

行政長官林鄭月娥在《2021年施政報告》中提出：「進一步擴大跨境人民幣資金雙向流通渠道、離岸人民幣產品和工具發展，包括研究提升發行及交易人民幣證券需求、容許「港股通」南向交易的股票以人民幣計價等具體措施」。筆者認為，香港發展人民幣計價股票市場適逢其時。

發展人民幣計價股票市場正當時



▲人民幣國際化進入新發展階段，市場參與者大增，香港人民幣計價股票發行獲得更大發展空間，港交所正加大力度宣傳推動人民幣新股發行。



撥雲見日
應堅
中銀香港金融研究院
資深策略員

內人民幣市場門檻，推動全球市場增持人民幣資產。據人行統計，境外機構持有境內人民幣股票、債券、貸款及存款等四項資產持續保持較快增長，2019至今年上半年累計增加5.4萬億元，其中股票及債券分別增加2.6萬億元及2.1萬億元，佔全部新增資產88%。這種對人民幣資產的需求亦延伸到離岸人民幣市場，2020年離岸人民幣債券發行3320億元，其中香港發行2707億元；離岸人民幣貸款5285億元，其中香港1520億元。

第二，互聯互通將境內人民幣投資需求帶到境外

越來越多互聯互通項目啟動，將境內外金融市場緊密聯繫在一起，境內人民幣市場對香港市場的影響力增強，內地投資者在香港市場的重要性也顯著提升。2020年滙深港通淨流入香港6700億港元，港股通成交佔香港股市總成交金額的17%。境內投資者對底層資產在境內的股票、債券及理財產品較熟悉，如果以人民幣計價並交易，可令投資標的更加直觀，也可節省多次兌換成本，減少貨幣錯配。今年跨境理財通、債券通南向通同時啟動，又增加了境內人民幣流出的渠道。

第三，人民幣匯率持續保持穩定增強了市場信心

前幾年離岸人民幣資產包括人民幣點心債、股票發行及人民幣貸款都遇到挫折，與境外市場對人民幣信心不足、擔心人民幣大幅貶值會導致財務損失有一定關係。儘管連續遭到「8.11」匯率波動、市場做空及炒賣人民幣、中美貿易摩擦、新冠疫情蔓延等事件，人民幣匯率表現出很強的韌性和彈性，並呈現雙向區間波動，市場預期已發生變化。由於人行保持常規貨幣政策，人民幣回報率高於美元，為發展人民幣資產業務創造良好的市場環境。

第四，香港人民幣股票市場基礎設施建設基本完備

港交所早於2011年便建立了「人證港幣交易通」，與中銀香港等銀行搭建「港元入、港元出」的人民幣循環使用資金池機制；2015年港交所邀請中銀香港等銀行提供一定額度即日人民幣兌換服務，以應對市場流動性不足；港交所建立「雙幣雙股」模式，同一發行人可將同一家公司股份分為人民幣及港幣IPO同時掛牌，並在人民幣及港幣櫃檯交易，兩種股票可在櫃檯之間互相轉換，投資者享受相同股東權益。

第五，香港離岸人民幣業務趨於成熟

除了人民幣存款繼續保持增長（今年8月已達8427億元），離岸人民幣資金還以銀行頭寸形式沉澱下來，隨時可應對人民幣資金需求。從人行這兩年常態化發行人民幣央票情況看，市場流動性未嚴重抽緊，預計香港同樣可應付一定規模人幣IPO。

總體上，在香港發行人民幣計價股票，無論是政策上、技術上及流動性管理方面都不存在困難。

三、以「港股通」為切入促進人民幣股票孕育成形

今次施政報告提到「研究提升發行及交易人民幣證券需求」，實際上已揭示了香港人民幣計價股票發行及交易的癥結，即發行人對人民幣IPO的動力及需求不足，而之前發行的少

數幾隻人民幣股票或雙幣雙股證券的影響力有限、交易量明顯偏小，沒有對市場產生良好的示範效果。

施政報告的政策意圖較為清晰，擬以港股通南向交易的股票為突破口。港股通已涵蓋香港交易所主要交易股票，包括恒生綜合大型、中型、小型股指數的成份股、A+H股公司股票。兩類「港股通」啟動之初港股標的分別有268隻和417隻，近來兩類港股標的分別增至372隻和525隻。而這些股票標的又以中國內地或中資企業為主。據香港證監會研究，今年上半年內地相關企業佔香港股市總市值的81%、成交金額的74%。

因此，若推動港股通股票以人民幣計價乃至交易，對港交所上市、交易、結算都會產生深遠影響，若成功實施，對人民幣國際化及香港離岸人民幣業務樞紐建設也會有重大促進作用。

開展港股通南向交易的股票以人民幣計價，可研究以下幾個突破點：

第一，港股通股票增加人民幣計價，實現雙幣標價

按現行機制，港股通交易是以港幣報價成交，以人民幣清算交收。兌換環節發生在香港，由境外換匯銀行提供兌換及結算服務。換匯銀行每日開市前提供參考匯率，包括買入和賣出價，由證券公司根據參考價凍結投資者資金。收盤後按實際結算匯率換匯，並攤分換匯成本。因此，投資者在交易時僅能看到港股的港元股價，同時要根據參考匯率自行計算成交所需要的人民幣資金，十分不便利。可考慮在不調整現行交易、換匯和結算機制的情況下，作出便利化改進，如港交所交易系統直接顯示港元和人民幣雙幣標價。

