

▶今次措施進一步支持內地行業龍頭企業赴港上市，體現對香港鞏固和提升國際金融中心地位的支持。



中國證監會上周五發布《5項資本市場對港合作措施》（以下簡稱《合作措施》），進一步拓展滬深港通機制、鞏固香港國際金融中心地位，共同促進兩地資本市場協同發展。本文將從市場策略、金融行業及REITs（房地產投資信託）三個角度進行解讀。

# 互聯互通擴容 加強AH股融合發展

中金點睛 劉剛張巍瀚

中金公司分析師

整體來看，本次變化針對港股市场近年來所面臨的新變化和新形勢，尤其是市場流動性不足，融資吸引力下降，以及內地投資者可投資範圍有限等問題，有的放矢的提供應對措施。中長期看，不僅有利於豐富交易產品種類、為外資和內地投資者提供更多便利和選擇，同時也有助於促進兩地資本市場進一步融合，助力人民幣國際化，並強化香港金融中心地位。

## 投資產品更多樣化

本次措施主要放寬納入與調出規模門檻，以及跟蹤指數的權重佔比要求，包括滬股通方面：1）納入規模門檻從此前的過去6個月日均資產規模不低於15億元（人民幣，下同），調整為不低於5億元；2）所跟蹤指數成分中上交所與深交所上市股票權重佔比，從此前的不低於90%降低至不低於60%。港股通方面：1）納入規模門檻從此前的不低於17億港元，調整為不低於5.5億港元；2）所跟蹤指數成分中聯交所上市股票權重佔比，從此前的不低於90%下調至不低於60%。

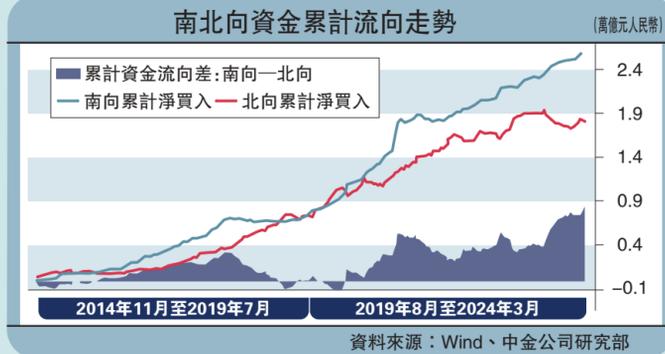
根據上述條件，在當前已有的互聯互通ETF（A股141隻，港股8隻）的基礎上，我們篩選將有約78隻A股和8隻港股ETF產品或符合納入標準，對應基金規模分別為852億元人民幣和255億港元，過去三個月日均成交額分別為55.6億元人民幣和2050萬港元。

整體來看，互聯互通ETF進一步擴容有助於便利國際投資者，尤其是配置型資金，通過被動指數方式配置中國內地資本市場。另據測算，此次有望新納入的A股ETF大部分為行業主題基金，與中國長期發展主題（芯片、雲計算、光伏、國企和紅利等）相契合，也有利於吸引海外投資者精細化布局A股細分行業和熱門賽道。相比A股，此次符合條件新納入的港股ETF只有8隻，因此短期內對於港股整體影響相對有限，但從長期看互聯互通ETF擴容標誌著香港與內地金融互聯互通的持續深化，有助於支持香港國際資產管理中心建設。

## 便利跨境投資配置

此次納入REITs是互聯互通投資範圍的再擴容，投資品類進一步豐富。從可選產品數量上看，截至4月19日滬深交易所的REITs產品共36隻，港交所的REITs產品11隻。從總體規模上看，截至4月19日滬深交易所REITs產品收盤總市值約為1020億元人民幣，港交所上市REITs產品收盤總市值約為1100億港元。

在當前宏觀環境下，REITs作為穩定分紅類資產的典型代表，也有助於增加對分紅類投資者的吸引力。根據中金地產組測算，內地REITs的定價錨定人民幣資金成本，長期投資回報率可能在6%至7%，分紅所代表的現金回報佔到主要部分。與此同時，



