

A股6月有望納入MSCI新興市場指數

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

A股能否加入MSCI指數將於今年6月份見分曉。在連續三年的努力後，A股今年6月份將第四次闖關。2016年6月，MSCI宣佈延遲將A股納入其新興市場指數，繼續將A股保留在2017年的審核名單上。

MSCI提出了三點仍待解決的問題，主要包括：1) QFII 每月資本贖回額度限制。在現行規定下，QFII 投資者的每月資本贖回額度不能超過其上一年度淨資產值的20%；2) 需要一段時間來觀察交易所之前所推出的停牌新規的實際成效；3) 境內交易所對金融機構在全球任何交易所推出的包括中國A股的金融產品設立了預先審批的限制。

A股與港股基本體現整體融合

過去一年，境內金融監管機構為滿足國際投資者需求，一直在對A股市場的准入制度進行完善。目前上述前兩個問題已經有了明顯的改善，上市公司停復牌監管的執行效果良好，上市公司停牌數量基本回到股市大幅

波動前水平。

同時，隨著去年12月“深港通”正式開通，中國內地股市與香港股市已基本實現全面對接和整體融合。QFII 每月贖回限制可通過“互聯互通”的每日額度來解決。境內交易所仍在與MSCI就金融產品的預先審批制度限制問題進行協商。

內地股市監管制度獲持續改善

筆者認為，MSCI公司今年6月有望將A股納入其新興市場指數。在兩地股市“互聯互通”平穩運行以及A股市場監管制度的持續改善背景下，MSCI提出的“互聯互通”框架下的新方案將大幅提升今年6月A股納入MSCI概率至70%。但是，由於市場存在金融產品的預先審批限制問題的討論，其結果可能成為影響A股納入MSCI指數的重要因素。

截至2016年12月，全球約有1.5萬億美元的基金追蹤MSCI新興市場指數。如果MS-

CI公司今年6月決定將A股納入其新興市場指數，這意味着內地資本市場開放和人民幣國際化走出更遠一步，改革再下一城。同時，這將在短期內吸引數十億美元資金投入以人民幣計價的A股。

初期帶來海外資金約75億美元

假設MSCI在2017年6月宣佈納入A股(2018年5月正式生效)，初始納入指數因子為5%，將為A股市場帶來約75億美元的資金海外流入，屆時中國在MSCI新興市場指數中的權重將提升至27.4%，其中A股佔0.5%。

中長期料利好A股大消費行業

長期而言，基於兩地股市互聯互通機制的新框架並按照目前股票市值計算，如果A股完全納入MSCI新興市場指數(即納入指數因子=100%)，將為A股市場帶來約1,320億美元的資金海外流入，中國的權重也將大

幅提升至33.5%，其中A股權重為8.8%。

行業板塊方面，如果MSCI宣佈將A股納入MSCI新興市場指數，將在中長期利好A股大消費行業，尤其是以白酒、家電為代表的白馬消費股。

隨着中國經濟穩步發展，居民收入逐步增加，消費結構不斷升級，消費者對產品和服務的消費提出更高要求，更加注重品質，講究品牌消費。

在當前消費持續升級的大背景下，中國自主品牌的崛起已然成勢，未來有望獲得更多發展空間和盈利增長空間。

筆者建議，重點關注在細分領域已形成競爭力的龍頭企業。同時，部分低估值高股息的大市值金融股也將受益。

(香港文匯報有刪節)

(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。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。)

隨意對號入座 混淆風險與不確定性

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

筆者曾談到大家不必對於新聞太認真，把市場的動態直接對號入座，以為眼前所見的走勢，就是完全與消息所說的有關，甚至是出現因果關係。說起來，很多重大的行情，即使觸發點可能真的與消息有一定關係，但沒有足夠的背景和各種因素配合，同樣的因素可能完全無效。

