

A 股市場面臨重大考驗

時富金融策略師
黎智凱

受美聯儲寬鬆政策的刺激，經濟數據方面，美國6月份的生產者價格指數上漲0.4%。股市方面，上周美股再次創下歷史新高。回想這些年，對美股投資者而言，炒美股是個很不錯的投資選擇，蒸蒸日上美股讓他們掙得盆滿鉢滿。但是對於A股投資者而言，傷心纍纍，虧損80%左右的人不在少數。

如今，在美國股市續演着6年牛市的同時，中國A股市場熊市腳步仍在繼續，正式進入了第8年的熊市之路。有人說，A股即將步入牛市之路，新的行情即將展開。對此筆者認為，歷史會重演，有熊市必然有牛市，這個說話是沒錯的，但是熊市轉入牛市是需要條件的。儘管在2008年全球金融危機之後，各國股市都紛紛創下歷史新高，而A股市場卻一直熊冠全球，大家都期望牛市的到來，這個是可以理解的，但是不能夠僅僅因為熊市時間長達8年之久，就認為離牛市不遠了。

股民平均年齡首度突破 40 歲

不久前公佈的2013年統計數據顯示，股民平均年齡是40.20歲，

這是自2008年中登公司公佈此數據以來股民平均年齡首度突破40歲。根據中登公司的數據，2008年到2011年僅僅這3年不交易不持股等休眠賬戶，從08年的1,000萬戶飆升至現在4,248萬戶。股民年齡攀升說明了什麼？說明了新生代股民後繼乏人，沒有新股民進入股市。在沒有新股民進來的同時，老股民還在紛紛撤離。請問這個股市還能夠走多遠？

新一代年輕人對A股仍乏信心

在內地，新一代的年輕人，因為資金少，買不起房，做不了房地產投資的，本應該來的新股民結果都加入到了美股，港股，外匯，黃金，P2P等投資產品，請問還會有誰加入這個一進來就虧的A股市場呢？在筆者看來，投資者對A股的信心指數已降到冰點，都漸漸地遠離了A股。最近，隨着新股集中發行，本來就資金緊張的A股市場進一步雪上加霜。

筆者認為，在A股股民沒信心、只有一些老股民留守的條件之下，A股市場是很難有起色的。隨着IPO密集發行，新三板擴容等壓力，市場供求失衡的關係也很難逆轉。加上隨着滬港通試點，將會有一定數量的A股股民進一步分流到港股市場。在大的政策環境沒改變的情況之下，A股將面臨着重大的考驗。

德國奪冠有何啟示？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

今屆世界盃期間，德國總理默克爾可謂風塵僕僕。甫親臨巴西看罷開幕儀式及初段賽事後，她馬上進行了上任九年來的第七次訪華國事訪問，旋即回訪巴西欣賞冠軍大戰，與這次世界冠軍足球隊在更衣室來個大合照，贏盡全球輿論好評，人氣指數登上最高峰，風頭一時無兩！

從分組賽進入決賽，這支日耳曼軍團保持高水準發揮，尤其四強大戰中以七比一大敗主隊，決賽以一記世界球擊退南美雄師阿根廷隊，締造首支歐洲國家球隊於南美洲摘下冠軍的空前佳績。這次勝利是表示集體贏過天才，訓練彌補先天，科技支援比賽；漫長的比賽編制對訓練有素的球隊有利，天才的足球員只能局部賽事取勝。

強大團結民族性令人讚歎

這次德國足球的成功是跟她們國民的強大團結民族性劃上等號，不得不報上讚歎，也思想可否從中得到良好啟示呢？這個四屆世界足球冠軍的國家，其過去的十年足球發展走過一條不平坦道路。2000年和2004年的歐洲國家杯，德國隊在分組賽出局，時任國家隊教練的奇連士文「義無反顧」走上改革之路，引入美國運動員訓練方式，廣泛地應用各種電腦程式對運動員表現進行數據分析，對每支隊伍比賽表現具體研究，藉以提高球員技術及體能和敲定每場比賽時對付對手的針對性策略。怪不得世界盃決賽中，德國隊「遇強愈強，無堅不摧」。

