

A股缺的不是錢 而是信心

時富金融策略師 黎智凱

百家觀點

2012年，中國的GDP是8.3萬億美元，世界排名第2，接近日本和德國兩個國家的GDP總和。中國GDP增速7.8%，是排名世界第一的美國GDP增速的3倍多，是排名第3的日本GDP增速的近5倍，當然也超過了因基數低而發展慢的印度。

上周五美國道瓊斯工業平均指數漲至15761.78點，再次創下了歷史新高；在歐洲，最近道瓊斯歐洲斯托克600指數也創下2008年5月以來最近5年多的新高；本月初，印度股市指數漲至21293點，超過了印度股市2008年繁榮時期所創下的21206點紀錄，再次創造了歷史新高。

下旬至今，一個月不到的時間，85%的股民巨虧。試問，經濟增速和總量均不如中國的國家，股票都創出了新高，但為什麼經濟處於高速發展的中國A股卻一直是熊霸天下，原因何在？

難道中國的經濟數據都是假的，都是造假出來的？筆者認為，不管經濟數據真假，但是中國的經濟是在向前發展，這是事實。A股表現如此之差，是與它的國錢本質相關。近幾年來，在A股市場，上市公司造假之盛；IPO融資全球之最；IPO發行數量全球之最，導致A股股民一個個巨虧，筆者認為是因為A股投資者絕望了，看不到A股的希望，這個才是他們拋棄A股市場

離開的主要原因。

根據巨靈數據庫顯示，A股早在3年前時總募資金額已經達到10,016億元，突破萬億大關，一舉超越2007年7,986億元的歷史紀錄。在IPO、增發及配股融資規模上，均已創出歷史新高。現A股市場有2,470隻股票在交易，而作為全球國際交易中心的香港市場卻只有1,437隻股票在交易。相比之下，A股市場幾乎是港股市的兩倍！當然在此，筆者不是反對發行IPO，而是作為一個健康發展的股票市場，股票應該有發有退，而不是只發不退，退市制度形同虛設一樣。

試問，對於一個只要買股票就會虧損的市場，這樣的市場股民還會回來參與嗎？在筆者看來，A股市場缺少的不是錢，而缺少的是投資者對A股的信心。A股要改革，要保護投資者的利益，但是筆者認為，這個不應該只是僅僅喊口號就可以的，而應該是要採取實際行動的。



■內地有媒體報道，10月下旬至今，一個月不到的時間，85%的股民巨虧。圖為某證券交易大廳內的股民關注大盤走勢。

經濟趨穩 有利推動改革議程

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管 陳羨明

在十八屆三中全會舉行之際，中國國家統計局上週六公佈了10月份的宏觀經濟數據，顯示內地增長勢頭相當穩健，雖然通脹率略高，但消費平穩，工業增加值回升、出口改善。不過，工業生產者出廠價格(PPI)跌幅卻再度增大，內部需求疲弱，經濟持續發展仍存不少隱憂。

由於三季度國內生產總值(GDP)增速反彈至7.8%，但回升主要是中央擔心經濟失速，而通過增加投資信貸推動經濟回到合理區間，其可持續性成疑，因此10月份的經濟數據格外受到注目。

從公佈的數據中，工業生產、固定資產投資、零售銷售、出口等數據均表現出穩定增長勢頭，而最重要的數據是工業增加值，其反映經濟整體狀況，很大程度決定GDP增長。10月份工業增加值按年增長10.3%，較市場預期的10%為高，經季節性調整後，按月增長0.86%，略高於第三季平均的0.85%，因而減輕市場對四季度經濟大幅回落的疑慮。

出口好轉是帶動工業增加值回升的主要動力。10月貿易好轉，進口只增長7.6%，遜於預期，但出口總值則同比增長5.6%，9月則為下降0.3%。雖然歐美出口市場的增長並不穩定，但第四季度是傳統出口旺季，預料增長之勢可望維持。

通脹預計僅為小幅上行

居民消費價格指數(CPI)是另一個比較受關注的數據。其同比上漲3.2%，略低於市場預期的3.3%，CPI漲幅創出8

個月高位，連續兩個月處於3%以上，數據確認通脹再現上升趨勢。食品價格上漲是帶動CPI上漲的主要原因。預計通脹僅為小幅上行，但不足以引發市場高通脹擔憂，年底前超出3.5%所定目標標準的風險有限，短期內不會成為政策的關注點。