這一點，不論放諸如今的特朗普洩密門，抑或在其他當期流行的頭條新聞，都一樣適用，因為人性使然。往往懶惰，尤其思考是甚為痛苦的事，隨意的把眼前所見所聞，手到拿來，便成為一套解釋，又或者一種分析，幾乎是市場中人的通病。

隨機因素觸發類似效果

是的，正如上週所說，不少人隨意的把近期金融市場的避險情緒，由金價到VIX指數，以至美股三大指數，各種資產價格的大幅變動，都歸咎於特朗普新政所面對的挫折。這樣也最符合上述的“拿來主義”，不必思考，眼見便是真。然而，細心一看，當中幾種走勢，都有本身的韻律，早已埋下伏線，只待任何隨機因素的觸發，皆可類似的效果。

果如是，我們當怎樣看類似這種政經形勢的長期變化，又或者地緣政治局勢的突變？

簡單的說，就是把可以處理的和不可以處理的，先行理出一個頭緒來的。首先，

很多人傾向籠統地把所有因素，都說成是不確定性，又或者有些人喜歡稱之為風險，而正因為不明所以，姑妄言之，姑妄聽之，大家都說這是避險云云。

風險或然率是可以量度

然而，對於風險和不確定性，理論上是有區分的，當中本質性的分別，對於金融市場的思考尤其重要。可以這樣理解，風險是可以量度到的，不確定性是不可以量度到的。

前者縱然不可能在每一次事件中，都可以絕對知道具體的時地人發生的準確預測，但卻可以有個大約的或然率，又或者概率分佈。換言之，大家面對這種處境，其實是有一定心理準備的。舉例而言，對於保險公司而言，即使不可能絕對把握某單一個人出事的機會率，但只要有足夠大而隨機的樣本，有可以把風險分散，大致上有個譜。

相比之下，不確定性是可能連自己本身都不知道，原來自己是不知道的，有別於可知的未知數，更類近於不可知的未知數，到事件發生時，才有突如其來的感覺。

不確定性產生“黑天鵝”

近年流行的一個術語叫“黑天鵝”，如今市場中人，或評論界，或新聞界，甚至



■ 特朗普洩密門發酵，拖累美股道指上週三大挫370點。圖為紐約證券交易所交易員。

是普通人，不管什麼情況，一律把意外事件說成是“黑天鵝”。其實是絕對誤用，因為“黑天鵝”說的是發生機率極低，低到一個地步，是大家主觀以為不會發生，但真的發生了，又好像很突然。

說起來，如今政經形勢和地緣政治，此所以往往令人有上述感覺，只因大部分人其實完全沒有跟進事件的來龍去脈，只是剛巧有某些事情發生，沒有時空的延續，只問當前的一刻，自然沒有因果可言。但其實，正如不少恐怖主義活動或地區的衝突，基本上一直存在於生活中，怎可能當作是發生機率極低來處理呢？如此一來，不單不是不確定性，甚至是有有一定概率分佈的風險事件才對！是不是？

阿里60億美元股票回購不能抵消股權攤薄

John Foley 路透專欄作家

電商巨頭阿里巴巴是個具有一些非常美式作風但又獨具中國風格的企業。它的美式作風之一是以股票作為員工獎勵，但又希望投資人在分析公司獲利表現時，能夠忽視這點。就像推特(Twitter)行之有年的做法。

阿里巴巴宣佈一項60億美元股票回購計劃，以“抵消”員工股份獎勵計劃造成的股權攤薄影響，這又是另一個矽谷業界常見的手法，也進一步混淆了財務現實。

當一家公司向員工配股，或是提供股票選擇權，實質上就是把同一塊蛋糕切成更多的小塊。投資人的權益被稀釋，不論是股權或是他們所擁有的價值。這沒有什麼問題。畢竟，以現金提供員工獎勵，也是

把股東利益轉移給僱員。企業常厚着臉皮要股東把焦點放在扣除配股獎勵的“非一般公認會計原則”的獲利數字上，不過包括谷歌及facebook等許多企業，現在已減少這種做法。