資料來源：Wind、中金公司研究部

近期內地南向資金在市場波動、投資回報率整體走弱的背景下，對於港股高分紅的配置需求明顯體現。對於當前已在港交所上市的REITs而言，當前大多數TTM股息率都能夠達到10%以上，因此筆者認為本次納入互聯互通後有望使更多內地資金從分紅吸引力這一角度進行配置。

基於內地投資者對高分紅的配置需求，筆者認為人民幣資金獲得更多定價權後，香港REITs將展現出更高的投資價值。

## 充分發揮雙櫃台功能

港交所「港元—人民幣雙櫃台模式」於2023年6月19日正式啟動。雙櫃台模式下，合資格證券同時擁有港元和人民幣兩個交易櫃台，投資者可分別以港元和人民幣兩個幣種進行買賣和結算。

此前，人民幣櫃台主要為了給海外存留的人民幣提供直接以人民幣計價的投資標的。今次調整後，南向資金也可以通過滬港通道直接購買人民幣櫃台計價的港股通標的。對於內地南向投資者而言，這一變化的意義在於：1）節省交易時的換匯交易成本；2）持有期間分紅派息直接用人民幣支付，可以規避一部分的匯兌成本，投資者在獲取分紅時不需要將港元換成人民幣。

短期來看，由於初期人民幣櫃台範圍較小（24家公司）、成交清淡（佔港元櫃台的不到0.5%），再加上也無法對沖持有期間的匯率波動，初期不會完全因此帶來太大變化。但對於偏好高分紅的長期價值投資者，如社保保險銀行等資金，會增加這部分的投資吸引力，減少分紅的損失。

## 推動兩地基金發展

截至4月19日，內地互認基金註冊48隻，審批中6隻；香港互認基金註冊117隻。雖然當前內地互認基金年化回報平均數為2.8%，高於香港互認基金的-1.4%，但內地互認基金銷售額不足香港互認基金的5%。截至2024年2月底，香港互認基金累計淨申購額為214.4億港元，遠高於內地互認基金的9.8億元人民幣。

香港互認基金較高的活躍度，一方面由於其產品類型的多樣化，香港互認基金類型中債券型、股票型、混合型數量佔比分別為59.0%、36.7%、4.3%；另一方面則由於香港互認基金並非僅投資香港市場，40%以上的香港互認基金主要的投資

區域是美國、印尼、日本、韓國、印度等。相較以港股通標的為主、交易不夠活躍的互聯互通港股ETF產品，香港互認基金的產品種類和策略更為豐富，尤其是海外資產對內地投資者具有一定吸引力，使香港互認基金銷售額自開關以來整體走高。

今次措施擬推動適度放寬互認基金在對方市場銷售比例的限制，截至4月19日已註冊的47隻內地互認基金中有21隻處於暫停申購或暫停大額申購的狀態，部分或由於在香港銷售份額佔比接近或高於50%，若後續這一比例放寬，這些基金有可能恢復正常申購。

此外，允許香港互認基金投資管理職能轉授給與管理人同集團的海外資產管理機構，解除了之前不允許香港之外運營的投資機構獲得投資管理職能的限制。在此影響下，筆者認為兩地投資者配置資產渠道有望繼續擴寬，開拓投資新方向；同時，內地投資者通過香港互認基金進入海外市場，跨境投資渠道可及性提升，豐富內地投資者多元化投資需求。

## 港IPO市場添動力

受宏觀經濟和市場低迷表現影響，近年來港股IPO市場也表現不佳。據港交所統計，2023年港交所IPO上市僅73家，首次公開招股集資規模為462.9億港元，較2022年減少17家，規模減少55.8%，2023年上市公司數量是2018年高點港交所IPO上市218家的約三分之一。

