

人行貨幣政策偏寬鬆 股市行運

太平金控·太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

國企改革、貨幣寬鬆、經濟企穩和滬港通均是近日股市的投資主題。統計人行今年以來的貨幣政策操作，可以發現在寬鬆貨幣方向具備連貫性，尤其4月以後的兩次降準、多次再貸款，再到7月下調回購招標利率，均顯示人行的貨幣政策偏向寬鬆。

7月31日人行開展3個半月以來首次14天正回購，年內首次降低中標利率10個基點至3.70%，通過公開市場操作的變化顯示了人行的態度。

PMI顯穩增長政策發力

當然，下一階段全面寬鬆的可能性不大，貨幣政策將會在增長和通脹保持比較穩定的情況下，在總量上保持流動性合理增長的基礎上，綜合運用數量、價格等多種貨幣政策工具。我們認為，更需關注的是貨幣傳導機制能否真正有效降低實體經濟的融資成本。

PMI繼續改善顯示出穩增長政策正在發力。匯豐PMI終值51.7，仍為近18個月最高水平；7月中探PMI為51.7，比上月上升0.7個百分點，連續5個月回升。7月大型企業PMI改

善幅度最為明顯，反映製造業景氣度的改善主要緣自政府穩增長政策的效力。

從最新的PMI等資料看，出口回升穩住短期經濟，穩經濟下行的政策目的短期已經實現。一般而言，政策從出到見效需要3-6個月的時間，自3月下旬起的穩增長政策能支撐二、三季度經濟的改善。為了實現今年的增長目標，穩增長政策仍需持續。

流動性寬鬆、經濟趨穩有助推動上市企業盈利的改善，滬港通和國企改革繼續推動股份估值修復。

從市場的方面看，滬港通臨近，A股現相關投資機會。滬港通以滬港接軌為契機，借助香港金融平台，以證券交易所為切入點，進一步對外開放境內市場，推進內地資本市場的國際化進程，同時縮小內地資本市場與國際主流市場的差異。

滬港通打通A股市場

長期來看，A股市場的封閉性將會被打破，受國際市場估值定價體系的影響使A股市場的定價機制趨於國際化、趨於合理。國際投資者通過「滬港通」分享中國經濟高成長將會提升A股估值，A股市場的特有企業與估值偏低的藍籌股將會在短期內存在投資機會。

從板塊方面看，最大的主題應是國企改革。對改革企業來說是潛在的長期催化劑。國企改革有很多方式，例如混合所有制改革、資產注入、資產重組及股權激勵等。改革對於相關企業的利好效應亦很直接，將有利改善公司的管治架構，提高公司的盈利水平。企業估值最終獲得提升，繼而利好股價。

最近股市上與國企改革概念有關的板塊及股份，均有很大的獲利空間，一些與此概念相關傳統行業的股份再次被市場關注，例如石油石化天然氣、電訊、電力、鐵路運輸、內銀等。7月國資委試點央企「四項改革」推出標誌央企改革進入實質性階段，央企改革正式啟動，廣東、北京、浙江等地的改革方案近期將陸續發佈，未來的投資機會將更多。



從市場的方面看，滬港通臨近，A股現相關投資機會。

資料圖片

美股短期仍面對調整壓力

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

對歐美股市而言，上星期可以說是出現了較大的調整。上週的調整，我們嘗試從不同角度去分析。市場原因：1. 歐美股市累積了一定的升幅，連儲局現主席耶倫及前主席格林斯潘，近月先後表示，美股需要進行調整，而且部分板塊(例如：社交媒體及生物科技股)估值過高，令市場上出現獲利回吐。

美股累升巨 借機獲利回吐

2. 歐洲經濟自央行推出多項刺激措施後，仍未出現明顯反彈。上星期公布6月份消費物價指數，按年升幅更只有0.4%，於是令投資者憂慮區內出現通縮的機會增加，到時要刺激區內物價回升，更加困難。3. 阿根廷十三年以來，出現第二次債務違約。投資者憂慮會否影響南美洲其他國家，令美國亦陷於困境，出現火燒後門的情況。4. 葡萄牙聖銀行需要為貸款作巨額撥備，加上多間歐美銀行被懲罰巨額款項，令銀行業業績受到影響。