第二，港股通股票引入雙幣雙股，推動雙櫃檯交易

目前雙幣雙股主要針對新股IPO，但發行人面對多變的市場環境，創新不是主要的，況且人民幣IPO至今沒有特別成功案例，大多數人不願冒險。若港交所以上市公司的雙幣雙股為目標，可能會出現轉機。特別是一些市值較大、交易活躍及有市場影響力的指標股，將部分股票改為人民幣計價及交易，只要股市及匯市未發生急劇波動，不難說服發行人嘗試。何況兩種貨幣的股票可以互相轉換，有助於確保套數效率，不會出現持續價格偏差。對投資者而言，在人民幣和港元兩個櫃檯轉換也很便利。

第三，港股通股票在派息環節採取人民幣結算

港股通集中了內地和香港最優秀的上市企業，盈利增長穩定，派息比例及股息率較高。特別是港股通中的內地企業，經營收入以人民幣為主，主要股東都在內地，上市後每年派息都要將港幣匯至內地，再結匯成人民幣。假設港股通企業平均股息率為2%，派息比率為50%，按2020年底總市值，涉及4700億港元派息，相當一部分需要匯回內地。根據香港上市規則，上市公司可自由選擇派息貨幣，如果推動港股通上市公司改為人民幣結算，銀行為其開立人民幣派息賬戶，為其兌換人民幣並匯回內地，可更好地促進香港人民幣計價股票市場發展。

「類滯脹」時期的投資策略



斌眼觀市
朱斌
西南證券
首席策略分析師

當前經濟呈現「類滯脹」的狀態，這種狀況體現在兩個維度上：

價格方面，不論是上游原材料還是下游消費品，都呈現出上漲的態勢。從上游價格來看，中國9月份PPI同比增速升至10.7%的高位（前值為9.5%）。在「碳中和」與能源轉型的大背景下，能耗雙控疊加煤電緊缺，上游原材料價格持續維持在高位。而海外的能源緊缺進一步加劇了國內的通脹壓力：由於OPEC+拒絕大幅提升產量，石油供需失衡，油價持續創新高；俄羅斯天然氣供給不足也使得天然氣價格也持續飆升。從下游消費端來看，雖然CPI受豬周期下行的影響仍然處於0.7%的較低水平（前值為0.8%），但蔬菜價格已經有所抬升，8月份以來蔬菜價格已經上升了20%以上。而生豬價格當前雖然在低位徘徊，但隨着存欄生豬數量逐步企穩，未來豬價有望呈現上漲態勢。

經濟增長方面，多項數據表明經濟增長動力走弱。從經濟領先指標來看，9月份PMI（製造業採購經理人指數）自2021年以來首次降至榮枯線以下。在恒大危機之後，房地產投資加速下滑，新開工與在建項目速度大幅度下降，而基建投資雖然保持穩定，但難以彌補房地產投資增速的下行。同時，由於疫情的持續影響，消費數據也呈現疲弱狀態：2021年十一黃金周出遊人數僅有5.15億人次，同比減少1.5%，人均消費額更是同比减少4.5%，僅有707元。實際上，最新出爐的三季度經濟數據也再次印證了經濟下行趨勢，三季度GDP僅有4.9%，不僅低於前值7.9%，更是低於預期的5.5%。

不論從價格走勢還是經濟走勢來看，「類滯脹」格局已然顯現。

筆者通過復盤A股歷史上「滯脹」或「類滯脹」時期指數與各個板塊的表現，通過尋找其中的共性和個性，為預判當下市場的演繹，帶來一定的啟示。2005年以來大致經歷了四次「滯脹」或「類滯脹」時期：分別是2007年7月至2008年10月、2011年4月至2012年5月、2016年12月至2018年1月、2019年5月至2019年12月，分別持續了十六個月、十四個月、十四個月、八個月。其中第一次和第二次是典型的「滯脹」，第三次和第四次是「類滯脹」。從市場表現來看，第一次由於全球金融

危機爆發，萬得全A指數大幅回調；第二次股指有一定回落，第三次和第四次為震盪行情。總體來看，只要不發生系統性風險，「滯脹」時期指數雖然走勢一般，但結構性行情可期。

今年的經濟形勢與2016年12月至2018年1月的情況有較大相似性，且演繹更加充分：均是PPI受供需驅動上行，今年PPI上行還疊加了去年全球QE（量化寬鬆）的外溢效應，對上游的業績提振可能更加明顯；消費端同樣是豬周期下行，糧價較低，另外今年還疊加了後疫情時期消費仍未完全恢復的影響，價格傳導效應也不明顯。

不過，今年也有一些不同的地方，最主要體現在市場風格不同。歷史上第三次「類滯脹」是大市值和「茅指數」佔優，即以藍籌白馬股為代表的核心資產為主流，而今年則是以「寧組合」為代表的硬科技核心資產佔優。

