

A股改革 有進有退

時富金融策略師
黎智凱

經濟數據方面，美國勞工部於上周四宣佈，美國6月非農就業環比增加28.8萬，失業率下降至接近6年來最低水平的6.1%。道指首次突破17,000點，並與標普500指數創共同創下盤中與收盤新高。歐洲央行披露了刺激計劃的細節，歐央行行長德拉吉重申，將較長期維持低利率政策不變。這不僅讓人聯想到一直墊底於全球市場的A股市場，對於經歷了7年多熊市的A股來說，這些年一直跑輸全球股市。很多人指責內地政策有問題，IPO、垃圾股炒作、老鼠倉、新股炒作等等。

新一輪退市制度啓動

中國證監會上周五就《關於改革完善並嚴格實施上市公司退市制度的若干意見(徵求意見稿)》向社會公開徵求意見，標誌著A股新一輪退市制度改革正式啓動。這次改革是貫徹落實國務院《關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》(國發[2014]17號)有關「完善退市制度」要求的重要舉措，改革目標是進一步健全完善資本市場基礎功能，實現上市公司退市的市場化、法治化和常態化。

筆者認為，說到退市制度，就不得不提在全球有着最成熟監管體系之一的美股市場。據國泰君安研究報告顯示，從1985年到2008年，美國納斯達克累計有1.4萬家企業退市，比同期新上市企業數量還要高10%。作為全球經濟交流中心的香港，其股票市場有着近百年的歷史，目前主板也只有1,529隻股票在交易。

「只進不退」惹關注

而在A股市場，自2001年水仙電器、廣東金曼兩家公司股票被終止上市交易至今，13年間，僅僅只有78家公司實行退市，其中，因觸發財務指標退市的有45家，剩餘的上市公司均為兼併吸收等原因被實行退市。但是，這13年之間A股市場的上市公司數量卻直線上升，短暫的20年間，A股市場從原來的不到100家上市公司到突破2,500家。特別近幾年以來，退市制度形同虛設，在A股市場「只進不退」已成為常規。在筆者看來，A股之所以創下一個又一個的新低，原因是多方面的。回想A股當初建立其本質就是為了解決企業資金困難，帶著圈錢的性質，加上沒有什麼真正意義上的三公，最終深受其害的大都是普通投資者，所以眾多的指責也是正常的。筆者並不反對IPO，但是一個正常的股票市場，有進有退才算正常。

亞股下半年表現看高一線

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

中國經濟持續靠穩，6月份中國製造業PMI為51，較上月上升0.2，連續兩個月上企50榮枯線，並創下12月以來新高。數據反映上半年中央推行的微刺激措施持續見效，製造業活動繼續擴張，進一步確認中國經濟見底回穩。分項數據中，新訂單指數為52.8，較5月升0.5，顯示內需改善，意味着中央調結構政策逐漸發揮作用。

新出口訂單指數亦升至50.3，重回榮枯線50之上，反映出口形勢好轉，主要受惠於歐美等發達國家經濟向好，需求增加帶動中國製造業出口改善。與此同時，匯豐中國PMI由49.4升至50.7，為今年以來首次升至50以上，顯示小型企業的經營情況跟隨整體經濟同步向好，為民間經濟社會發展帶來積極作用。

中韓經濟數據均企穩

韓國今年出口表現亮麗，受歐美需求增加帶動，1月至6月韓國出口額同比增加2.6%，創下歷年上半年的新高。然而，韓國對中國出口有持續疲弱的跡象。今年首5個月韓國出口至中國增長僅1.3%，遠低於2010年及2012年的雙位數增長。中國近年實行經濟改革，在調結構政策作用下，內需逐漸擴大，入口需求下降波及鄰近出口國，幸好歐美需求增長抵銷了中國方面

放緩的影響。但是，中國為韓國的首要貿易夥伴，佔其總出口高達25%左右，如中國入口持續下降，料對出口主導GDP增長的韓國經濟帶來重大影響。

值得慶幸的是，韓國一直與中國維持友好關係，當中受外界高度關注的中韓自貿協定(FTA)的談判至今進展順利。國家主席習近平亦於本月親赴韓國進行國事訪問，雙方亦就中韓FTA問題作深入討論，力爭年底前正式達成協定，外間預計習總此行或會令雙方談判取得實質性突破。