但是實質的原因，亦可以從數據上逐一列出：1. 根據美銀美林基金的調查，基金經理的全球股票配置比率已升至歷史最高的61%。上次出現這種極端的情況，是在2011年2月，正值是歐洲債務危機開始時。2. 綜合了7月份的股市情緒調查顯示，雖然看好的投資者比率已略為回落，但仍處於偏高水平。另一方面，看淡的投資者比率只有兩成左右。在出現這樣的走勢下，美股的回調

壓力通常都會增加。3. 據資金流機構的調查顯示，在連續十八個月錄得資金淨流入後，全球股票基金可能於7月份錄得94億美元資金淨流出。根據以往情況，一旦出現資金淨流出，情況可持續數月，而全球股市將出現調整。

4. 據紐約證券交易所6月份報告顯示，投資者保證金借貸(俗稱孖展)增加了258億美元，達到4643.1億美元，是連續兩個月回落後首次出現反彈。從圖表看到，保證金額與股市的走勢，是頗為一致的。雖然7月份孖展數據未公布，但預料出現回落的機會較大。5. 與此同時，據AAM的資產配置調查顯示，散戶持現金的比率，由6月份的19.2%，下降至7月份的17.1%。這意味散戶投資者可以入市的資金已經不多，高位現調整是不能幸免的。

資金投入減 流動性變弱

聯儲局資產負債表，自今年開始逐步減少買債的金額後，它的斜度已經沒有早前般的斜，反映投入的資金正逐步減少。在這種情況下，標普500指數的升勢亦告放緩。當聯儲局停止購買資產後，預料聯儲局資產負債表將會開始回落。在這種情況下，市場上的資金流量將會開始減少。即使聯儲局維持於明年第二季才上調利率，但市場流動性應在今年第四季或明年首季便會出現減少，市況難免出現調整。若美股屆時出現持續調整，以及十年美債息率升至2.8厘以上，再加上三十年按揭息率高於4.2厘水平，將可能拖累美國明年經濟增長。在這種情況下，聯儲局維持超低息環境的機會便相應增加。

內地樓市下行 地方債危機凸顯

比富達證券(香港)市場策略研究部副總經理
林振輝

2008年金融海嘯爆發之後，內地以高信貸和高投資來支撐經濟增長。這種刺激方式帶來的增長難以持續，目前包括煤炭、水泥、房地產等行業都已出現嚴重產能過剩，整體陷入低迷。今年內地經濟增速明顯放緩，樓市供過於求，開始下行，導致地方財政收入減少，地方債務危機隨之浮出水面。現時地方政府賣地還債的模式已難以為繼，地方債違約風險大幅升高。

地方債重 財政收入緊

據中國審計署公佈數據顯示，截至2013年6月底，地方政府負有償還責任的債務約為11萬億元(人民幣，下同)。其中，2014年到期的債務為2.4萬億元，今明兩年到期的債務為4.2萬億元。今明兩年到期的債務總額巨大，但地方財政收

入增長卻有放緩跡象。近日已經公佈的今年上半年地方GDP成績單顯示，全國31個省市都未能達到年度增長目標，超過10個省份財政收入增幅只有個位數。由歷史數據來看，地方GDP數據向來含有一定水分；即使如此今年也未能完成增長目標，實際情況更加令人擔憂。

經濟增速放緩，導致財政收入減少，部分地方政府不得不借新債還舊債。2013年6月底至今年3月初，有9個省本級政府借新債來還舊債，規模達到579.13億元。借新債還舊債短期內可以緩解地方政府壓力，但長遠來看弊大於利。一方面，借新債仍要償還利息和本金，財政負擔並沒有減輕。另一方面，市場資金並不寬鬆，銀行、信託等融資渠道不斷收緊，借錢難度和成本不斷上升。