10月數據有積極影響

10月數據應對整個市場情緒有積極影響，儘管經濟持續向好可能會令市場擔心，政府將減少支持增長的政策立場甚至收緊。但良性的穩定增長、加上溫和通脹，不會令中央作出反周期政策調整。人行既要維持增長穩定，但又不能承受通脹失控。昨天公佈的10月貨幣數據顯示，貨幣供應M2同比增14.3%，與上月持平。社會融資總量為8,564億元，遠低於前期的1.40萬億元。進一步證明上週我們在本欄題為「內地貨幣政策傾向中性偏緊」一文的預判。

總括來說，10月份經濟增長動力保持平穩，為中央留出更多空間推廣其改革議程。整體上看，經濟仍存在不少隱憂。除卻投資外，目前仍沒有明顯可持續拉動經濟的新亮點。投資增速已有回落，特別是基建投資增速回落明顯，說明經濟回穩後中央「穩增長」的力度已在減弱。PPI跌幅再度擴大，按年跌1.5%，持續二十個月「負增長」。以及PMI的新訂單指數、新出口訂單指數均回落，說明需求正在發生變化，而需求的持續改善僅靠製造業投資難以拉動。

因此，現正舉行的十八屆三中全會將提出的改革藍圖，加快調整結構和經濟轉型，無疑是影響內地未來經濟發展的關鍵所在。

匯控看似原地踏步 但瘦身精實有成

路透專欄作家

熱點透視

匯豐控股(0005)或許在原地踏步，但至少它變得更精實了。這家跨國金融巨擘第三季基礎淨利成長10%，儘管收入持平。成本降低、壞賬減少、以及少了巨額監管罰款負擔，都協助了淨利成長。這是一套無論全球經濟如何變化都能交出更好息息的瘦身配方。

得益罰款及壞賬較少

多數大型銀行目前都受制於自身控制範圍之外的眾多影響力量：央行寬鬆政策、增強銀行資本的需求、以及金融危機遺留下來的官司纏身問題。匯控也不例外。匯控每收進4塊美元的存款，只有3塊美元會放貸出去——在這種存款比重偏高的資產負債表結構下，低利率環境對它而言是弊大於利。在此同時，英國監管當局修改規定，讓匯控無法斷言它看似強勁的資本率確實已經夠高。假設巴塞爾協定III規定全面落

實，匯控目前資本率為10.6%。

匯控第三季業績還得到兩大因素幫助：罰款及壞賬均較少。去年第三季時，匯控認列約15億美元的罰款及顧客賠償支出。今年第三季則只有7.5億美元。壞賬撥備同比減少4%，因美國及歐洲前景略有改善，同時匯控在印尼及印度等國家，亦盡量避開財務窘迫的企業貸款戶。

不過匯控也靠著降低低成本開支協助。目前匯控的年化成本基準，已經比行政總裁歐智華2011年推動匯控瘦身時降低45億美元。匯控成本還將會進一步下降：歐智華已承諾未來三年還要降低20-30億美元成本。

股東可望繼續荷包滿滿

瘦身有成的匯控認為，即使監管當局提高資本率要求，匯控也能持續提升股利。匯控並計劃爭取股東准許公司買回每年充當股票發行的股票。以目前價位而言，這相當於進一步向股東回饋30億美元現金。隨着匯控日益瘦身精實，股東應該會繼續荷包滿滿。

成員國實力差異大 歐陸經濟遜英美

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

上週資產價格出現大幅波動，主要原因來自兩個出乎市場預期的事件：歐央行上週意外宣布減息，以及美國10月份強勁之就業數據，而從這兩個事件中反映出，歐美經濟強弱差異明顯。

歐央行上週意外地宣布減息0.25厘，反映該行認為歐元區經濟仍然有下行風險，加上通脹仍然溫和，導致歐央行加強寬鬆政策，以刺激當地經濟。

事實上，從近期的經濟數據可看出歐元區經濟情況仍然十分嚴峻；歐元區9月份失業率進一步下跌至12.2%，未見回穩。歐洲委員會發表之最新季度報告，亦將歐元區明年增長預測調低，預測歐元區經濟今年負增長0.4%，失業率報12.2%，與先前預測相同，明年的增長預測則下調至1.1%，較原先估計低0.1個百分點；失業率預測上調0.1個百分點至12.2%。

