

內地香港兩地資本市場未來融合可期

滬港融慧

徐 湛 華泰國際董事總經理、企業融資部主管

2019年，對香港而言，是經歷了內憂外患的一年。外有中美貿易摩擦，內有本地社會動盪，但即使在如此艱難的時局下，香港交易所2019年的IPO融資總額仍達到了400億美元，年化增加11%，10年內第6次登頂全球交易所IPO募集資金榜首。

2019年初，內地推出科創板，這是內地資本市場近年來最大的一次制度創新。科創板的審核周期短，定價機制市場化，並允許紅籌架構和無收入生物科技公司的上市。有市場有擔心，這些制度創新讓內地科創板能夠直接叫板港股市場，分流部分創新類的擬上市企業。

內地科創板不影響港集資地位

但我個人認為，內地科創板的推出，並不會影響香港作為中資企業離岸融資中心的地位。從中長期看，企業的穩健發展，需要多元化的融資渠道。由上海作為代表的在岸融資市場和以香港作為代表的離岸融資市場能夠相互補充，讓企業能夠對比不同市場的融資成本，獲得最有競爭力的價格，有利於企業的長遠發展。

兩地打造境內外雙融資平台架構

兩地市場制度的接軌，也讓多地上市成為

可能：科創板允許「科創+境外紅籌」或者「科創+H股」的上市方式，這意味着發行人在一地上市後，可以低成本在另一個市場實現上市，打造境內外的雙融資平台架構。

港股過去十年的成就冠絕全球，但要在未來保持優勢，不能固步自封，而來自內地科創板的良性競爭，恰好能夠促進港股市場的進步。香港作為國際金融中心的核心競爭力是能夠敏銳地把握市場動態，不斷變革。變則通，通則久。

中資券商將成市場融合收益者

早在2008年前，被譽為華爾街大鱷們的

國際投行，就八仙過海通過各種渠道設立了合資券商，計劃在內地證券市場大展拳腳。十年過去了，且看內地資本市場的IPO、再融資、併購領域的排行榜，亦如淘寶戰勝EBAY、QQ打敗MSN，在幾乎充分競爭的投行領域，外資「狼來了」並沒有成為實際擔憂，中資券商在內地資本市場各業務條線都處於絕對的領先地位。

近年來，幾乎所有的一線中資券商都在香港設立了全資或控股子公司。2017年至2019年間，中資券商在港股IPO領域的市場份額已經超過了一半。隨著兩地資本市場的進一步融合，多市場發行的交易將成為熱點。中資券

商借力於其內地資本市場的業務網絡和資源優勢，將在這類交易中斬獲成績。

舉例而言，藥明康德是一家全球領先的新藥研發和生產服務平台，華泰證券在2018年5月保薦企業在上交所A股上市，同年12月保薦企業在港交所H股上市，2019年9月又協助企業發行了H股可轉債。由於擁有內地及香港兩地強大的投行服務能力，華泰證券在兩年內協助公司進行了境內外的所有重要融資活動。我們希望更多的企業了解中資券商在多市場發行的產品和服務優勢，利用現有制度提供的便利，打通境內外融資渠道，助力企業獲得有競爭力的融資成本。

美股調整 美債受捧走强

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 原本隨着貿易緊張局勢有所緩和，全球主要央行轉變態度進行減息，全球經濟有所好轉。全球股市也有樂觀的表現，美國股市不斷創出歷史新高。但地緣政治風險還是存在，從澳洲的大火，到美伊局勢升溫，再到近期的新型冠狀病毒。雖然這些事件從長期來說不會破壞經濟的大趨勢，但短期來說的確對經濟發展增添了不少不確定性。

在 內地爆發新型冠狀病毒後，由於確診病例不斷增加，並蔓延到全球其他城市，擔憂情緒升溫，風險資產普遍受壓，包括股市和大宗商品等，避險資產包括貴金屬、日圓和債市獲得支持。

環球經濟擔憂加深

不光內地商業活動減少，工廠復工延後，全球不少國家都開出禁飛和限制入境的舉措，中國乃至全球經濟增長在短線面對較大的下行壓力，至少一季度內地的經濟情況難樂觀。

美股回調或較有限

雖然美國境內疫情還在可控範圍內，但仍然引起相當大的重視，且不少企業和中國有緊密聯繫，難免會受到影響，美國股市也面對壓力。好在美國大部分已經公佈的業績好於市場預期，給股市帶來支持，以至於跌勢有限。一月最後一周一開始，美國股市就集體大跌。道指在1月27日就下跌1.57%，好在

很快止住跌勢，做出反彈，但一月最後一個交易日沾壓又進一步增加，收跌2.09%，單日跌幅是去年8月23日以來最大，全周共挫2.53%，全月錄得五個月來首次單月下跌。標普在1月27日大跌1.57%，並在1月31日低見3,214.68，收跌1.77%，全周累積2.12%的跌幅，結束四個月連陽。