選擇具獨立成長邏輯板塊

涉及到「類滯脹」時期的投資配置，筆者認為，在這種狀況下，選擇投資方向既需要避開通脹對於成本端的壓力，又需要避開經濟下行帶來的行業增速下行，選擇那些具有獨立成長邏輯的板塊。可以關注行業高景氣、業績可持續、增速估值匹配、ROE（淨資產收益率）穩中有升的板塊。

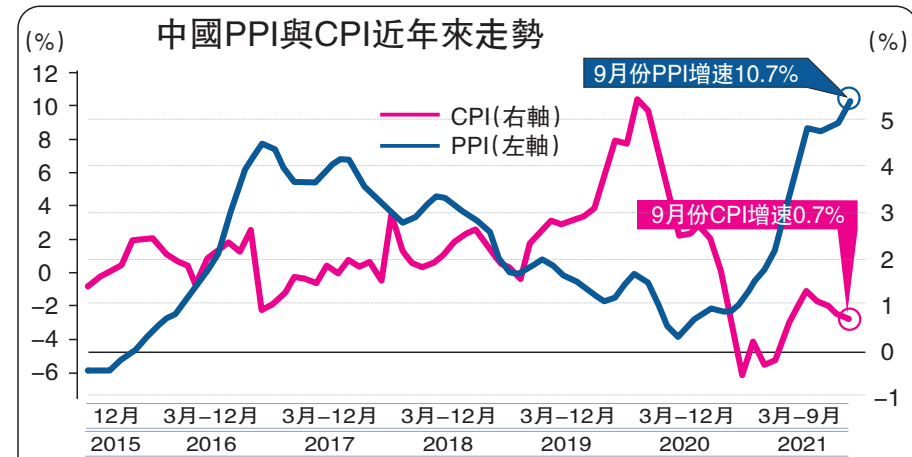
投資策略來看，筆者認為有四個方向值得把握：分別是軍工、新能源、地產和疫情後周期板塊。其中，軍工和新能源是具有長期邏輯的，不光是四季度看好，未來兩三年也持續看好。而地產和疫情後周期，筆者認為在四季度有階段性的反彈機會，值得把握。

軍工的長期邏輯未破，而前期回調幅度十分可觀，回調原因在於市場對於中美緩和預期和三季度業績增速下行，但來到四季度，軍工業績增速將明顯回升，同時中美關係趨勢是越來越緊張，緩和只是階段性的，因此軍工四季度是配置良機。

新能源板塊，前期由於市場對於資源漲價擔憂較多，新能源出現一波回調，但是碳中和的長期邏輯依然在，所以新能源也值得繼續配置。

地產的階段性機會來自於否極泰來，同時政策最嚴的時候已經過去，為了避免系統性金融風險，地產軟着陸概率大，料迎來一輪較可觀的反彈。

疫情後周期板塊，包括航運、機場、旅遊、商貿、影視等，則來自於全球每日新增感染人數有較大幅度的回落，預計受益於疫情後行業復甦的板塊，都有反擊機會。



變通應對住房供給問題



樓市新態
汪敦敏
祥益地產總裁

筆者有兩大推測：一，除非同時增加建材產能和人力資源，否則建築成本增加是必然的；二，除非刻意大量增加即時與短期供應量，否則可以確定，物價和工資的上升，必然早於供應增加之前發生。基於以上推測，筆者認為，港府應設立針對未來五年內的「短期供應小組」，在五年內增加住宅供應，而阻礙供應增加者，只會是人為的因素。

其實，香港有不少空置校舍，位於市區地帶並且是熟地，政府應公布數量與位置，讓公眾討論是否適合改變用途。此外，香港市區的工業區，政府應大刀闊斧重新作出規劃，是很好的熟地，可用作興建住宅。當然，提高二手市場的流轉率，更可以有效解決供應問題，很多人並不明白這方面的好處。假設市場有一萬宗成交，其實是包含了多個不同板塊的住宅成交，包括上車、換

樓、大型單位及豪宅等。只要政府管理得好，起碼可以用樓換樓去滿足大部分人的上車需要，而這些上車需求，以現行的按揭政策是會起到正面效果。

2019年推出新按揭政策之後，細單位放盤量急升，如果政府肯進一步放寬1000至1500萬元的換樓按揭成數，可以預見，600至1000萬元換樓單位的放盤量會放緩。放一層換一層，解決了不少的市場需求，當然最後會有一些板塊是二手市場也不夠供應的，我們就將僅餘的供應去滿足這一個只佔市場少於三分之一的板塊，這正正合適處理了現時的問題。筆者想說的是，管理得宜，料可解決大部分供應問題。

香港有很多資源和方法可以平衡因樓價上升而引起的貧富懸殊，譬如居屋未補價的部分，其實也是資產，將有關資產成立房產信託基金，分派予從未買樓的年輕人投資，他們在未能夠首期之前也可以有衍生工具對抗通脹。

筆者贊成郊野公園邊陲建屋，最主要的一點是「快」！筆者作為小市民，自然希望政府「快觀正去做嘢」。