政府發債 補土地收入

因此，賣地依然是地方政府增加財政收入最主要的手段。只是樓市低迷令賣地收入顯著減少，個別省份今年財政收入甚至會減少25%以上。今年1-6月全國固定資產投資(不含農戶)同比增速降至近13年來的新低，開發商拿地慾望降低，即使土地價格下降，仍多次出現流拍現象。土地財政已經陷入困境，只靠賣地收入難以償還債務。

為解決地方政府融資難的問題，中央政府今年5月份宣佈允許地方政府進入債券市場融資。目前包括上海、廣東和浙江等10個地區獲准試點發行債券，首批發債規模約為1,000億元。不過，包括地方財務狀況披露及政府信用評級等制度仍有待完善，短期內地方政府發債規模有限，對償債實質性幫助不大。

總體而言，今年許多地方政府還債壓力非常大。不過筆者相信，為了保持經濟穩定以及7.5%的GDP增長目標，中央政府是不會讓地方債違約發生的，投資者不需要過分憂慮。



今年內地經濟增速明顯放緩，樓市供過於求，開始下行，導致地方財政收入減少。

資料圖片

歐洲復甦滿阻滯 資金續流入亞洲

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

6月初，歐洲央行推出負利率及一系列寬鬆措施，以應對通縮風險和推動經濟增長，惟隨後公佈的歐元區經濟數據並未出現明顯改善。而在俄烏危機再次升溫的背景下，地緣政治或成為歐洲經濟復甦的另一負面因素。下半年歐洲復甦前景不明朗，而美國面臨退市加息，資金或持續流入亞洲市場。

經濟低迷數據不樂觀

在歐洲央行首次採取負利率政策之後，市場關注其經濟數據是否能釋放更多企穩訊號。不過截至目前為止，經濟數據未有明顯改善。

領先指標方面，歐元區最新公佈的7月製造業PMI與6月持平。上半年歐元區製造業PMI維持於50榮枯線以上，不過擴張增速逐漸放緩。而7月份服務業PMI錄得逾三年高位。惟產出物價分項指數終值由49.2跌至48.5，顯示歐元區仍面臨較大的通縮壓力。另外，通脹持續低迷，歐元區7月份CPI初值創2009年以來新低。而就業情況溫和改善。

至8月6日公佈的意大利次季GDP按季意外萎縮0.2%，意味着意大利自2008年來第三次陷入衰退。而同日公佈的德國6月份工廠訂單亦意外下跌3.2%，市場原本預期增長0.9%，數字創下兩年半來最大跌幅。歐元區經濟復甦前景更趨黯淡，投資者只能期望9月即將實施的TLTRO可刺激經濟增長。

地緣政治添負面因素

德國經濟數據疲弱的原因，除了歐元區整體的復甦困境，也有西方國家和俄羅斯關係漸趨緊張的影響。作為歐元區經濟火車頭的德國，同樣也是俄羅斯在歐洲地區最主要的貿易夥伴。

隨着近期烏克蘭危機再次升級，歐盟上周同意對俄羅斯擴大制裁，不可避免地影響到德國經濟。而德國副總理加布里爾(Sigmar Gabriel)亦曾承認，針對俄羅斯新的嚴厲經濟制裁會損及德國經濟。

早在7月中公佈的德國Zew經濟景氣指數和IFO商業景氣指數已低於預期，地緣政治帶給德國的經濟壓力在當時已經顯現。經濟信心層面惡化，企業投資趨於保守，經濟增長動力放緩。

資金或持續流入亞洲

隨着地緣政治進一步影響到實體經濟，下半年俄烏危機的發展對金融市場的影響亦將深化。針對美國和歐盟的制裁，普京已經簽署法令禁止從制裁實施國家進口農產品。而數據顯示，俄羅斯每年從歐盟購買20億歐元的蔬果，也從美國進口價值約10億歐元的農產品。如果下半年西方國家與俄羅斯的關係沒有緩解，地緣政治威脅將演化為實質的經濟數據結果。

