

A股「彈散」 股民憂IPO重啟更不堪

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

內地重啟新股，中國股市的創業板單日急跌逾8%，不可謂不驚人，這個現象值得思考。事實上，對於新股這回事，內地股民的看法，跟香港投資者，以至外國的機構投資者，都有所不同。這種不同，原因眾多，也許是出於親身體驗的不同，也許是出於認知的角度不同，不一而足。

說是親身體驗不同，最直接的當然是從A股市場，究竟有沒有賺到錢。問題在於，即使以金融海嘯發生後至今，多年來，中國經濟增長一點不慢，以歐美日等成熟經濟體系來說，固然是快得令人羨慕，即使與亞太新興市場相比，也算是快。

可是，原則上應該與經濟有正相關的股市，按理或遲或早，甚至或多或少，得分享一點這種增長的好處。但實際情況是，經濟好，不等於股市好，而過去多年的經驗，某程度令股民有陰影，亦不難理解。

當這種簡單意義下的相關性不能說得通，股民難免傾向從各種可能的負面因素，去嘗試找出理由，究竟為甚麼股市就是漲不起了？當然，要找理由，不難找舉一大堆。

首先，作為新興市場的一員，股市波動性較大，是正常的事，中國股市不例外。波動也者，意味股價可大升，亦可大跌，不是單一形容向下的走勢。問題是，在某一段作為標本的觀察期，大家看到的是持續的向下，自然令人覺得這段已經相當長的時期，可以概括了大趨勢。實情未必盡是如此，但觀感上卻令人形成第一印象，有了這種成見，以後甚麼都看得負面，此其一。

其次，的確，從內地的經濟改革發展歷史來看，難免有需要改善之處，尤其牽涉體制上。由以往的制度，過渡至目前的制度，現存的或多或少是歷史時代的產物，例如大小非限售解禁等，不可能短時間內完成的，便時刻對股民帶來一點不明朗因

素。

再者，更重要的可能是，實際上某些企業的質素有不足之處。長遠來說，制度上應多點與國際市場的慣例接軌，從企業管治到監管披露，從市場運作到政策執行等。唯有透過機制上減少低質素的企業留在股市內，才可實際鼓勵高質素的企業存在，讓股民重新有信心。

說起來，由過去幾年在監管上的從嚴，以至三中全會的公報和決定對於資本市場的前瞻，以至近來宣布重啟新股，長遠來說，應該都是值得樂觀的。畢竟，從最簡單的理論層面看，資本市場的存在，就是讓資本可以流通，把它流通到有經營能力的企業手上，增加財富，創造價值。

而市場的買賣，可以為擁有這些企業股份的人，有渠道在需要時變現，並知道市場競爭下的真正價值，這一點，跟三中全會提出以市場力量對資源配置作決定性作用，是相當一致的。



■A股表現較外圍股市大為失色，股市反彈後往往很快便「打回原形」，令投資者紛紛「坐軚」。圖為海口某證券交易大廳內的股民。

新股「開閘」 改革加快推進

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

內地改革正逐步深化。上周六證監會召開臨時新聞發佈會，公佈包括新股發行體制改革及IPO重啟、優先股獲准試點、嚴格借殼上市審核標準、推動上市公司現金分紅等在內的一系列重大改革措施。雖然重啟IPO過去一般被視為利淡股市，但這次IPO新政充滿了改革內容，着眼於改革制度弊端，以及制度建設，短期股市走勢難免受影響，長遠而言則屬利好。

十八屆三中全會決定「推進新股發行註冊制改革」，如今新股上市再度「開閘」，讓我們感覺到金融市場改革正以較快的速度推進。11月15日公佈的《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》中明確提出：「健全多層次資本市場體系，推進股票發行註冊制改革，多管齊下推動股權融資，發展並規範債券市場，提高直接融資比重」。本次新股發行體制改革基本堅持了今年6月發佈的徵求意見稿的原則，在某些方面有明顯的突破。

按照三中全會所定的改革路向，股票發行從審批制過渡到註冊制，意味證監對上市企業的檔資訊進行規格審核後，只要股票發行人提交的資料合法合規，監管機構便可放行，而新股的發行時間和節奏，以及上市企業的價值，則由市場來決定。這樣，可使到發行定價更能充