根據過往經驗，韓國在2011年7月起與歐盟簽定了FTA，一年後出口便年增逾18%，而鄰近亞洲國家或地區如中、日、台等則出現停滯或萎縮。而2012年雖遇歐債危機，但韓國出口只年降0.4%，仍遠低於其他亞洲地區。因此，預料中韓一旦達成FTA後，將有助重新刺激中國對韓國的入口需求，穩定韓國長線的出口增長。

中韓股市估值極為吸引

目前中韓兩國經濟均有其隱憂。中國面對房地產下滑拖累經濟增長，而韓國持續走高亦為韓國未來出口走勢添憂。然而，歐美經濟持續走強有利中韓出口增長，加上環球低息環境持續及資金泛濫下，有利帶動亞股向上。此外，中韓股市預期市盈率均處於單位數水平，相對歐美股市極為吸引。預料下半年環球資金或重新分配，吸引資金重返估值較低的亞洲市場。

英國住宅物業還值得投資嗎？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

於6月中旬，筆者放暑假往英國旅遊兩周，一覽倫敦風貌，乘坐飛機及火車往曼徹斯特(下稱曼城)及菲爾德市觀光，既體驗世界級城市的豐富歷史、藝術、娛樂、人文風采，又享受全英第二大城市的特別氣質和菲爾德的典型英式小城市的和諧寧靜。在初到倫敦時，巧遇到中國李克強總理一行訪問團，筆者有幸跟訪問團入住同一所酒店，充分感到保安何等嚴密，酒店前大道有不少本地華僑和留英學生熱烈歡迎，為這次旅程生色不少！

如李總理會見記者中說：「今天也是一個特殊的日子！」過了一甲子後，他說：「今天我們有責任為中英關係規劃好新線路，鋪設新軌道。」旨在「建中英包容發展夥伴關係」，兩個經濟強國共同簽署40多項政府間協議和商業協議，涉及能源、投資、文教、高科技、金融等多個領域，總投資額超過了300億美元，為歷年之最。此外，中英還討論中國對英國高鐵建設、核電站設施、基建項目、城鎮化建造等領域廣泛合作的前景。

體現「讓金融合作走在中英合作前面」，中國外匯交易中心已宣佈在銀行間外匯市場開展人民幣對英鎊直接交易。央行宣佈授權建行(倫敦)擔任倫敦人民幣業務清算行，中國銀行與倫敦證交所簽署合作諒解備忘錄，將進一步推動人民幣國際化發展進程，有助於倫敦建立離岸人民幣中心，並為中國企業赴英國及歐洲上市，發債等交易提供便利。

在此之前，不少中國民營企業已進軍英國，包括房地產、電力、消閒、食品、百貨、汽車等領域。簡略地列出房地產業，中國投資有限責任公司(中國主權基金之一)買下金絲雀碼頭集團之母公司的15%股權，大連萬達集團拿下倫敦南岸一幅龐大地皮，平安人壽購入倫敦市中心整幢商業大廈及最近的中國平安以7.95億英鎊購入金絲雀碼頭10 Upper Bank Street商業大樓。這還未計算大量中國及香港中小型投資者購入各類住宅、辦公室及商舖作為投資/自用用途，尤以住宅類別佔上最大宗，用於在倫敦時家人及朋友居停、兒女讀書時宿舍或短期出租予本地人/留學生作為長期投資用途。

東南區樓價升幅跑贏大市

2013年是英國住宅樓市景氣年！截至今年三月底，全英住宅、大倫敦市、大曼城市整年分別上升9.4%、13.1%及8.8%。大倫敦市中，尤其東面(包括金絲雀碼頭區)、北面、南面更加跑贏大市，分別錄得17.2%、15.8%及14.7%，但最貴重的中、西倫敦區稍為失色，主要是單價已非常高昂，又沒有太多新盤單位開售刺激及開徵「大屋稅」(Mansion Tax)的心理因素影響。

如果將現在樓價與2007年高峰期樓價相比，全國只有倫敦市(在減除通脹率之後)是享有實質增長，但英國東南區(鄰近大倫敦市)的樓價升幅近年也跑贏大市，將會是繼倫敦市後另一個「浮出水面」地區。這全得力於倫敦人購買第二套房子(作為度假及投資用途)，倫敦年輕一代「上車」用和該區經濟受惠於本地經濟成功轉型走向高科技、高技術、綠色化及智能化令本地人收入提高而加入購房行列。