美上月就業未受政府停擺影響

至於美國方面，美國上週四(7日)公布之第三季GDP增長率達2.8%，數據遠勝市場預期的2%，至於上週五(8日)公布的10月份非農數據更不但沒有受美國政府停擺影響而減少，就業職位更大增20.4萬人，遠超9月份的16.3萬人及市場預期之12萬人，反映當地就業市場改善速度遠較市場預期理想，至於經濟增速亦有增加的趨勢。

除上週公布的第三季GDP，以及非農就業職位錄得顯著增

加外，較早前公布的反映製造業景況的ISM製造業採購經理指數亦見上升，可見出早前市場對美國政府停擺為當地經濟帶來之影響過分放大。

歐元區有反彈未見真正轉勢

從上述數據可見，歐元區就業市場仍然乏力，反觀美國就業市場則繼續改善，主要原因除政策方面的不同外，更重要的是歐元區成員國各自有自己的財政政策，但又同時採取相同的貨幣政策，導致區內成員國經濟實力失衡的情況，無法以調節貨幣政策來得以舒緩。

若令此情況不斷惡化，南歐及北歐國家因生產成本的差異，導致經濟實力的差距增大，在南歐國家拖後腿的情況下，即使推過了歐債危機最困難的時期，加上歐央行的寬鬆貨幣政策，整個歐元區經濟仍只見反彈，未見真正的轉勢。

而這從同屬歐洲國家的英國最近強勁之經濟數據便可看到，能夠獨立調節貨幣政策之國家，以及不能獨立調節貨幣政策之國家，其在刺激經濟成效之分別。英國10月份服務業採購經理人指數加快擴張，由60.3上升至62.5，為1997年5月以來最高水平，至於歐洲委員會亦將英國今年明年增長預測調高至1.3%及2.2%，可見英國經濟前景正在改善。

可見，除非歐元區解散，否則一天歐元區各國的財政政策仍然未能統一管理，歐元區成員國經濟實力差異巨大的結構成問題，將會繼續拖着整個歐元區後腿，令其整體實力次於英國及美國。

三中全會後內房如何走下去？

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師 張宏業

被稱為「金九銀十」的9月和10月，內地樓市傳統銷售旺季剛剛落幕。中國指數研究院報告顯示，10月份全國百城新建住宅均價為每平方米10,655元(人民幣，下同)，按月上漲1.24%，較9月份漲幅再擴大0.17%，而按年則上漲10.69%，漲幅再擴大1.21%。其中最顯的仍然是「京滬穗深」的一線房市，除了廣州只升約1%之外，其餘都勁升2.3%-2.9%，可以說「愈升愈有」。

如果以按年計算，「京滬穗深」的升幅更達29.13%、11.35%、24.78%及24.12%，預計上海自貿區的刺激未來再令整區樓市追上其他一線城市的升勢。同樣地，一線城市的二手房價的按年升幅跟新建住房相若，形成一二手市場互相拉動的市場成熟表現。面對樓價持續上升的情況，一線城市政府不敢怠慢，紛紛推出調控措施。

首先，北京市於10月23日宣佈推行「京人京地」的自住型商品房，單位屬小型戶型(90平方米以下)，其售價比同區價格便宜三成，只容許北京戶籍或擁有暫住證人士購入，並五年內不可轉讓，之後轉讓須上交三成差價收益。再者，深圳銀行將提高第二套房貸首付至七成，至於首套自住單位則不受影響，第三套及以上上繼續暫停。最近，市場更傳來上海和廣州亦會跟進，這顯示一線城市的房市持續上升已促使調控措施「加碼」，但會否在三中全會上推行新一輪全國性打壓手段呢？

新政府的樓市政策思路，明顯與上任政府有所不同。在10月底中共中央政治局第十次集體學習中，習近平總書記強調調建的方向是構建以政府為主提供基本保障，以市場為滿足多層次需求的住房供應體系，政府承諾2015年保障房蓋面達20%。其實，筆者認為是合乎現實的，過往調控方法對市場干預太多，但效果並不明顯，似乎建立個長效機制是不二之途了。其中重要的一環是保障房的有效管理和分配，真正有需要的低收入人士反而難以獲得安排。

除了自置居所外，各地政府可建公租

房，以低廉租金租給城市中等的草根人群和城市生活困難戶。面對着城市土地日漸稀缺，國務院發展研究中心的「383改革方案」明確提出要深化土地制度改革，集體土地入市交易。明顯地，中央政府藉着加大地方土地供應量，以平抑土地緊張情況，尤其是二三線城市，因剛需求不會繼續大幅增長。