分反映供求關係。

投資者利益獲關注

很明顯，此舉對A股市場的幣端有一定改善作用。過往A股市場一直無法成為有效的市場，主要是行政監管過度、中介代理機制不健全、發行人提交的資料虛假、誤導或刻意遺漏，以及定價脫離資產價值等。因此，常常出現IPO掛牌首日飆升與後市回落的「異象」。結果是，市場雖有所發展，但卻犧牲了市場質量及投資者的利益。

中證監推出股市4大新政的同時表示，進一步推進新股發行體制改革的意見發佈後，需要有一個月左右時間進行相關準備工作，預計到2014年1月，約有50家企業完成程式並陸續上市。

IPO即將重啟，短期而言，一方面消弭了IPO重啟的不確定性，另一方面未來兩個月將湧現多家企業上市集資，難免對股市短期走勢和投資者心理構成一定影響。但優先股、上市公司現金分紅等為利好，利空、利好消息同時發佈，有助抵消IPO重啟對市場造成的下跌壓力。

總括來說，中國股市要發展成為公平、有效的市場，股價能真實反映資產的價值，才能讓投資者有信心持續持有人民幣資產。人民幣國際化倒逼內地金融改革，如今到了不能再等的地步。

美房產及就業率逐漸復甦

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

美國房地產市場今年前三季表現持續強勁。9月份標準普爾及CS 20大城市房價指數按年上升13.29%，是自今年3月以來連續第7個月呈現按年雙位數增長。另外，房價指數亦由今年1月份的146.15升至接近5年高位的165.66。同時，房屋開工量繼續增加，今年第三季度的平均私人房屋建築許可量持續亦有所增加，按季增長接近3%。

助減少發展商對後市憂慮

房屋價格上升將會減少市場負債資產數字，增加財富效應，一方面能提升消費者信心，同時亦會鼓勵新屋興建增加。今年首10個月平均建築許可量為每月95.6萬套，與2008年同期的平均95.7萬套相若；而在2001至2005年美國樓市火熱期間，平均每月建築許可量達180萬套，房價指數在2004年中更升至164.83。這反映目前建築量未能趕上需求增加，長遠可能影響樓市的健康。然而，隨著美國經濟逐漸復甦，將能減少發展商對後市憂慮；預期建築量將會逐步增加。

今年美股節節攀升，上周標普500指數由10月份高位的1,771上漲至1,805水平上落。不少人對目前美股的上升趨勢感到有點擔憂。就已公佈第三季度業績的486家標普500企業中，73%的企業實際每股盈利超過預期。在企業收入方面，52%的企業顯示實際收入表現亦優於預期水平。由此可見，美國企業於今年獲利成長的表現是令股價價值上升的重要因素。

最新公佈的11月份美國消費者信心指數連續3個月下跌，由8月份的81.8降至11月

份的70.4，為7個月的低點。這段期間發生的美國財政開支削減和提高債務上限事件，讓投資者對未來的經濟發展情況感到悲觀。然而，美國10月份零售銷售增長卻超出預期，10月增長0.4%，為三個月以來最大增幅。

就業市場方面，美國10月份失業率為7.3%。最新公佈的首次申請失業人數數據顯示，美國11月23日當周首次申請失業救助人數為31.6萬人，低於預期的33萬人，並跌至2個月的最低水平。首次申請失業救助人數的減少，顯示美國勞工市場正在穩健復甦。

而推升通脹方面，由於薪酬未能有明顯上升，相信市場需要更多時間在復甦過程中消化才能有明顯好轉。美國的基本因素良好，但由於美股市盈率較其他股市高，且考慮到不明朗的貨幣政策導向，筆者建議投資者可先暫時轉投歐洲及日本等上漲空間較大的其他股票市場基金。



