

# 內地股市改革迫在眉睫

時富金融策略師 黎智凱

上周發行價高達72.99元(人民幣,下同),市盈率達67倍的奧賽康,刷新了A股IPO重啟後的發行紀錄。此次離奇發行,中金將從上市公司賺取銷費6,311萬,幫股東減持承銷費2億,總承銷費接近3億。根據規定,奧賽康觸發了老股發售,唯一有資格轉讓老股的控股股東南京奧賽康一舉套現31.8億元。在各方質疑下,其後奧賽康已暫緩發行。

## 不能淪為資本套現場所

中國證監會新聞發言人鄧舸10日表示,市場化改革不是放任自流,新股發行不得存在操縱價格、暗箱操作、利益輸送等,新股老股的配比應當合理,平衡投融資雙方利益。筆者認為,A股改革不能夠只是說說,應該採取確實有效的實際行動。A股市場本應該是產業融資發展的平台,不能淪為資本套現的場所,如不然,筆者很難想像在接下來會再發生什麼更離奇古怪的事情。

1月12日中國證監會公佈施行《關於加強新股發行監管的措施》。《措施》提出,如擬定的發行價格對應的

市盈率高於同行業上市公司二級市場平均市盈率,發行人和主承銷商應在網上申購前三周內連續發佈投資風險特別公告,每周至少發佈一次。在筆者看來,這只能夠表明中國證監會加強公開發行股票過程監管的態度,具體實施還有待實際行動的確認。

## 退市制度仍然如同虛設

當下,A股每天不斷刷新新高。投資者的損失是慘無人道。回顧這7年以來,在全球股市都紛紛創出新高的時候,A股市場創出一個又一個新高。筆者認為,根本原因在於A股本身制度上。暫不說A股的本質就是圈錢,更談不上甚麼真正意義上的三公。單從股票上市退市就可以看出問題所在。作為全球經濟交流中心的香港,其股票市場有着近100年的歷史,目前主板有1,478隻股票在交易。而只有20多年歷史的A股市場,A股股票家數高達3,000隻。筆者認為,這與A股長期以來「只進不退」,退市制度如同虛設有很大的關係。

另一方面,A股IPO發行一直都是由機構決定,從開始的路演定價到後面的承銷銷都是由少數幾家機構決定,這與港股新股IPO發行由散戶來認購,是否達到融資額再來決定是否發行形成天壤之別。筆者認為,既然註冊制改革,那麼就應該還權給市場,還權給投資者。

# 新興市場表現平平 歐股基金首季看好

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璘

內地上周公佈2013年12月份居民消費物價指數按年增長2.5%,為去年5月份以來最低增長,反映通脹受控,預期中國第四季經濟增長較第三季放緩。內地政府為重點實行經濟結構改革,無可避免令經濟增長放緩,加上近期流動性偏緊,增加投資者憂慮情緒,恒指走勢亦相對反覆。上周同時公佈了內地2013年12月份全國工業生產者出廠價格指數則按年下降1.4%,與去年11月持平。

比較截至去年12月底的三個月收益表現,新興股票基金均落後於成熟國家股票基金。據晨星數據,亞洲新興市場方面,泰國、印尼股票基金收益分別下跌15.7%及11.56%;香港股票基金的回報為0.16%,中國和韓國股票基金則少於1%。

## 印股急彈後暫難寄厚望

去年第四季亞太區股票基金表現中,印度股票基金(以美元計價)表現最好,升6.71%。印度央行積極限制黃金進口,加上印度盧比貶弱,印度第三季經常帳赤字由第二季210億美元大幅收窄至52億美元,孟買BSE 30指數第四季隨即大升9.2%。但由於印度的宏觀基本因素未有太大改善,如通脹未能受控和消費者信心未能提升,投資者情緒未能廣泛改善,股市未必能夠持續較好的表現。

環球市場預期美國聯儲局量化寬鬆政策逐漸削減,且歐洲經濟持續顯示復甦跡象,資金從新興市場撤出,令亞洲區的投資展望仍然不

# 歐股基金首季看好

穩。整體亞洲貨幣同時大幅貶值。去年,除人民幣兌美元升值2.9%,其他主要亞洲貨幣兌美元均錄得跌幅。日圓兌美元匯率去年跌近21%,韓國兌美元則升1.37%,韓國兌日圓去年升約23%。

