

混合所有制 國企改革亮點

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

中國內地經濟增速有下行趨勢，地方債、影子銀行與樓市泡沫，被視為目前投資中國的不明朗因素。不過，國企改革視為中國新希望。市場對今年中國內地經濟普遍看淡。在股市上，今年可予憧憬的領域不多，但國企改革的看點，則被關注。

不改革，就難以將中國紅利釋出。儘管改革會有陣痛，但市場形容內地每一次改革，都是危險的一跳，但跳過之後，卻是另一番景象，這正是改革總讓市場有所期待的原因。

目前，內地的資源、人口、發展模式已屆拐點，不轉不改便再難前行，這不僅在國家宏觀經濟政策方面，其實很多行業的發展亦面對類似的問題。

在貨幣政策上，5月30日國務院常務會議部署了加大金融對實體經濟支援的措施，決定加大定向降準措施力度。會議要求「加大定向降準措施力度，對發放『三農』、小微企業等符合結構調整需要、能夠滿足市場需求的實體經濟貸款達到一定比例的銀行業金融機構適當降低準備金率」。語句的要點有二：一是降準對象從4月定向降準的只針對縣城銀行擴大至整個銀行業；二是政策支持對象從三農和擴展到小微企業。

貨幣傳導機制不暢惹關注

國務院此次會議說明融資難、融資貴的問題是制約實體企業發展的主要問題之一，而問題出現的根本不在貨幣政策是否過緊，而在於貨幣政策的傳導機制不暢。表現在：一方面銀行對於利率敏感主

體，例如個人按揭、三農、中小企業等的放貸熱情不高，導致融資難；另一方面，影子銀行的快速擴張，通過非傳統的融資方式抬高了全社會的資金成本，造成融資貴。

為此，會議強調了「疏通金融服務實體經濟的血脈」，從量和價理順傳導機制。從國務院提出的具體措施來看，內容側重以結構調整的措施為主。尤其是「加大定向降準力度」的提出，使得金融資源更有針對性地流向三農、小微企業等實體經濟的薄弱環節，同時從量和價兩個方面順貨幣政策的傳導機制將降低利率水平，乃至全社會的融資成本。

由此看到，儘管市場對貨幣政策的全面寬鬆有一定期望，國務院此次強調的是加大定向降準的力度，可避免全面貨幣刺激加劇產能過剩、資產價格上漲和地方債務過度擴張的覆轍，更有利於穩增長、調結構。

天津上海推股權激勵機制

在國企改革方面，自今2月19日打響央企混合所有制改革「第一槍」後，有關央企改革便陸續而來，例如中國石油公布，擬將西氣東輸一、二線相關的資產及負債等設立全資子公司東部管道公司，並將全部股權掛牌轉讓；中國電力投資集團將允許民資參股旗下子公司和建設項目。

國企改革更著重效益，最被市場看好的國企改革模式是股權激勵機制。把公司利益和個人利益綁在一起，能產生無窮動力。目前地方國企像天津、上海等已推出股權激勵機制，對地方國企表現的影響很大。凡是有做股權激勵機制的公司，股價表現不一般。石油石化、電訊、電力等範疇正為市場期待。

市區住宅樓價或已見底

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

灣仔捷船街一幅小型地皮，由合和以2.33億元奪得，平均樓面地價逾1.6萬元，造價創同區地皮價新高。該地只得2,906平方呎，但入標財團達十家之多，反映港島市區地有價有市，由區內大業主高價奪得，亦力證看好該區樓價後市。

自從港府宣布技術性調整雙倍印花稅 (DSD)換樓期限後，樓市氣氛明顯好轉，新盤推出獲得不俗市場反應，當中荃灣新盤環宇海灣、愉景灣悅堤、尖沙咀凱譽等均錄得不俗成績，顯示樓花銷售或受惠於DSD調整。

整體樓市成交亦回升，土地註冊處公布，五月樓宇註冊量6,785宗，按月上升13%，當中住宅佔5,270宗，按月上升約10%。觀察這些數字，整體樓市交投雖然與去年樓市旺旺時期，仍有頗大差距，但按月比較，仍覺有好轉跡象，「先買後賣」，換樓者可以獲得較充裕時間，去完成「買」入新單位及「賣」出舊單位。樓市成交回升的原因可能包含多種因素，未必直接與微調DSD換樓期限有關，但在過去一個月，本港經濟民生沒有重大變化，不能排除這個技術性調整令換樓客心理上加強了，從而令市場上的買賣成交增加。