再者，全國上下整體對足運的支持起了關鍵作用。足球比賽已成為德國最受歡迎的體育項目，且德國足協自2000年至2010年共為青訓投資了至少五億歐元，每年達五千萬歐元，其中約30%專門培訓高質素及表現出眾的小球員，為他們提供特殊培訓。2014年的德國國家隊球員大部分不超過25歲，是十年青訓的美好產品，全是足球員「當打之年」，足以顯示今屆世界盃正式打開未來「黃金十年」。

德國足球隊「磨劍十年」終於修成正果，其經濟情形也是如出一轍。在兩德政治合併後，德國經濟曾經陷入低谷。為了支持東部地區的落後情形，聯邦政府動用國家財政重建。2003年，時任總理施羅德提出「2010計劃」跨過社會黨的政策框架大膽推行深度經濟改革，減稅振興內需市場，減少依賴外債為公共財政的根本，着力發展優質產業以求創造新的經濟動力及大削公共開支達到政府收支平衡。經濟改革成就了德國戰後走上持續復興之路，但也令施羅德失去黨內領導地位，並造就了東德地區的現任總理默克爾2005年上位。

這位首任德國女總理並沒有使選民失望，她的務實親民作風贏得全國人民愛戴，成為最受歡迎的總理之一。出身於基督教家庭及自來貧困的東部地區，默克爾展示其遠大的眼界去推動中德的特殊外交關係。貴為全球第四大經濟體及擁有強大的工業生產技術、人才及企業，中德產業合作能互補不足，合作前景廣闊。默克爾的第七次訪華行程已進入「深水區」，選擇西部成都為首站，凸顯日耳曼人的遠大眼光，不再着眼沿海經濟，而踏上西部大開發的列車。其實成都地區已是德國大工業企業重點投資地區，且該國的特殊「城鎮開發模式」值得中國引用的。

「城鎮開發模式」值得借鑑

有別於其他歐美發達國家，德國崇尚建立一系列大中小型城市的，由最大的城市柏林（人口約350萬人），至約十個中型城市如漢堡、慕尼黑、科隆、法蘭克福（人口約60萬至180萬人）及眾多小型城市（介乎人口20-40萬）。除了頭四個城市工商業同步發展外，眾多小型城市的經濟支柱都是不同工業產品，很多品牌更是國際馳名，處於全世界技術領先地位，暢銷到歐美以至全世界。這些大量出口製造業的中小企僱用全國七成私企員工，佔全國GDP過半。她們極度專注其主打產品，應用先進科技不斷鑽研改良，使質素長期保持高位，國際市場穩站領導地位。

在強大的企業背景，德國國民的團結精神是非常可嘉的；有效的師徒制度使學商界合作無間，勞資雙方關係和諧，國內勞動成本不低但效率高，土地／房產使用成本長期穩定，這些因素使德國經濟長期處於平穩增長水平，實是全球實體經濟的典範。

經過了經濟發展的「黃金十年」，中國經濟發展正步入「深水區」，如何保持長期的平穩持續增長是今屆政府的首要任務！能否放下泡沫經濟，能否使房產價錢／租金趨向平穩，能否改良國內工業生產技術水平等等，都是今後十年發展的重要課題。中德兩國的深化合作可使兩國主要經濟大國再持續發展，是合乎共用的利益的。

德國是今屆世界盃足球盟主，是磨劍十年的成果，說明成功背後必須努力下苦功。日耳曼民族的信守諾言、天道酬勤，上下一心的民族性實堪全球人仿效。兩德成功政治和經濟合併，更產生了來自東部地區的默克爾有效執政九年，這樁兩個有血脈相連但在文化差異的鄰近地區可以成功合併例子可否予中國內地及本港兩地借用呢？