## 三星受壓利淡韓國股市

日本和韓國均是出口型經濟國家,韓圓相對強勢,不利出口和企業的盈利增長。上個季度韓國KOSPI指數710隻公佈業績的個股銷售增長按季度增加6%,盈利增長則減少14.2%;相反,日經指數企業銷售增長為13%,由於基數較低,盈利增長高達133.9%。市場預期三星電子第四季盈利將較預測低約兩成,三星股價受壓亦將利淡整個韓國股市表現。

然而,韓國央行上周宣佈仍維持基準7天期回購利率不變,是連續8個月不變。雖然自去年第三季開始,韓國的經濟增長有所回升,由第二季度按年增長2.3%增至按年增長3.3%,但家庭債務高企和中國經濟放緩都為韓國經濟增添障礙。因此,韓國基金中期表現仍會受壓,今年第一季較看好歐洲股票基金。



市場預期三星電子第四季盈利將較預測低約兩成,該股受壓亦將利淡整個韓國股市表現。圖為武漢的三星專門店。

# 復甦證據不一致 期望實況捉迷藏

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

由2013年尾,過渡至2014年,氣氛算是相當平和,沒有危機迫在眉睫,沒有持續連綿的悲觀情緒困擾。承接著過去一、兩年的國際政經形勢,大致上,一切盡在投資者期望之內,退市開始落實,先由減買債開始,幅度不算多,但作為一個起點,為整體市場期管設定一個參考框架,以後由此水平,逐漸實現退市。

事實上,投資者都傾向有心理準備,最好的方法,莫過於有一點可以憑據的起點。完全沒有準備,突如其來的,從風險管理上看,是最難處理的,反而有個幅度,有個幾率分布,甚麼都好辦,起碼在認知上,覺得是可以控制範圍之內。雖然實情是否如此,則作別論,否則當年金融海嘯,也不會有如此令人意外。

## 央行冀外界有時間消化

不過,投資者有心理準備是一回事,這個期望的處境,是否與真實世界發生的相符,則是另一回事。的確,大部分應該都是善意的,起碼從期望管理的角度看,央行的確想把最可能發生的,盡早讓外界了解,有足夠時間去消化,繼續相信央行推行的政策是可行的,而相信央行政策具可信性這一點,已能夠為央行推行政策帶來很大程度的可信性。

然而,事態發展卻未必容易說個明白。例如,上周美國公布的經濟數據,正好說明,一個故事要說得夠說服力,也不容易。一方面,美國的失業率有所下降,愈來愈接近聯儲局為開始加息而設定的一個失業率水平,按道理,投資者應該擔心退市的步伐將加快,但另一方面,美國的非農業職位增長不符預期,甚至是大大偏離於外界期望,相去甚遠,令人懷疑其實復甦也不是那麼穩當。

一正一負,究竟總的來說,效果如何,不易事先估得準確。但從市場上真金白銀的反應來看,歐美股市互有升跌,美元兌一籃子貨幣匯價下跌,美債價格回穩,商品市場亦有反彈。

## 或不再加快減買債程度

從表面看來,投資者似乎認為,退市並不會太快,這種不會太快的可能性,起碼比這些數據出現之前,幾率較為大一點。也就是說,復甦雖在,但勢頭未必強勁,則連三步退兩步之格局下,難保央行在任何一刻,把心目中的減買債幅度,就此保持,不再加快減買債的程度。這樣一來,對於憧憬資金供應源源不絕的,或希望量寬之下實物有升值空間的,各種的期望,又一次浮現出來。

當然,大趨勢看,復甦未改變,只是過去兩三年,大家由一個極端,去到另一個極端。以前總以為美國復甦遙遙無期,故此,大家對絕大多數數據,都較為保守,但當這些保守的預測,對應於當時的真實情況,經過兩三年,投資者的想法又一下子把復甦程度高估了。以此推測,今年大部分時間,大家還是耍玩這個期望與真實數據互捉迷藏的遊戲,可不是一帆風順。



