論，關鍵還是要建立評估開放成功與否的標準，這主要就是企業發展的需要與經濟轉型的需求。

從這個意義上說，現在不是金融開放有多大風險的問題，反而是開放進程緩慢，跟不上實體企業海外發展步伐，限制了實體經濟發展和經濟結構轉型。2016年，因為內地市場的股市動盪以及人民幣匯率的短期壓力，資本項目可兌換進程明顯減緩。

實際上，回過頭看，無論是股災還是其他金融市場動盪，都不是金融市場開放的結果，根源還是國內金融制度建設落後，金融市場廣度和深度不夠，金融產品和風險對沖手段不足等。

因此，現階段，應針對幾個沒有完全可兌換的資本項目，如股票一級市場、衍生品市場和外匯市場，在做好宏觀審慎機制和風險監控機制前提下逐步實現對內對外開放，加快完成資本項目可兌換。

強化宏觀審慎管理

一些人擔心金融市場開放帶來的國際投機資本衝擊容易導致金融危機，這實際上是很片面的，對資本項目可兌換的發達國家和新興經濟體進行比較發現，多數金融市場開放並未帶來貨幣危機，發生危機更多原因在於自身宏觀經濟不穩定、金融體系不穩健。當然，在金融市場開發的同時，必須強化宏觀審慎管理，健全監控監測機制，抵禦跨境資本流動衝擊，確保風險可控。

在有序開放人民幣資本項目的同時，積極改革資本項目管理方法，逐步用宏觀審慎和市場型工具的管理方法代替行政性審批，減少或取消額度管理等數量型資本管制工具，更多採用托賓稅等價格型工具調節國際資本流動。

提供完善金融基建

隨着金融科技的興起，金融市場開放也要求具備與之相匹配的金融基礎設施建設。一方面，完善的金融基礎設施為金融市場開放提供了技術支持，有助於提高「請進來」和「走出去」的便利性，提高資產配置效率。

另一方面要運用現代科技手段和支付結算機制，適時動態監管線上線下、國際國內的資金流向流量，使資金流動都置於監管機構的監督視野之內。(三之三)

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。