回購本身並沒創造任何實際價值

然而，回購股票並不會抵消稀釋。以當前股價計算，藉由買回價值60億美元的自家股票，阿里巴巴確實能夠減少約2%的股票數。但對於沒有賣掉股票的人而言，阿里巴巴也縮水了。具體地說，阿里巴巴用來回購股票的現金就沒了。雖然回購股票的過程可能會推升股價，但回購本身並沒有創造出任何實際價值。等到阿里巴巴完成回購與員工配股相同數量的股

票，投資人在阿里巴巴的持股比例將回到被稀釋之前的水準。但他們的利益卻已經縮水。

有其他的替代方法嗎？比較簡單的一種選擇是以現金提供員工獎勵，有些員工或許之後會拿來投資股票。

以現金提供員工獎勵為簡單方法

不過，對於已經習慣以股票大肆犒賞員工的科技業來說，這將是天大的改變。根據瑞銀的資料，全球以股份獎勵員工最多的100家企業中，54家是科技業。阿里巴巴等企業至少現在承認員工的股權激勵機制，會讓股東付出代價。但宣稱要以回購股票來抵消影響，只是以一個假象取代另一個假象。

港股高處未算高

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上週美國總統特朗普突然辭退聯邦調查局(FBI)局長科米一事引發美國股市急挫，拖累環球股市也跟隨下跌，惟其後市場情緒再度轉向關注業績和經濟數據，憂慮情緒稍為紓緩下美股逐漸反彈。

消息亦拖累港股上週曾跌至近25,000點水平，幸而後來重磅藍籌騰訊業績勝預期，加上美股反彈帶動港股回升，22日恒指已重回上周的高位，並一度升至25,450點的今年高位，預料港股中短期仍處於上升軌道，有望挑戰26,000點。

美政治風波影響料短暫

特朗普辭掉科米一事持續發酵，市場憂慮美國政局穩定，投資者對特朗普能否推動經濟刺激措施及減企業稅漸漸失去信心。

事件發生後美國恐慌VIX指數升至4月中以來最高，令致市場避險意識高漲，美國國債與黃金等避險資產受惠於資金流入而上升。雖然科米答應出席公開聽證會，令特朗普或被彈劾的憂慮升溫，惟筆者相信最終成事機會不大，畢竟要彈劾一名總統絕非易事，預料美股上升受壓屬短期。

另一方面，港股市場近期亦受着不少壓力。除了美國政治風波影響外，一些在港上市的企業接連受到沽空機構狙擊，如中資軟件服務股科通芯城和被納入在恒生指數中的瑞聲科技。

沽空報告未影響投資氣氛

按照以往經驗，當接連有沽空報告彈出，大市投資情緒均會被影響變得謹慎觀望，但觀乎今次市場的反應，似乎並未受影響。

因為受狙擊的企業偏向科技類別，照理科技相關股升幅應受壓，但科技龍頭股騰訊走勢不跌反升，且屢創新高；另一科技股舜宇光學科技亦未見大幅回落，加上大市平均成交額與上星期相若，未見下滑趨勢，反映市場現時對科技股甚至港股仍然有信心。

恒指有力挑戰26000點

技術走勢上，恒指自2015年4月份所創的高位28,589點，反覆下跌至2016年2月份的低位18,279點，整個跌浪累積跌幅為10,310點，而反彈整個跌浪的0.618倍為24,650點。恒指於5月9日以太陽燭升穿24,800點阻力後，一直守穩在反彈整個跌浪的0.618倍(24,650點)之上，可見恒指已確認新的升浪已開始。

此外，恒指連續兩周站穩在月線圖保壓加通道上軸頂部之上，為2015年大時代後首次，走勢明顯轉強。若恒指繼續守穩在月線圖保壓加通道上軸頂部之上，整固後仍有條件進一步向上，今年有條件上試26,000點。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表香港文匯報立場。