納指在1月27日也大跌1.89%，不過最終能夠保住了五個月連陽。市場整體上漲的趨勢料不會改變，不過會面對波動，尤其是對於疫情的消息敏感，但如果疫情能得到控制，對於美國市場的影響將減弱。此外，新的一周還有一些財報要公佈，包括谷歌和迪士尼等，受到高度關注。

美匯指數在近期還是有一些避險屬性，受到資金追捧，表現強勁。美匯指數從今年1月低位一路反彈，已經在1月28日突破98水平，但未能企穩，很快從高位回落，尤其是一月最後一個交易日下跌0.53%，結束三周連陽，全月升幅收窄至0.91%。



■ 內地爆發新型冠狀病毒，市場憂慮會影響全球經濟，拖累美股出現較明顯的調整壓力。圖為紐約證券交易所交易員。

美債收益率曲線倒掛

美債獲得買盤支持。10年期美債收益率原本從去年最後一個季度開始止跌靠穩，保持區間震盪，其間更嘗試去突破2%，大有向上突破的趨勢。但從今年一月下旬開始下行壓力明顯增加。30年期美債收益率自去年十月來首次跌破2%。不僅如此，周內3個月期美債和10年期美債收益率曲線出現倒掛，上一次出現還是去年的十月。2年期和5年期美債的收益率曲線同樣出現倒掛。

關注美經濟數據表現

在最新的貨幣政策上，美聯儲如期宣佈按兵不動，提及了疫情對經濟帶來的風險。不過目前還在觀望狀態。恐怕還

沒等疫情完全結束，投資者還將面對其他重要的風險因素，包括中美第二階段談判以及美國大選。

到了這一階段，中美雙方都將提高要求，並且更加堅持，談判仍然面對不小的難度。而美國艾奧瓦州的民主黨總統初選，這是今年首個總統初選戰場。過往歷史顯示，逾半數最終成為民主黨總統候選人的參選人會在該州勝出，所以成為市場焦點。

而周內，除了繼續密切關注疫情，也要留意美國經濟數據的表現，包括非農報告和ISM製造業PMI。後者已經連續五個月低於榮枯線，此前創出數年最低水平，要密切關注。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

疫情或帶來長期買入機會

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

新型肺炎的疫情不斷升級，世衛組織公佈全球衛生緊急狀態，除了中國進一步嚴格控制人員流動以外，多個國家出台了限制從中國的人員的流入。這些使得疫情對於全球經濟的負面影響進一步增加。與此同時，美國1月芝加哥PMI為42.9，這要遠低於前值和預期。這使得市場對於美國經濟前景的預期明顯弱化。

投資者預期的弱化，使得上周美元利率大幅下行，10年期美國國債利率下降了19個基點，美元收益率曲線也明顯平坦化，10年與3個月期限的利差再次倒掛。經濟預期的弱化也使得近期大宗商品價格大幅下降，CRB在2020年下跌了9%，紐約原油價格大跌近20%，CO-

MEX銅也大跌了11%。全球股市上周也明顯下跌，MSCI發達市場下跌了1.42%，而MSCI新興市場則大跌了4.42%，新興市場最近兩周已經下跌了近6%。

香港市場受新型肺炎的影響更大。雖然美元利率大幅下跌，HIBOR上周反而有所上行，這使得HIBOR與美元LIBOR的利差上升到歷史高位，顯示香港近期面臨一些資金壓力。

與此同時，離岸人民幣匯率上周大跌1.02%，顯示了投資者對於內地經濟的擔心。

市場對後市存較大分歧

上周雖然僅有3個交易日，但受到疫

情與交通管制升級，資金面收緊的影響，恒指大跌了5.86%，內地100指數更是大跌了6.75%。11個主要行業均明顯下跌，能源與材料板塊下跌最多，分別達到7.7%和7.4%，公用事業板塊跌幅相對較小，也達到4.6%。由於近期港股的大幅下跌，最近3個月僅有醫療與IT板塊還有正收益。

雖然市場大幅下跌，港股的日均交易額上升了14.4%，內地25指數的交易額更是大漲了30%，顯示了市場對內地疫情走勢及影響有較大的分歧。

港股市盈率9.5倍具吸引

上周A股休市，周一如期開盤，如預期有較大的跌幅，特別是之前上漲較

多，估值偏高的小市值股票，我們判斷此次疫情會對散戶的情緒有較大的影響。央行推出了1.2萬億元的大規模回購，整體流動性比去年同期多9,000億元，這會對A股帶來一定的支持作用。港股在經歷了大幅下跌之後，恒指的整體市盈率已經下降到9.5倍，處在歷史較低水平，長期買入的吸引力明顯上升。