發展商變陣利新盤銷情

近期發展商積極開售新盤，以貼市場價及加強優惠促銷。港府的

需求管理措施包括各項辣稅，實際上不是滿足市場上剛性需求的措施，從成交大幅回落看，各項辣稅措施只是造成把剛性需求壓低及延後的效果。發展商推新盤以合理價加優惠，效果是把積壓的剛性需求導引出來，可以住新樓帶來環境改善，而新盤定價貼市加回贈印花稅等優惠，等同降低了換樓的資金門檻。假如發展商在銷售策略上，針對準買家的負擔能力，調節樓花期的分期付款辦法，再配合回贈印花稅的全部或部分，有利於新盤銷情。

若果換樓客較有把握購入新單位之餘，亦會有較強意欲把舊單位出售，甚至願意接受較大議價空間，於是部分選擇購買二手樓的買家亦較易買得心頭好。傳媒報導，上月份二手樓成交好轉，最新發展是平價盤已消化得八九，新放盤者已逐步收窄議價幅度，甚至個別樓盤出現反價成交，從此角度看，二手樓價亦勢將企穩，不會出現較大幅度下調。

成本高企 新界樓難大跌

樓換樓原本較局限於中小型單位，但假如趨勢持續，稍後亦會蔓延令較大型單位成交受惠，當中一個具決定性影響的環節是銀行按揭，是否願意同步放寬對較大金額的住宅樓按的借貸，當然這亦視乎借款人本身的背景而定。無論如何，新盤去貨較快，一個立竿見影的效應是發展商補充土儲的意欲轉強，近期許多老牌發展商轉趨積極，文首所述合和是一例，另一例是鷹君，這些發展商看市一向穩陣，看來市區住宅樓價或已見底，或許新界區供應較多，但目前建築成本持續高企，新界樓價亦不易大幅回落，大家應該抱積極態度看樓市前景。

股市攀高「穩陣錢」湧入債市

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

債券收益率上周持續下跌，十年期美國國庫券的收益率創下了11個月來的新低2.44%；德國十年期國債的收益率則跌至1.3%以下，是一年來最低位。

經濟數據持續好壞參半：上周公佈的美國第一季的經濟萎縮了1%，而初步估計為增長0.5%。但帶動收益率下滑的看似是技術因素，而非經濟出現任何嚴重的惡化。

債息下滑 投資者胃納不減

儘管媒體輿論與此相反，但投資者對債券的胃口依然不減。上周，美國的債券基金又流入了63億美元，其中固定收益的ETP流入了12億美元。機構投資者的購入顯然有所貢獻，因為美國的計劃看起來是要去風險化。此外，美國的商業銀行亦增加了持債比重。第一季度內，銀行所持有的美國國債共增加了23%。最後，亞洲投資者也促進了更多的需求。

收益率的下滑既來勢洶湧又出乎意料，但有幾點需要留意。首先，美國國庫券的升幅很小。截至5月21日，當周的交易量跌到平均一天4,290億美元；相較之下，在2007年時則為5,560億美元。其次，及至此水平，投資需求可能正在縮減。上周在拍賣二到五年期的國庫債券時，認購率便稍顯遜色。

儘管全球股市持續緩慢，但仍然不停地往新高邁進。MSCI所有國家世界指數和標準普爾500指數上周雙雙

創下了歷史新高，新興市場股票亦攀上2013年年底以來的最佳水平。

併購熱不減 股市續亢奮

持續支持升勢的因素包括較低的收益率、穩定的併購潮，以及經濟數據表現「夠好」。上周傳出Pilgrim's Pride (PPC) 出價55億美元主動競購Hillshire Brands，蘋果則對Beats出價30億美元。

漲勢持續將估值推向了接近歷史高位。標準普爾500指數和MSCI世界發達市場不含美國指數的市盈率目前都處在四年來的高位。

在已發展市場中，日本獨樹一格，是少數相對划算的市場之一。日股的股價淨值比是1.17倍，比美國折讓了56%。諷刺的是，它今年以來的表現連俄羅斯都不如。由於股本回報率處於歷史低位，因此日股價位的估值一般都比較低，但目前的折價看起來頗大。

除了日本外，新興市場的價位比起危機過後和長期平均值仍有大幅折讓，目前市盈率是12.7倍。雖然以絕對值來看並非特別便宜，但相對於發達市場，新興市場的股票看來並不貴。