「佔中行動」人士應該停止對抗中央政府行動，着力共建香港，達到兩地和諧共融！把握中央給予「一人一票」普選行政長官機會，共同締造繁榮安定的特區。

誰怕耶倫？

路透專欄撰稿人
James Saft

雖然市場對耶倫日前的言論並不害怕，不過也許你想聽從她的勸告。

美聯儲主席耶倫上周在國會作證時，異常直率地指出社交媒體和生物科技類股以及債市某些領域的估值過高。但市場對她的忠告反應平淡，好似只是出於禮貌才忍住沒打呵欠。

這很能說明問題，也讓人擔憂。

原因在於，耶倫本人目前非常重視宏觀審慎政策，將其作為防止泡沫的主要手段。而規勸市場是宏觀審慎政策的重要組成部分，但我們已經看到，作用不大。

短期來講這對風險資產利好。市場在過去兩天上揚沒有錯。但較長期來看，則風險可能比原來又稍微更加偏向出現大跌的意外結局。

耶倫的這次國會發言，可能是格林斯潘(Alan Greenspan)1996年發表的「非理性繁榮」講話以來最為引人注目。

耶倫在講話中不認同普遍存在泡沫的看法，同時對某些債券種類表示擔心。

低評級企業債估值似過高

「在一些領域，例如低評級企業債，估值似乎過高，發債活躍。因此，我們密切監控槓桿貸款市場，努力加強監管指導的效

果，」她稱。

值得一提的是，這樣直接點名某個市場，有點像是美聯儲提出監管指導的風格，然而本周還沒有出現大批發債交易撤銷，或是對銀團貸款重新定價，而且好像也不太可能出現。

更值得注意的是，耶倫和美聯儲準備的貨幣政策報告中的說法，尤其是說得那麼具體。該報告在耶倫國會聽證時一同提交。

「某些行業的估值指標看起來確實過高，尤其是社交媒體和生物科技業的小企業，即便這些企業股價年初曾大跌，」報告中稱。

美聯儲官員的這種表態確實不同尋常，他們通常只是泛泛地談論資產市場，而不是像行業專家那樣點評具體的行業。

未理結局 市場反應平淡

格林斯潘在互聯網泡沫初期曾做出「非理性繁榮」的演講，導致股市大跌。與之不同的是，市場對耶倫的分析反應平淡。

總而言之，美聯儲對股票估值表示擔憂，但市場卻表示不太在意。這很合乎情理，但也帶來很大疑問：耶倫及美聯儲會如何推行政策，以及投資者和經濟最終會迎來何種結局。

投資者關注美聯儲官員的講話，不是因為信任他們作為企業評估者或經濟學家的專業能力，而是因為他們能通過政策影響資產價值。因此，如果耶倫或其他美聯儲官員說他們對某個市場

感到擔憂，你對此的理解就是認為他們將收緊政策作為應對。

不過，耶倫已經公開宣布，強烈支持通過宏觀審慎性政策來維持金融和市場穩定，稱貨幣政策的調整應當以管理通脹和就業為目標。宏觀審慎性政策包括兩部分，其中最重要的就是監管。

通過規劃(jawboning)引導市場，傳統上一直是央行鼓勵市場審慎行為的一個重要工具。

在基本上排除使用貨幣政策來管理泡沫之後，耶倫實際上已經打破了貨幣政策與宏觀審慎性規劃之間的聯繫。耶倫和美聯儲未來可能會通過監管措施逐步擠出債市的水分，但她通過表達關切來影響公開市場動物精神的能力現在已經大大縮水。

對投資者來說，這就意味着他們可以忽視耶倫及其同僚有關市場的講話，而只關注他們對通脹和就業的看法。只要美聯儲官員們還在表示仍需要貨幣政策來支撐經濟，投資者就應當買入而不是賣出風險資產。

雖然前景有很多條路都可能通向失敗，但沒有一條可以預知。通脹的發展或許會超出美聯儲預期並失控，促使其稍晚對貨幣政策踩下急剎車；也可能是某個市場的泡沫膨脹並最終破裂。

但在這些情況的發生的跡象進一步明顯之前，預計市場泡沫仍會層出不窮。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

上個星期，中國公佈了上半年經濟數據；而美國方面，聯儲局主席耶倫在國會作證時，亦對當前的經濟情況作出評估。總體來說，內地和美國經濟都愈趨穩定，有助市場風險胃納提升。

美國經濟數據方面，生產和消費指標都表現得不錯。最新的6月份Markit美國製造業PMI終值和7月份紐約州製造業調查指數，雙雙創下四年新高。

聯儲局對勞工市場仍表憂慮

不過改善得最快的，為勞動力市場。6月份非農就業增長28.8萬，大幅超出預期的21.5萬，失業率亦意外下降至6.1%，為2008年9月以來最低。難怪耶倫在上周二證詞中提到，若勞動力市場改善持續超出預期，聯儲局可能更快更早的加息。惟耶倫亦提出，勞動參與率和時薪偏低，是當局對勞工市場仍存的憂慮，投資者後市可以更多關注這兩個數據的表現。