美國剛公布的失業率有所下降,但非農業職位增長卻不符預期,令人懷疑其實復甦也不是那麼穩當。圖為美國紐約的招聘會。

# 通縮就是通縮 不管是否罪有應得

路透專欄作家 James Saft

SAFT專欄

路透1月9日——希臘、愛爾蘭、塞浦路斯等國聽好了,有些壞消息要告訴你們:如果是你們活該承受的,那就不算是真的通縮。

這是歐洲央行總裁德拉吉周四談話的言外之意。儘管一些歐元區二線國家物價持續下跌,德拉吉周四仍然不厭其煩地說明定義,否認有通縮問題。

「我們對通縮的定義是自我強化的全面性物價下跌,」歐洲央行宣佈維持利率不變後,德拉吉在記者會上這樣說。「在歐元區並沒有這種情況。或許有一兩個國家的通脹率為負,但我們也應該要問『這其中有多少是因為經濟體競爭力下滑且陷入金融及預算危機後,經歷必要再平衡所致,又有多少是因為真正的通縮所致?』」

我覺得這個定義沒有必要這麼狹隘,不過對於德拉吉的處境而言,這個定義很好用。不光是歐元區整體通脹率目前只有區區0.7%,遠低於2%的歐洲央行目標,西班牙及葡萄牙也都在通縮邊緣掙扎,通脹率幾近於零。

## 歐洲一些地區需求嚴重下滑

雖然不可否認,通縮的陰魂不散效應,殺傷力極高,但事實擺在眼前,歐元區一些重要地區的物價下跌,是因為需求嚴重下滑,以及如同德拉吉所暗示的,一些國家在無法讓本國貨幣貶值的情況下,設法提升自我競爭力所致。

這絕不像19世紀那種因為生產力提高或美國大量生產農作物而引發的良性通縮。現在的情況是一個痛苦折磨的過程,民眾的薪資及生活水平都驟然下滑。

德拉吉說的沒錯,日本1990年代的通縮和歐洲當前的狀況極為不同:目前歐洲的企業及金融業財務狀況較為穩健。雖然改革歐元區金融體系的種種努力值得肯定,但無可避免的是,要完成改革,勢必還要進一步推出會構成通縮壓力的政策。

當然這並不表示希臘、愛爾蘭、葡萄牙等國遭遇通縮打擊是無辜的。但是他們因為通縮而吃盡苦頭也是千真萬確,而這場通縮不但會自我強化,也是當前貨幣政策缺乏能力補救的。

## 央行處境尷尬動彈不得

要理解歐洲央行何以如此看待通縮,或許應該把它視為變相承認歐洲央行的尷尬處境。

德拉吉正動彈不得。雖然他強調前瞻性指引,但貨幣市場利率顯示,歐洲央行通過喊話將利率維持在零附近的能力有限。除此之外,歐洲正在經歷相當大範圍的去槓桿化。銀行不只在償還歐洲央行長期再融資操作(LTRO)的貸款,同時也在剝離資產,以滿足銀行業聯盟更嚴格的新規。這在當前及未來都對歐元區產生進一步打壓效果,受影響的國家不只是愛爾蘭或希臘。

基於這些現實情況,以及歐洲央行極度排斥採取直接量化寬鬆的態度,德拉吉的選擇有限。從實際可行層面和政治面而言,他應對歐元區弱國通縮局面的能力大概更加有限,不論是不是把這些國家面臨的情況叫做通縮。

那麼,德拉吉的講話所告訴我們的,其實並不在於歐元區經濟的真實狀態,反而是他能力的真實限度。未來幾個月,歐洲央行可能提供更多流動性供應,而且也非常有可能將目前為0.25%的基準利率降至更接近零的水平。但光是二線國家的痛苦加劇,不足以讓歐洲央行直接採取量化寬鬆。雖然根據規定,歐洲央行可以在二級市場購買資產,不過若真的這麼做,將引發極大分歧。並且從美國的經驗來看,如果這樣做,比起辛苦度日的希臘教師,那些擁有大量金融資產投資的富人可能受益更多。

如果要在歐元區推行量化寬鬆措施,需要的不光是那些「罪有應得」的國家有通縮,還要有更多證據顯示別的國家也出現通縮。目前看來,希臘和塞浦路斯等地物價大概還會持續下滑。你想怎麼形容這種情形都隨便吧。(以上內容僅代表其個人觀點)(編譯/審校 杜明霞/蔡美珍/白雲)

# 地產商「走出去、挺進來」的經濟分析

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

根據中國指數研究院發佈「2013年中國房地產銷售額百億元榜」顯示,去年全年銷售額逾100億元(人民幣,下同)的內房企業達71家,較2012年增加18家。其中有6家企業破了千億大關,5家介於500億至1,000億之間,8家介於300億至500億之間,即以首71強企業粗略計算,去年全國房地產銷售金額已衝破7,000億大關(即約9,000億港元)。