我們維持之前的觀點，行情主要受到疫情進一步發展的影響。從最近的數據看，湖北以外的數據已經相對穩定，但湖北的新增感染與死亡人數還在增加。如果疫情能在2月見頂，那麼市場將有望迎來反彈。如果疫情持續較長，將會對中國和全球宏觀經濟帶來進一步的壓力。

央行貨幣「魔法」仍扮演重大角色

德意志銀行財富管理首席投資總監

踏入新的年代，額外的寬鬆貨幣政策的力量似乎正在減退，但替代的事物仍然有待尋找。市場越趨相信的假設是需要其他形式的政策令環球經濟保持平衡。然而，政策制定者遠遠未能就可能採取的新政策方針達成共識，更不用說如何實施。因此，不論我們喜歡與否，央行的「魔法」將繼續在經濟政策——及市場扮演重大的角色。投資者應接受的，是儘管貨幣魔法或許正在減弱，但我們將會活在其效應中，並在一段時間內尋找其代替品。這就是我們2020年展望的前提，我們亦使用了六項投資主題探討有關的潛在影響。這個環境將會使我們想起策略性資產配置的重要性，及這種做法在投資過程中提供的動力。

1. 在我們的第一項投資主題「政策壓力需要審慎應對」，我們在開始時注視到環球

的經濟狀況，其中貿易關係緊張、政治問題及其他事項加劇了經濟放緩的跡象。假設貨幣政策的效力達到極限，增加財政支出的呼聲將會更高，但不要預期有大量的財政刺激措施。從投資者的角度看，這種環境需要堅定的投資方式、專注長遠回報的能力，以及考慮另類投資方式的意願。

須維持非常寬鬆貨幣政策

2. 由於央行缺乏任何替代措施，因此將維持非常寬鬆的貨幣政策，偏低或負孳息率應仍然是現實。因此，我們的第二項主題便是「活在低孳息率的世界」。投資者不應假設他們能簡單地等待情況完結，以及等到孳息率上升——必須採取深思熟慮的應對方式，尤其需要肯定持有非孳息債券的原因，並銘記分散風險的投資工具不一定能提供收

益。在這個範疇，投資者亦需要考慮如何在私募股權及債務市場的非流通溢價中取得回報。

3. 固定收益方面，取得絕對的正回報便將要承受風險，而美國國庫債則是明顯的例外——且即使此等投資要取得正實際回報也頗為艱難。因此，投資者的任務是要「尋找新的收益港口」，這亦是我們2020年的第三項主題。已發展市場方面，除美國國庫債外，在企業債券市場當中，美國投資級別及歐洲跨類別（投資級別與高孳息類別之間的邊界）都是潛在的投資目標。前景更好的可能是新興市場的企業債券，以及該等市場的主權債券，當中強勢貨幣的則更為佔優。
4. 股票仍然將會是大部的重要部分，我們認為亦會有進一步上升的空間——但將附帶進一步波動的風險。從2020年初開始，

我們認為地區及「風格」上的偏好都可能轉變。如我們的第四項投資主題「平衡風格」所指，隨着「價值」股開始追上「增長」股——先前跑贏了「價值」股的股份，一些優質的「價值」股屆時可能開始提供真正的機會。我們將會尋覓防守性的價值及可預測的現金流。行業類別方面，我們認為環球工業股將會帶來機會。

美元貶值壓力料仍續存在

5. 外匯的考慮亦在投資組合擔任重要角色。在這方面，問題仍然是匯率是由地緣政治及政治因素帶動，還是由央行的貨幣政策與其他基本因素之間的差異帶動。我們的第五項主題「政治壓倒政策」，主張前者可能在2020年取得主導。以不同形式干預，從而令美元貶值的壓力將會繼續存在，而日圓作為分散風險的角色仍將非常具有意義。環球經濟增長放緩可能成為針對整體商品的理據，但例如黃金等的商品則將會帶來一些投資機會。

6. 我們仍然認為投資長線主題，為明天的世界塑造及引領投資組合是重要事項。我們2020年兩項新的主題包括注視受惠於5G的範疇及就工業生產力與發展加快通訊速度的潛在影響。我們將會探討在全球日益關注城市產生廢物及回收比率下的資源看管。科技與可持續發展之間的互動，仍然是處理對人口的潛在影響的重要元素。

2020年將會帶來什麼？是一個不斷演變，但不是完全不同的世界。央行仍然將會成為焦點，雖則會討論貨幣魔法的結局：作為投資者，意味着需要與在較長時間活在低利率的環境妥協，並且有更堅定的投資過程，捕捉市場上的機會。投資回報方面，歷史顯示急升的年度（如2019年）過後通常不會下跌，但會是更溫和的增長——因此2020年仍將會是值得樂觀看待的一年。

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。



■ 分析認為，若內地疫情未有急速惡化，港股短期有望喘穩並反彈至27,000點水平。