今次措施進一步支持內地行業龍頭企業赴港上市，也體現了對香港鞏固和提升國際金融中心地位的支持。

筆者認為，一方面，內地企業利用兩個市場、兩種資源規範發展，境內企業海外融資渠道進一步疏通，資本市場持續高水平開放，全球投資者將有更多機會共享中國經濟發展紅利。截至4月18日，境內企業在中國證監會申請境外發行證券和上市備案（首次公開發行及全流通）的99家企業中（剔除已完成企業），72家申請在港股上市，佔比超過70%。

另一方面，更多內地企業赴港上市有助於優化港股市場的結構，吸引更多資金沉澱，形成優質公司和資金的正反饋，進一步鞏固香港作為全球金融中心和人民幣橋頭堡的地位。長期來看，香港仍是內地中資企業特別是新經濟行業上市融資的首選目的地之一，也是融通國際資本和中國資產的紐帶。

# 歐洲或搶先美國減息



金融熱話 趙偉

國金證券首席經濟學家

歷史上，美、歐貨幣政策周期大致同步，但美聯儲往往領先轉向。今年，美歐經濟、通脹、地產均分化，若歐央行早於美聯儲降息，美德利差走闊，美匯指數將被動走強，新興市場國家匯率承壓。

地緣緊張、原油上漲，歐央行面臨的決策環境短期內出現較大變化。儘管如此，歐央行4月例會基調仍偏鴉派，釋放了更明確的降息信號。通脹方面，歐央行指出，物價壓力正在減弱，工資增長逐漸放緩。地緣方面，歐央行提及了對俄烏衝突及中東局勢的關注，認為地緣風險可能在短期內推高通脹，但如果通脹繼續回落，那麼降低當前貨幣政策水平將是適當的。

歐央行行長拉加德4月16日表態，如果沒有重大衝擊，歐央行將朝着必須調整緊縮政策的時刻邁進。但另一方面，拉加德也提及了大宗商品價格上漲的風險，與歐央行相比，美聯儲官員的態度則更加鷹派，兩大央行的政策立場已出現分化。而從預期來看，期貨市場依然定價歐央行6月降息一次，與2月定價的降息次數基本一致，但市場預期的美聯儲降息時點已大幅推遲。

美歐經濟基本面分化擴大，歐元區經濟增長疲弱，今年歐央行獨立降息或更有必要。2000年以來，美歐經濟周期具有較高的同步性，但2023年後，美歐GDP增速分化逐步擴大，歐元區GDP增速持續下行，2023年四季度降至0%，消費、政府支出、淨出口均疲弱，美國增速則逐季回升，去年四季度已回升至3.1%。增速分化今年或也難以收斂，3月歐央行下調2024年歐元區GDP預測至0.6%，同月，美聯儲上調了美國全年GDP預測至2.1%。上一輪美歐增速明顯分化出現在2011至2013年歐債危機期間，歐元區經濟大幅下挫，為應對衰退，歐央行獨立進行了降息操作。

年初以來，美國CPI下行受阻，由年初的3.1%反彈至3月的3.5%，核心CPI連續半年處於4%上下。歐元區通脹去年12月曾出現短暫反彈，但截至3月仍延續下降趨勢，歐元區核心通脹雖晚於美國達峰，但下降速度更快，3月已降至2.9%，低於美國的3.8%。美歐通脹分化來源於雙方的結構差異，美國通脹主要貢獻項為住房，在薪資、住房市



資料來源：Wind、國金證券研究部

# 購買力湧入 港島新盤銷售跑出



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

春江水暖鴨先知，樓市向來有個說法，就是豪宅投資者往往早著先機及早入市，相信大家亦明白豪宅買家大多是精英，對經濟環境理解亦會較全面。近月市場上豪宅的成交的確大幅增加，反映豪宅買家對後市轉為樂觀。今年2月底樓市全撤辣開始，內地買家以至專才來港買樓的個案均大幅增加，其中港島新盤更已再度成為樓市火車頭。

翻查紀錄，在疫情期間港島區的新盤成交大幅萎縮，特別是2022年疫情仍未完結，新盤市場竟錄得「港島零推盤」的罕見現象。因應該年並沒有全新的港島區新盤應市，令當年全年港島區新盤銷售只有300多伙，佔全年新盤成交的不足百分之三。