近期金價下跌至三個多月來的低點，接近每盎司1,240美元。造成金價最近弱勢的因素包括美元終於轉強及對烏克蘭的憂慮逐漸降低。諷刺的是，即使實質利率跌到了一年來的低點，金價卻照樣下滑。一般來說，較低的實質利率會支撐金價，因為低利率會降低持有貴金屬的機會成本。實質利率一旦在下半年開始上揚，金價可能會承受更大的壓力。

微軟新任CEO會棄購諾基亞止血？

路透社專欄作家

Robert Cyran

熱點透視

微軟新任執行長(CEO)納德拉可以選擇切斷諾基亞。買下諾基亞的設備及服務事業，是微軟前任CEO鮑爾墨的告別作。如果納德拉想在微軟留下他的個人印記，他可以放棄這筆72億美元收購。不過他必須迅速行動，好讓這場鬧劇的責任全歸到鮑爾墨頭上。

案例不多但非全沒可能

如果公司董事會成員基本上沒有改變，董事會把自己剛通過不久的收購案予以推翻，是很少有的事。不過，比爾蓋茲的巨大身影已經從董事長的位子消失。新任董事長湯普森過去在Symantec及IBM的經驗，應該已經學到關閉或出售業績不良部門的寶貴教訓。另外，推動微軟高層換血有功的維權基金Value Act，也在董事會佔有一席。

微軟的年度股東會可能很快會選出更多新董事。同時，鮑爾墨日前以20億美元買下NBA職籃洛杉磯快艇隊，也讓他大有理由可以退出董事會。

納德拉2月接任CEO，當他徹底檢視公司整體情況時，必然要問

微軟是否需要進軍手機市場。而市場是否希望或需要第三家主要行動通訊軟體的競爭，也難以確定。

這些都是微軟面對的重大疑問。谷歌的Android(安卓)系統，以及蘋果的iOS系統，正在鯨吞蠶食桌上型電腦市場，個人電腦銷售持續下滑就是明證。而由於客戶所用的不是微軟手機平台，微軟不僅旗下Office軟件等事業面臨威脅，也會錯失行動廣告等商機。

諾基亞搶佔市佔率存難度

諾基亞本身狀況就可以為微軟提供答案。諾基亞第一季虧損近4.5億美元。微軟收購所帶來的一年6億美元成本節約效益，有助於減少一些傷害。但從微軟之前的推測，及股價快速下跌的情況來看，諾基亞的智慧手機全球市佔率大概需要從3%提高一倍，才能勉強損益兩平。不過蘋果和Android系統的強大用戶基礎，將是巨大障礙。

關掉諾基亞，可以讓虧損止血而保住資本。谷歌以29億美元賣掉比諾基亞更小的摩托羅拉，這表示微軟說不定還能找到買主，雖然賣價會低於當初收購的價格。當然，諾基亞迅速凋零，也就是說它的價值正在逐日下滑。納德拉也更多了一個理由要趕緊收拾鮑爾墨留下的爛攤子。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

本周有多項重要消息公布，包括歐央行議息以及美國之5月份就業數據。在本文刊登後，歐央行議息會議應有了結果，觀乎近日歐元區的數據，相信該行減息以及放寬貨幣政策是合理之舉，至於美國則相反，收緊貨幣政策，維持退市步伐才是正確之道。

歐洲經濟增長動力仍不強

從最近歐元區的數據可看出，當地經濟仍需要貨幣政策的扶持才有望轉強；歐元區一季度GDP按月增長0.2%，低於前值的增長0.3%，經濟增長動力仍然不強。另外，4月生產物價指數更按年下跌1.2%，按月則下跌0.1%，反映製造業出廠價格仍在向下。

此外，歐元區5月份Markit服務業PMI終值為53.2，低於市場預期及前值的53.5，而5月Markit綜合PMI終值亦低於市場預期及前值的53.9為53.5，雖然處於擴張的水平，但與市場預期仍有落差。

再加上最近歐元疲弱的走勢，相信歐央行放寬貨幣政策的可能性甚高。因此，關鍵並不在於會否放寬，而是放寬的力度有多大，以及行長德拉吉對未來貨幣政策的取態，未來是否仍然有放寬的空間。