相對來說,本港幾大主要地產商的年收入則較為失色了。除了長實年報未提供分區收入數據外,其餘三大主要地產商(即恒地、新世界及新鴻基)於2013年共錄得約1,150億港元收入,其中約870億港元是源自香港。如果以銷售金額來比較,本港地產商於去年的總收入是內房股的20%;若以銷售面積來考量,則內地同行去年比本港開發商買多過四倍總面積的房地產單位。

## 本港受制可開發土地漸稀缺

自從上世紀七十年代開始,香港房地產市場經歷了超過四十年的高增長期,本港市區(含新市鎮)土地幾乎已經完全開發,大片開發土地愈來愈稀缺,形成本地開發商的最大盈利障礙。他們只有走出香港去保持盈利。去年9月新地斥資276億拿下上海徐家匯地王便是個明證!一些如新世界的早期進入中國的開發商的收入中,本港與內地收入相比是接近的,其他的地產商同樣地出現內地銷售收入按年快速上升的勢頭。

秉承一貫穩健的投資作風,這些「龍頭」本地地產商傾向注內下內地一二線大城市如「北上廣深」、各省省會和副省級城市,充分使用豐富商業地產興建和營運經驗,大舉投資大型綜合建築體包含高檔級住宅/服務式公寓、商場、辦公樓和酒店部分。至於投資者包括大小股和基金公司,未來去評估其投資價格時必須考慮其投資組合、地理分佈、轉型策略及全國總體未來經濟發展布局,且接受他們的業績將跟本港樓市日漸「脫軌」,最關心的土地儲備數額也不光是放眼香港吧。

再者,香港地產商更應用她們的「國際化」超然地位,引進海外大型地產商聯手挺進內地一二線城市重點開發商業地產項目,去補足海外地產商挺進大中華的文

化/語言/經營方面的差異。

今月初從中指數研究院發布的「2013年中國300城市土地市場交易情報」中,去年300個城市土地出讓金總額為313萬億元,按年急升50%,其中上海、北京、廣州、重慶賣地收入分別是2,262億、1,822億、1,351億和1,197億,都昂然衝破千億大關,按年增幅介乎73-181%。單看「北上廣深」四個一線城市,其合共賣地收入超過5,166億元,較2012年增長160%,創下各自城市紀錄,天價成交比比皆是。

2014年推地「開門紅」,單是1月9日京杭兩市出讓九宗土地共收取逾150億,且其溢價率更個別高見2倍以上。去年的「破紀錄」賣地成績主要是內地開發商締造理想銷售成績而以「高價搶地」,尤其是一二線城市更加土地供應有限令樓宇銷情較把握。這些「超高價」一二線城市土地成交部分得力於「挺進來」的外地地產商,如恒大地產進軍北京便一下子拿下城中心的地王。除了單獨進行投地外,一些中小型地產商通行「入股」本地「項目公司」的方法,正好曲線地進軍一二線城市,是另外「挺進來」的成功案例。

## 內房天價搶地 加快行業整合

最近,建銀國際證券研究部發表了內房股研究報告書,報告書中指出三四線城市的中高檔住宅市場已由大型開發商主導,並將本地和小型開發商擠出市場以加速市場整合。大型開發商利用優越品牌和滿意產品去成功售出這些三四線項目,且定價更比當地水平高出二三成以上,贏取豐厚回報率。但這些「挺進來」的活動可能逐漸減少,因為三四線城市供應已大幅增加,預料今年內會出現供過於求的情況,且當房地價被房價大大拉高使實際利潤大為減低。

提及「挺進來」的潮流,讀者不可能忽略內地資金跑到海外的大趨勢。對於中國地產商而言,美國主要六大都會、歐洲部分地區(尤其西歐)和澳大利亞確有誘人之處,取其經濟逐步復甦、人口增長穩定、中國富人青睞、海外升學需求等有利因素。中國企業及富人將繼續掃海外房地產,這股「走出去、挺進來」的經濟活動在牽動歐美澳房地產市場的走勢。未來內房股的前景是取決於領導層的前瞻性,誰能比同業先「走出去」飽和地區及「挺進來」新發展項目是領跑者了。