現任英財政大臣歐思邦(George Osborne)倡議建英格蘭北部大都會，將四個北方主要經濟發達郡結合起來，這包括大曼城市、西約克郡(West Yorkshire)、南約克郡(South Yorkshire)及默西塞德郡(Merseyside)內中的中部四大名城(利物浦、曼城、菲爾德及列斯)。這個北部大聯盟地區共有7.8百萬人口(倫敦約8.3百萬)，全國10.3%毛產值(倫敦約22.8%)、平均樓價GBP170,000(大倫敦市GBP485,000)(2014年4月)、大學生人口約326,000(大倫敦約404,000)等等。

值得一提的是，大曼城市現約有2.68百萬人、土地面積1,276平方公里及主要人口為白種人(佔上89%)。相比之下，大倫敦市人口已突破八百萬人、土地面積1,569平方公里，但人口較為多元化，白種人佔約60%、亞裔人口有18.4%。除了倫敦市外，大曼城市將中國/香港私企公司投資的熱點，如曼城新空港城已來華招商，該計劃用10-15年建成，共投資逾6億英鎊，內有高端製造業、再生能源、材料、生物技術等行業，而且企業園區提供大量優惠政策、補貼及現代通訊設備。在旅遊曼城期間，筆者往中國城用膳，遇上不少華僑及中國留學生，看來曼城亞裔人口正慢慢增長中。當中國留學生回來英找工作時，該城也成為他們居住英國的另一個好落腳點！

首選英格蘭北部主要郡區

筆者建議投資者可以考慮三大地區入市，包括大倫敦市(尤其是中倫敦及西南倫敦以外)，英國東南地區(尤其是大倫敦市二小時車程地帶)及英格蘭北部地區(尤其是大曼城市)。根據當地代理商預測，大倫敦市、英國東南部及英格蘭北方主要郡區未來五年會錄得約25%、32%及20%升幅，如果投資者選擇未來高增長區，首選應是英格蘭北部主要郡區了！

2015年是英國大選年，也是美國聯儲局決定加息關鍵一年，可見政治及金融政策風險大增。全國樓價急升已令英國年輕一代「難上車」，今屆大選各黨政客紛紛倡議「劫富濟貧」稅務政策，最為政客接納是Mansion Tax(大屋稅)，是按樓價年收取1%特別稅，以彌補減免的「薪俸稅」的損失。再者，英倫銀行已宣佈一系列「冷卻樓市」的行政措施，預計會對高企樓價產生短期降溫作用，投資者應該密切留意！當然英鎊匯價走向是投資者最關注因素之一，雖然今年英鎊匯價已從低位大幅回升，但仍與歷史性高位差上15%以上，似乎短期向上走向仍然保持。

中國經濟回穩 有利資金流入本港

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

2014年已過一半，過去半年市場的基調為聯儲局退市，應對金融海嘯而量寬措施正逐步退出舞台，聯儲局的買債規模亦已從每月850億美元減至目前的350億美元，並預期今年年底將會完全停止買債。不過，資產價格如美國國債價格今年上半年並未有如投資者普遍預期般回落，股市更未受影響，美股持續創歷史新高，至於窄幅整理半年的港股，近日亦升至年內新高。

港股上升相信是由於資金流入所帶動；港匯上周二(1日)觸及強方兌換保證，促使金管局五度入市，注資近163億元，而於周六凌晨，港匯在紐約交易亦再逼近7.75水平，維持於強方兌換保證附近徘徊。同一時段內，恒指於上周五(4日)則升至23,626點的年初至今高位。

港匯配合股市升至年內高位

從時間點上看，7月初為下半年的開始，基金經過半年結後，部署下半年的投資策略。在半年結前後資產價格有較大的波動亦是時有發生的，而港匯轉強，配合港股升至今年高位，可說是資金流入港股的跡象。

資金流入港股，原因可能是與中國經濟回穩有關；自中央3月份持續出台多項微經濟刺激措施後，中國經濟於第2季度明顯好轉，不論匯豐及以官方的6月份製造業採購經理指數(PMI)均重上50以上的水平，反映製造業恢復擴張，經濟回穩的跡象明顯。

至於國際貨幣基金組織(IMF)總裁拉加德於剛過去的周日亦表示，雖然全球經濟活動應會在今年半年走強，並在2015年加速，但動能可能弱於預期，暗示會調低全球經濟增長預測。不過，她對中國經濟前景有信心，認為經濟增長只會小幅度放緩，不會出現硬著陸。而增長小幅放緩將可令經濟增長延續增強，預計今年中國經濟將增長7%至7.5%，中央的「保7」目標可望達成。