聯儲局料將續減少買債

美國則相反，近月的數據紛紛顯示出當地經濟景氣樂觀，預期本月中舉行的聯儲局議息會議將會繼續減少買債步伐，行長耶倫更有可能對未來的貨幣政策有着更強硬的取態。

雖然周三(4日)公布的美國ADP私營部門就業人數增幅不及預期，數據顯示，美國5月ADP就業人數增加17.9萬，為今年1月以來最小升幅，預期為增加21萬，前值向下修訂至增加21.5萬，初值為增加22.0萬，但其他數據繼續表現強勁。

美國供應管理協會公布的報告顯示，5月服務業活動增長速度加快，為9個月來最快，美國5月ISM非製造業採購經理人指數升至56.3，高於市場預期的55.5，為連續第53個月在50以上的擴張水平。

乃至剛剛聯儲局公布的褐皮書，亦反映出美國經濟前景樂觀的觀點；報告顯示，美國多數地區經濟仍在適度溫和增長，美國消費者開支增長，製造業狀況健康，勞動力市場狀況亦普遍改善。更重要的是，雖然從最近的美國CPI數據仍然顯示通脹未見升溫，但報告中提到某些商品尤其是食品價格出現上漲，暗示通脹壓力有所增加。

可見歐美兩國的貨幣政策走向開始分歧，而差距亦有擴大的跡象，但兩地貨幣政策不同所反映的經濟前景卻是相似。歐央行放寬貨幣政策，預期將對當地經濟帶來支持作用，至於美國退市，反映經濟無需再依靠寬鬆貨幣政策扶持，歐美兩地未來經濟料會持續向好。

圖為歐洲央行。資料圖片

資金泛濫 歐股債次季受捧

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

不經不覺，四年一度的世界盃將於下星期開始。筆者以往是足球的發燒友，小學時曾與父親一起看世界盃的通宵直播。但自踏入社會工作後，觀看世界盃直播的機會已大為減少。除非一些重要賽事，否則筆者實在無時間欣賞。今年大家普遍看好主辦國巴西，或鄰國阿根廷，將會奪冠，但當地屬熱帶地區，可能突然出現下大雨，故以大翻長傳的歐洲隊，例如英格蘭及德國，並非無機會奪冠，惟歐洲隊先要克服炎熱及潮濕的天氣。

的壓力。雖然歐洲央行於年初已經減息，但效果欠理想。但歐洲股市及債券市場受惠資金泛濫，股市及債券市場第二季仍有不俗的表現。

亞洲區方面，雖然泰國再度發生軍事政變，但相對局勢變得平靜。與此同時，印度及印尼先後舉行了大選，當中印度以反對派莫迪為首的政黨大獲全勝，刺激印度股市創下新高。至於其他亞洲區國家方面，雖然出口及內部經濟均見放緩，但增長速度仍較歐美為快。美國緩慢「收水」，加上歐洲及日本央行可能需要推出量寬措施，令亞洲區資金仍相對充裕。

金磚四國僅印度股市跑出

債息下跌 美股屢創新高

筆者說明了對今屆世界盃的看法後，又是時候與各讀者回顧今年第二季的市況表現。先談美國方面，聯儲局持續減少買債的步伐，但遇着有史以來最寒冷的冬天，結果令美國今年首季經濟收縮1.0%，頗令投資者感到意外。由於美國經濟意外收縮，故投資者料聯儲局將緩步「收水」，而且未來只會上調短息，而非平時的聯邦基金利率，令美股反覆再創新高，而十年債息卻一度跌至2.42厘水平。

至於大西洋另一邊的歐洲，經濟雖然較歐債危機時已有所改善，但整體情況仍欠理想。當地失業率仍高達11.7%，大約有1,900萬人失業，而部分國家年輕人失業率更高達五成。由於失業問題嚴重，故區內消費及企業投資疲弱，從而令物價有下跌

金磚四國方面，除了印度外，其餘三國今年上半年的股市表現普遍較差。當中，俄羅斯軍事介入烏克蘭內部，令歐美對俄羅斯實施自冷戰以來最嚴重的制裁，拖累俄羅斯股市及經濟表現。至於巴西方面，由於通脹仍然高企，令央行上半年大部分時間仍採取收緊貨幣政策。直至世界盃前夕，央行才維持利率於11厘不變。中國經濟首季表現亦欠理想，令內地股市表現反覆。

總括而言，上半年環球股市似一場足球賽事。落場後的比賽形勢不同，故資金亦作出調動，較多流向亞洲國家。下星期，會再回顧商品及外匯市場的表現。6月20及27日，筆者將會剖析環球股匯及商品下半年的看法及投資部署。

(2014年上半年環球市場回顧之一)

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。