■圖為美國德克薩斯州波特市一套住宅。網上圖片

中國減持 美債困境續惡化

路透熱點透視專欄作家
Swaha Pattanaik

熱點透視

投資者擔心美聯儲一旦縮減購買美債後，情況將會怎樣，其實他們應該開始擔心的，是中國可能也會仿效這一作法。中國央行人士暗示，他們可能會停止外匯干預。而正是外匯干預促成了其美債需求。目前，兩種減碼都還僅僅停留在設想階段。但一旦兩者同時出現，美債收益率攀升的速度和幅度可能超過投資者預期。

中國多年來嚴格管理人民幣走勢，目前已坐擁3.7萬億(兆)美元外匯儲備，為全球之最。然而近來中國央行行長提出要加快改革，進一步發揮市場匯率的作用，稱將「基本退出」常態式的外匯市場干預。還有一位副行長提到，外儲過多弊大於利。

有助推進人幣國際化

這會對中國經濟有所助益。隨著對出口的依賴減少，就不再有微觀管理人民幣的明顯需求。改革有助於中國推進人民幣國際化的計劃。雖然中國若削減外儲，可能引發美元和美債市場出現大舉拋售，但在美國政客有意彼此以債務違約相威脅之際，中國不再增持是有道理的。

中國政府沒有公布外儲細節，但如果根據其他國家的外儲明細推斷，中國外儲中至少有60%是美元和美債。

2013年中國外儲每月平均增長約390億美元，這意味着每月至少購買200億美元的美元和美債。這相當於美聯儲資產購買量的五分之一，其資產購買的目標不僅限於美債。儘管美聯儲對收益率有更大的影響力，但若沒有中國的購買，收益率很容易走高。

中國希望實施漸進式改革，其累積的外儲不太可能突然或在短時間內削減。然而，中國的規劃藍圖不太可能利好債券投資者。可靠的美債買家寥寥無幾的那一天，已經不遠了。



■央行較早前公布的10月中國央行口徑外匯佔款令人側目，較上月增量擴大近七成，至4,495億元人民幣，且創下2008年1月以來的單月新高。中通社

港存款按月增幅續領跑貸款

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員
張文鼎



■今年首10個月本港認可機構的總存款增加了8.1%。圖為在港的交通銀行分行。資料圖片

今年首10個月本港認可機構的總存款增加了8.1%，餘額達89,727億元(港元，下同)，按月上升了0.8%。以存款結構分類，支票、儲蓄存款分別按月上升1.5%和2.8%，抵銷了定期存款1.2%的按月跌幅。

升值加快 人幣存款增

以貨幣種類劃分，10月份人民幣升值加快，進一步利好相關存款增長。人民幣按月增長7.1%，較9月份的按月增幅加快4.2個百分點。人民幣存款的較快增長抵銷了港元及美元存款增長放緩的負面影響。其中港元存款按月下跌了0.2%，美元存款按月增幅亦較9月份下滑了2.2個百分點至0.6%。

貸款方面，今年首10個月總貸款增加了15.0%至64,063億元，按月上升0.1%。作為今年以來總貸款主要增長動力的貿易融資，繼9月份的按月升幅只有0.2%，10月份更按月下跌4.2%，可能反映不少企業在今年初申請的貿易融資到期後不再續借。另外，10月份境外使用貸款按月上升1.2%，表現優於本地使用貸款的0.3%按月跌幅。

總存款的按月增長已連續兩個月較總貸款快，整體貸存比率從9月份的71.9%回落至10月份的71.4%。不過，自今年6月起，整體貸存比率都超過70%，可見本港銀行業的流動性仍屬偏緊。

樓市遊戲悄然改變 買賣宜審慎

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

今屆政府一改上屆政府的「善價而沽」的賣地政策，上場以來非常積極地增加住宅供應量，務求藉供應量增加，達到穩定樓價的作用。

特區政府更取消勾地政策，改為每季主動賣地，是為了主導和控制土地供應，亦可方便小型地產商參加競投地皮。市場人士對此的一般反應都是正面的，既可有效逐步增加土地供應，也可使土地不再被大型開發商壟斷，特區政府主導土地出售後，便可按照市場情況作彈性推地以達到調控樓價。