與就業最大化同為聯儲局兩大目標的價格穩定，就略遜預期。聯儲局視作重要通脹指標的個人消費開支（PCE）核心指數，五月份同比上升1.5%，仍低於聯儲局2%的目標水平。

最後，持續令人失望的樓市數據，亦為經濟復甦增加了不確定性。最新公佈的6月份新屋開工和營建許可雙雙下滑，其中新屋開工總數年化降至89.3萬戶，為連續第二個月下跌，並創2013年9月以來新低，顯示美國住房市場復甦力度仍然脆弱。

在當前的經濟環境下，耶倫認為繼續保持高度寬鬆的貨幣政策是適當的；亦承諾即使結束買債，憑藉當局龐大的證券儲備，都可為市場提供寬鬆的金融環境，以支持經濟增長。

內地貨幣政策尚有改動空間

中國方面，內地政府上半年連續推出多項財政政策，大至如「新國五條」的長期改革措施，小至行業定向扶持的小微政策，配合貨幣政策上兩次「定向降準」和多次預調微調，政策效果終於在二季度經濟數據中顯現。

自7月初，中國官方製造業PMI和匯豐中國製造業PMI兩份報告，同時顯示內地製造業重回擴張水平，經濟企穩的跡象初現。隨後公佈的進出口數據，雖然略低於市場預期，惟錄得顯著增長，顯示中國經濟三駕馬車之一的外貿亦趨穩。

至7月中，人行公佈6月份M2同比增長14.7%，高於前值13.4%和預期13.6%，增速創十個月新高。顯示政府特意放水，以支持實體經濟增長。而6月份的通脹亦屬溫和，同比增長2.3%，遠低於今年3.5%的目標，表示下半年政府在貨幣政策上仍有空間。

而最後公佈的中國二季度GDP增長7.5%，與政府設定的全年增長目標一致。顯示內地政府上半年採取的一系列政策措施效果終於顯現。隨着經濟企穩，預期政府將進入一個觀察期。不過如果經濟再度停滯，相信內地政府仍有許多政策空間。



■自7月初，中國官方製造業PMI和匯豐中國製造業PMI兩份報告，同時顯示內地製造業重回擴張水平，經濟企穩的跡象初現。資料圖片

葡銀行現債務違約影響短暫

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶璘

憂慮仍陰魂不散。

區內擺脫衰退但仍未靠穩

葡萄牙剛於今年五月退出國際援助計劃，但近期卻傳出葡國最大上市銀行Banco Espirito Santo (BES) 的母公司出現債務違約，令市場擔憂葡國金融體系健康惡化，或引發連鎖效應，導致歐債危機重演。消息一出，歐股相應下挫，資金亦逃亡至優質國債，拖低德英美等國10年期國債收益率。為安撫投資者情緒，BES銀行立刻發表聲明，表示有足夠資本來應付有關的違約。葡萄牙央行也強調即使BES銀行無力償債，央行亦有能力作擔保，而不會破壞葡的公共財政健康。國際信用評級機構穆迪因此下調BES銀行評級至Caa2，但卻維持葡萄牙主權評級及經濟預測不變，表示此銀行事故不足以危害經濟面正在改善的葡萄牙。

經濟復甦高於整體歐元區

事實上，葡萄牙經濟正在緩慢復甦，今年第二季GDP增長率為1.3%，高於整體歐元區；失業率亦連續7個季度下跌，由高位17.5%下降至現時的14.3%，有利國內消費回溫。再者，葡萄牙經濟佔歐元區經濟總量不足2%，而且BES亦僅佔整個歐元區銀行業的0.25%，因此BES銀行的債務違約，對歐元區經濟的影響有限。由此看來，似乎這次事件影響投資者的情緒多於經濟實質的影響，亦反映市場對歐洲經濟復甦信心不足，歐債危機的



■圖為葡萄牙中央銀行。資料圖片

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。