去年的情況稍為改善，因應有龍光及合景泰富合作發展鴨洲豪宅凱玥、以及由嘉里、太古及信和發展黃竹坑站4期海盈山相繼推售，再加上個別單幢港島新盤，如香港仔的澄天等，去

場韌性的影響下，黏性更強，3月住房項貢獻了56%的通脹增速；歐元區商品權重佔比更高，且地產市場表現弱於美國。歐央行4月議息會議預計2025年將實現2%的目標，拉加德也表態不會等到所有指標均達到2%才開啟降息。

與美國相比，歐洲更依賴銀行融資，本輪加息周期啟動以來，歐元區信貸增速均低於美國，截至今年2月已降至-0.1%，信貸增速下滑對經濟的抑制作用強於美國。歐元區銀行存款增速同樣低於美國，銀行業始終未能擺脫潛在流動性風險。資產價格層面，歐元區住宅地產及商業地產價格壓力均更高，截至去年底，德國住宅價格增速已深跌至-15%，商業地產價格增速已跌至-12%，但同期美國地產價格周期已觸底回升。

## 強美元加大新興市場壓力

若歐央行提前降息，中短期內，或使美匯指數被動維持強勢。美匯指數構成中，歐元佔比達58%，為佔比最高的幣種，歐元走弱將被動抬升美元。歐元兌美元匯率主要受美國—德國利差影響，其中2年期美德國債利差與匯率相關性更高。若歐央行提前降息，短期內，美歐經濟基本面或難以快速收斂，2年期美德利差趨向於走闊，或被動支撐美匯指數。

若歐央行提前降息，被動加強的美元或對新興市場匯率構成壓力。去年年中以來，部分新興市場經濟體提前開啟降息。智利央行2023年7月降息100個基點至10.25%；巴西於2023年8月啟動降息；墨西哥2024年3月開啟降息，在強美元周期裏，降息操作加大了新興市場貨幣壓力，導致今年巴西等經濟體貨幣貶值幅度較高；另一方面，若歐央行提前降息，美元被動升值，短期內或使新興經濟體仍面臨強勢美元。

若歐央行提前降息，有助於金融條件維持寬鬆，帶動PMI（製造業採購經理指數）改善，但市場對歐元區修復的定價已較為充分。歐元區金融條件指數領先製造業及服務業PMI，2023年初開始邊際轉向寬鬆，帶動歐元區PMI及花旗意外指數好轉，歐洲權益市場接近同步回升。若今年歐央行提前降息，有助於維持金融條件寬鬆格局，但從花旗意外指數與股指的共振來看，現階段市場對歐元區修復的定價已較為充分，降息在短期內對市場的提振作用或較為有限。

年港島區的新盤銷售稍為增加至500多伙，但亦只佔整體全港新盤成交的百分之五而已。

今年撤辣過後，港島區新盤的成交比率卻大幅上升，年初至今港島區新盤已累計售出約1000伙，佔整體成交量一成以上，多個港島區的新盤貨尾更已接近沽清，反映近月港島區新盤確實明顯較為搶手。長實上月推出的黃竹坑站3期BLUE COAST，項目以「蝕本價」推售，「深水炸彈」的效應令銷售成績驚人，成為本月新盤的銷售冠軍，港島區本月的新盤銷售，幾乎佔去整月的一半成交。

## 豪宅受內地買家及專才青睞

近月樓市氣氛回暖，當中港島區新盤市場表現最為突出，港島區新盤再度成為樓市的火車頭，BLUE COAST熱賣的刺激下，鴨洲豪宅凱玥亦趁機減價重推，再加上新地亦趁勢將收租豪宅帝景園3座分拆出售，銷售成績亦相當突出，連帶赤柱豪宅ONE STANLEY亦開始招標出售，內地買家以至專才相繼入市，相信未來一段時間，港島區仍會繼續成為新盤火車頭。