對處於艱難復甦進程中的歐元區來講，俄烏危機無疑成為了經濟增長道路上的又一阻力。相對來講，美國和亞洲的復甦勢頭更為明確。而美股處於歷史高位，並面臨退市加息的轉折點，對外圍風險事件更加敏感。由此推斷，下半年資金或可持續流入亞洲，港股料受惠。

資金續流入亞洲

對處於艱難復甦進程中的歐元區來講，俄烏危機無疑成為了經濟增長道路上的又一阻力。



觀塘重建新招標條款大突破

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

觀塘市中心項目流標後，市建局即時作出調整，並馬上重新推出，據悉除取消80億元入場費要求之外，還同意讓發展商修改發展圖則，發展商因應市場變化，欲調整單位設計以迎合市場需求，修訂令發展商自由度增加，相信重新招標應該獲得較熱烈反應。更重要的是，透過該項目成功上馬，市場將有最少1,700個新增住宅單位供應，有助於舒緩目前住宅供求失衡的現狀，假如中標發展商改圖則與變較多細單位，雖然總樓面面積沒有增加，但新增住宅單位則不只1,700戶。

因應社會市場變化修正

觀塘市中心第二及三期發展區重建項目較早時推出招標，被邀請的十家財團中只得四家入標，但該四家財團的出價均未達市建局要求，項目未能批出。財團出價低主要認為入場費80億太高而其他條件的限制太多而令風險增加。今次快速檢討而馬上重推，顯示市建局辦事作風明快，能夠迅速因應社會及市場變化而作出修正及行動。

取消了80億的入標門檻，讓入標財團自由釐定出價及分紅比例，這是最大突破，而新修訂讓十家發展商可合組財團，一個組合最多四間，甚至可與未獲邀的發展商合作，自行選擇誰負責牽頭，可被視作放寬可落場參與者的數目，財團可以合組以及增加合作夥伴，於是每一家參與者的風險都降低。有人認為這亦是變相拆細項目，筆者認同這個說法。

近期住宅市場在政府各項遏抑樓市措施之下，中小型住宅銷路較有把握，項目原計劃興建600至800方呎單位，新修訂容許中標財團改圖則興建較細單位，在這一時刻考慮，現時市道細單位新樓較容易銷售，但香港市道變化快，誰知道幾年後又會不會逆轉，到時又輪到中型單位甚至大

單位較易去貨？無論怎樣，容許改則是引入彈性，讓發展商到時因應市道變化作出修訂，這是應對項目的龐大規模，加強風險管理的一著。

市建局亦把興建平台的時限由56個月延長至72個月，據悉這是採納部分發展商的反應而作的修訂，可說是條件「度身訂造」。綜合各項修訂，筆者認同市建局表達了最大的誠意，願意聽取和採納準合作夥伴的合理意見，而作出各項針對性修訂，希望為項目成功招標以達致把觀塘市中心重建的目標。

天樂站白石角招標可借鑒

更加重要的是，取消先收入場費表明了市建局項目充滿信心，不欲急於收回過去所支付的收地成本，願意以分紅方式去與中標發展商共同長期投資及分擔風險。發展商在風險大幅下降及在項目設計自由度增加之下，理應有積極反應，預料再招標入標情況踴躍，而市建局亦有望在取得較理想分紅下批出項目。

今次市建局的做法，對今年較早時候另外兩項大型項目流標，即港鐵天樂站及大埔白石角，應該帶來啟示作用，未知有關當局會否借鑒今次市建局的經驗，作出修訂條款後，迅速重推，令有關新建住宅單位能如期推出應市。



透過觀塘重建項目成功上馬，市場將有最少1,700個新增住宅單位供應，有助於舒緩目前住宅供求失衡的現狀。

資料圖片