資金規模未必能與QE3時相比

中國市場增長前景看俏，令投資者風險胃納得以維持，吸引資金流入香港，加上人行預期滬港通將會於今年10月出台，即資金可通過港交所買賣內地股市，預期將有利推動內地股市向上。這將有利於在環球股市明顯落後而估值又偏低的港股，在炒作預期下，資金提前流入港股亦屬合理之舉。

話雖如此，但資金能否持續，以及規模大小，仍屬未知之數。而金管局對上一次大舉注資，要追溯至2012年10月至12月，當時累計28度注資，不足3個月內在銀行體系注入了合共1,071.93億元。而2012年時值美國推出第三輪量化寬鬆措施，目前卻是聯儲局啟動退市，雖然歐洲目前也加強寬鬆貨幣政策，但其效果難以與美國相比。



港股近日創出年內高位，上升相信是由於資金流入所帶動。圖為港交所大堂。

內地未來改革還將多元化發展

太平洋金控·太平洋證券(香港)研究部主管

陳羨明

內地出台的穩增長、促改革、調結構、惠民各項政策效應正在顯現。雖然經濟發展還面臨着一些挑戰，但經濟運行中的積極因素正在強化，反映經濟發展的PMI、出口、貨運量等指標出現積極變化。當前經濟發展仍需堅持向改革要動力，向結構調整要助力，激發宏觀調控的創新性和提升微觀企業的活力。

經濟「硬著陸」憂慮緩解

國務院總理李克強表示，中國二季度經濟較一季度有所改善，能夠實現今年國內生產總值(GDP)目標。中國不會放鬆對下行壓力的警惕，必須加強政策預調和微調。從數據看，經濟無疑出現回穩跡象。6月份中國製造業PMI為51.0，比上月上升0.2個百分點，連續4個月回升，處於近三年來同期最好的水平。6、7月份PMI持續反彈表明製造業繼續保持平穩向好的態勢，反映出淡季不淡，緩解了市場上對於中國經濟「硬著陸」的擔憂。

內地今年將GDP增長目標設定在7.5%，而一季度經濟增速僅有7.4%，為2012年三季度以來最低水平。中國社會和經濟中存在不穩定、不協調、不可持續的問題。經濟下行壓力仍大，市場對能否實現今年增長目標仍持有疑慮。

不可否認，經濟依然面臨下行壓力。6月PMI繼續反彈但動能趨弱，日均發電量、建築業訂單、鐵路貨運量、地產銷量等高頻先行指標萎縮，預示生產和投資走弱。總發電量資料自6月下旬以來出現了顯著的下滑。下半年經濟面臨信用、外資流入放緩、地產三重壓力。

不過，部分動能指標趨弱正是調結構的結果。從資金缺口看，定向降準、再貸款等未必能對沖今年房產業蕭條導致地方財政收入的減少；從投資缺口看，基建投資亦未必能對沖掉房地產投資下降的影響。

整體看，資料雖然有好有壞，但是總體來說已經趨於改善。今年以來，政府穩增長重點聚焦於保障房建設、中西部基礎設施建設、水利等多個領域，並有針對性地出台了財政、貨幣政策來確保項目的實施。面對一季外需的疲弱，二季度以來也出台了穩外貿的措施。短期經濟出現企穩復甦跡象。

地方穩增長措施明顯增加

對未來中國內地宏觀經濟的判斷，我們認為，不論是財政還是貨幣政策，整個政策環境仍處於較為寬鬆偏緊的局面，具明顯的結構特質。上半年出台的政策措施將處於繼續抓緊落實的階段，中央政府也派出督導組到各省市檢查落實情況。地方穩增長措施自6月以來明顯增加，其中東部更著眼於促進外貿穩定增長，中西部重點強調加快基礎設施建設、保持工業平穩。政府在3月中旬開始出手維穩，產生了企穩效果，預計今年二季度經濟增速有望底部回升。

可以預見，未來的改革還將多元化發展。首先，加快行政體制改革，簡政放權，強化市場的力量，將市場的潛力進一步發揮出來。其次，增加公共產品有效供給，加強棚戶區改造、中西部鐵路、水利、能源、生態環保等重大工程建設，並加大有關醫療、養老、就業等相關服務供給。再次，通過定向降準解決農業、小微企業融資的問題，通過減稅等措施加大對其支援，以此支援實體經濟發展。