與其他一般發達地區的政府一樣，特區政府也不想也不可以承受樓價大幅回落的經濟及政治風險，但在樓價居高臨下的主觀環境，政府亦會提供足夠土地興建公營房屋和居屋單位，包括2012年及13年起的5年共建7.9萬伙公屋及2016至17年起的4年內建1.7萬伙新居屋單位。

回顧過去三年，自2011年起，政府共售出約66幅住宅土地，截至上月中旬，港九新界三區中以新界區賣地數量最多，尤以沙田九肚山56A區的八塊豪宅地及將軍澳65、66及68區的11塊中小型住宅地為主要土地供應地。

港九新界三區分別售出1.9萬呎、2.79百萬平方呎和13.19百萬呎可建樓面面積，為政府庫房帶來約340億、236億和3,618億收入。如以平均樓面地價去排列，則冠、亞、季軍依次是港島(17,900元/呎)、九龍(8,450元/呎)及新界(2,750元/呎)，「麵粉」價錢高下立見，可以預計「麵包」價錢也是同樣。如果樓價不出現崩潰性下跌，地價高低會如實反映在一手樓價上，且同區二手樓價也出現不同程度的抗跌能力。

地價愈賣愈平 二手添壓

讀者特別留意沙田九肚山及將軍澳兩大區的樓價走向。自2011年8月起，九肚山共賣出8幅豪宅地，共計有2.48百萬平方呎，並於2015-16年間同時應市，不難理解該區地價愈賣愈平，由10,550元一路插水到最後今年九月的6,837元的樓面地價，這對日後該區一手樓價構成巨大壓力。同樣地，鄰近地區如沙田、大圍、火炭及馬鞍山等的二手樓價會受壓，出現易跌難升的局面，該區小業主需要妥善應對。

相比來說，將軍澳區的災情更加嚴重。該區近三年一共售出11幅住宅土地，可建約6.13百萬呎，但地價相對較平穩，從3,650元至4,930元的樓面地價成交，最少興建6,650個中小型單位，成為未來三年主要住宅來源地。

由於龐大供應量的影響，大家可以預見未來十年將軍澳樓價處於持續下跌周期，但仍然維持在現有水平，因為將軍澳已是鄰近主要上班的商業區最相宜的新市鎮，再加上附近的西貢優美環境、科技大學的吸引力和交通網絡便捷情況，將軍澳會持續成為近市區的「上車一族」的熱門地區。但是小業主面對龐大的一二手樓盤源，必須了解清楚單位的強弱因素去制定實策策略，方可以輕鬆上落車了。

「心水清」的讀者不難發現數年較少地皮沽售的地區也不乏，如馬鞍山、九龍塘、大角咀、荃灣等等，這些地區是前幾年推地的重點，但未來幾年可以出售的地皮則缺乏，投資者若果想買樓以獲取中短期理想回報率則可以考慮。如九龍塘區於2010年時一口氣出售3幅相連住宅地，成為市場一時佳話。將來落成後3幅土地共提供大約100伙逾1,000呎的大單位，預計叫價會維持於實用面積25,000元/呎以上，且銷情較有把握。同區是九龍傳統豪宅區，且多年太少供應量，使區內換樓要求不減。作為名校區之一，外區租客是不絕的。

當然幾幅「租王」的製成品是廣大小業主和投資者關注的。如東半山司徒道前嶺南學院地、半山波老道地、何文田常樂街及常盛街交界地等等，全是貴重優質景觀地皮，分別給名牌發展商開發中，預計開售時會掀起全城搶購潮。雖然小型發展商成功以高呎價購入中小型地皮，但是如何殺出條銷售血路呢？除了「大路」的製成品外，小型項目要以「精品」形式爭取以高價「售出套現」，這唯有依賴發展商和建築/設計團隊的精心配合和設計去突出物業的特點，收到「大賣」的效果了。

無論如何，未來幾年的住宅供應量會穩步向上，還要待2014年後較合理數目的房產才能應市，政府只有用行政手段來平抑樓價的上升勢頭。小業主和投資者必須精心分析各區的供應量，方可以決定入市。未來的遊戲正在悄然改變，大家必須格外小心！「選擇大供應地區上車，利用小供應地區投資」是不變的金科玉律。

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。