至於一線城市，地方政府還會利用調控手段去抑制房價上升，特別是防止大量外來熱錢去「炒高」樓市。現在，從房價升值帶來的經濟效益只在開發商及業主手中，通過嚴格執行土地增值稅和房產稅可以較公平分配這塊巨大經濟利益。

應建立長效房地產運作機制

當然要建立長效房地產運作機制，並不是短期地可見到成效，但無論如何這對房地產市場是利好的。今年開發商要使用高地價去拿地，其實不是件好事，如果樓市幾年內掉頭下調，則她們的利潤會大幅減少，甚至出現損失，風險其實不可忽視。地方政府長期依賴地產收益去維持財政運作，也非長久之計，有效地建立稅制去處理部分回收房價升值的經濟效益，這才是持續性發展的方向。

縱然房價維持在現在水平，大眾市民仍不容易置業，只有通過有效的保障房及公租房制度去滿足中低收入/生活困難戶的住房需求。商品房未來開發重點會放在中小戶，因既可配合國策，也受調控手段影響較少。豪宅市場走向精品化和個人化，跟普通商品房價格會再拉闊，成為真正稀缺產品。不過，開發商要努力改善樓宇設計、裝飾、管理等等去達到國際水平。除了吸引國內富人下注外，境外投資者不能輕視，他們會被未來十年中國經濟景氣所吸引入市。

三中全會後，一線及二、三線及其他城市的房價不同走勢仍會持續，一線城市尤其中心地帶「只有升、不會降」，但三四線城市則可能需要政府推出優惠措施令房價空置率下調。中央政府與各地方政府如何協調長遠樓市策略，則直接影響政策成效。以市場作為調節機制的商品房市場，將會成為新政府施政的重點，這對房市長久健康發展非常重要。

歐洲減息提升區內出口優勢

AMTD 尚乘財策策劃董事兼行政總裁 曾慶琳

由於歐洲經濟有復甦跡象，今年下半年整體歐洲股市升幅加快。歐洲斯托克Stoxx 50指數今年至今上升15.4%，而過去3個月則上升8%，勝過多國的股票指數。

雖然實質國內生產總值(GDP)仍未擺脫負增長的局面，在今年第一季按年收縮1.2%後，第二季按年收縮減少至0.6%，反映整體經濟已有改善。製造業活動方面，歐元區整體從第一季末開始逐漸擴張，而且自下半年開始，一直處於50以上的擴張水平。以個別國家來看，德國、西班牙、意大利及奧地利均繼續顯示擴張，然而，法國雖然已顯示穩定，但與希臘同樣仍處於收縮區域。

企業和個人債務仍高

世界貿易組織預測，今年全球貿易增長為2.5%，明年則為4.5%。由於受到主要成熟國家的貨幣政策影響，新興國家的宏觀經濟情況相對不穩，該些國家的入口預期將會較慢。因此，明年的全球貿易增長將較截至2012年為止的過去20年平均5.4%為低。雖然明年的外部需求預期會回暖，但由於企業和個人債務仍高，歐洲整體經濟復甦步伐預期將會較慢。

歐元區經濟在漸露曙光的同時亦存在隱憂。10月份歐元區消費者價格指數預期按年僅增長0.7%，實際增幅可能創2009年11月以來的新低。自今年下半年起，歐元區整體通脹按年增長幅度明顯有放慢趨勢，由第一季的1.8%下調至第三季的1.1%，而通脹水平亦遠低於央行的目標2%。對上一次歐洲央行減息是在今年5月份，當時的消費物價指數按年增長從年初的2%減少了0.8%。

面臨通縮威脅惹關注

面臨通縮的威脅，上週7日，歐洲央行意外地調降再融資利率25個點子至0.25%，希望藉此進一步刺激經濟，這顯示央行對抗潛在通縮和維持市場，令經濟復甦的決心。當日歐元兌美元一度貶值至低於1.34美元。歐元年至今持續強勢，影響出口及經濟復甦。因此，央行減息的決定有助增加歐元區出口優勢。此外，歐央行將於明年開始親自執行對128間最大銀行進行資產質素的審查，同時，將為銀行設定一些準則，其中主要的一項是要求銀行的核心資本充足率需達到8%，該比率較全球其他金融機構平均為低。

歐洲基金下半年回升不少，據基金研究機構EPFR的統計顯示，截至10月30日，歐洲股票基金連續錄得資金淨流入，因此，筆者預期明年升勢仍會持續。