

歐元財長會議定希臘生死

時富金融策略師

黎智凱

本周市場再次因希臘債務問題帶來劇烈波動。經過一連串的談判，希臘上周五終於接受救助方案延期。本輪救援計劃於2月28日就要正式到期，希臘總算在資金告罄之前衝上水面呼吸到幾口氧氣。根據上周五達成的新協議，歐盟對希臘的援助將會延長4個月，本周一召開的歐元區財長會議成為新關鍵。希臘必須提交改革和預算措施的具體計劃，以代替之前承諾過債權人的緊縮措施。

希臘執政黨內部現紛爭

希臘總理齊普拉斯很快發現要解決希臘緊迫的財政問題，就不得不背棄他在競選時宣布帶領希臘走出通縮的承諾。剛剛上台的左翼政黨在提交給歐元集團的改革和預算草案中大玩文字遊戲，把「三駕馬車」稱作「機構」，把「債權人」重新命名為「合夥人」，同時接受了此前一直拒絕的延續當前援助。換湯不換藥的背後是對施援方萬不得已的妥協。

希臘加入歐元區後，為了討好選民不惜透支財力發放超額福利，令

勞動力市場和公共部門的改革止步不前。倘若救助方的三駕馬車審核時認為希臘提交的改革方案不充足，救助項目就有可能流產；但若接受改革，將與執政黨 Syriza 做出的強硬承諾相違背。Syriza 內部已經出現紛爭，對外則逐漸調低選民的期望，比如由之前承諾的立刻上調最低工資改為兩年內逐步調節。

一旦退歐 注定雙輸

希臘已經發生大規模的資本外逃，銀行承受巨大壓力，已經淪為垃圾債券的希臘國債亦暫停作為抵押品豁免評級的特權。希臘手中握有的籌碼愈來愈少，即使希臘退歐真的發生，歐盟亦已經不似上次歐債危機時一般脆弱不堪。此外，歐盟各國領導人要各自面對國內選民的壓力，在較不富裕的國家，比如斯洛伐克，選民很難答應自己的養老金去減免希臘的債務，以補貼希臘的高福利。

儘管讓步十分困難，希臘退歐注定是一個雙輸的結果。歐盟不希望看到單一貨幣的玫瑰色前景被打破；希臘更是無法承擔退歐後迫在眉睫的銀行系統崩潰風險，回到歐元前使用德拉克馬的時代。新貨幣或會因主權信用崩潰面臨貶值，更難以清償外債，希臘經濟只會陷入萬劫不復的深淵。

油價回升 看好俄羅斯基金

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

國際油價去年下跌了近50%，今年踏入1月英國倫敦布蘭特期油更跌穿50美元。不過正當市場預期油價進一步下跌之際，油價於本月有見底回升的跡象，由低位反彈逾30%，重上60美元水平。看好油價繼續回升的投資者，可從中尋找相關的投資機遇。

頁岩油減產 油價料續升

石油輸出國組織（OPEC）佔全球產量1/3，隨着全球經濟放緩，對石油需求有所下降，加上OPEC為了捍衛市場佔有率至今仍堅決不減產，導致油價下跌。然而，美國頁岩技術近年來加速發展，2014年美國已是全球石油產量增長最多的國家，年增達159萬桶，對國際油價的影響力逐漸擴大。近期油價回彈，除了因油價跌深反彈，加速市場對期油沽空平倉，亦因美國石油公司因油價利潤下跌而不斷削減投資，並將成本高的石油鑽井關閉，造成供應下降壓力，對近期油價帶來支持。美國石油服務商 Baker Hughes 最新數據顯示，當地石油鑽井數目再創3年半新低，已是連續第11周下降。雖然油價短期仍受制於

環球需求疲弱，但隨着美國頁岩油繼續減產及環球經濟回暖，相信未來油價回升可期。

投資策略方面，投資者可留意能源基金。近期隨着油價回升，能源基金見異動，近1個月平均升幅超過10%，反彈力強。再者，因國際石油價格以美元計價，在現時美元強勢的環境下，投資石油相關美元計價基金除了低位吸納外，亦可免除匯率波動之憂。

俄基金風險高宜分段吸納

此外，與油價相關度高的俄羅斯基金亦可吼，俄羅斯是全球重要的石油生產國，能源產業佔其出口達2/3，去年油價大跌，加上地緣政治問題及歐美實施的制裁，已拖累俄羅斯RTS指數大挫。不過受到近期油價回升，以及歐洲宣布推行量寬（QE）的帶動下，資金流入股值低廉的俄股，令RTS指數年初至今（截至18日）已升逾13%。

由於俄烏衝突問題持續，雖然雙方剛簽署停火協議，但似乎戰火依然繼續，加上預料俄羅斯今年經濟將陷入衰退，仍面對外資撤離、盧布低企的問題，基本面依然非常疲弱，因此投資俄羅斯基金風險較高，投資者宜分段吸納較為安全。

滬港通促內地股民分散投資

貝萊德中國股票投資主管

朱悅

內地繼續在改革路上前進。回看去年，當局針對投資者所關注的多項事宜提出改革方案，包括槓桿、信貸增長、地方政府負債、影子銀行及潛在流動性問題。我們認為，A股近期的漲勢反映這些結構問題正在改善，其影響對宏觀環境較為敏感的大型股尤為顯著。滬港通計劃在去年11月開通，亦為市場提供另一推動力。

雖然滬港通開通初期的成交量及額度使用量相對不高，但內地投資者正意識到此互聯互通計劃已經開放了內地市場的門戶，讓外資在中至長期進一步參與內地股市。我相信內地零售投資者已開始改變資產配置，由投資於房地產及影子銀行產品，轉移至股票及保險產品，預期末來轉換投資將更明顯，投資者在買入資產時亦將有更多選擇。短期來說，我們估計H股有望從後趕上A股的漲勢。

國企改革帶來機遇

國有企業改革旨在改善企業效率，並將管理層與股東的利益恰當地

調校一致，這有望在未來帶來多個前所未見的投资機遇。此外，政府銳意將出口業重新定向，我們對能夠從中受益的企業感到興趣。內地正由過去集中於成衣及玩具等低級製造業，轉型至生產在價值鏈中更高階且附帶一定程度知識產權的產品。這是我們繼續注視的潛在投資目標。

長遠來說，內地很可能將2015年的國內生產總值（GDP）增長目標訂於7%，但我相信最終數值有機會接近或略低於此目標。儘管近期的經濟數據未如人意，但我們有信心中央擁有多元工具，在有需要時支持經濟。投資者真正關注的是中央解決結構問題的能力，他們希望看到改革朝着正確的方向邁進，即使進度極為輕微。只要內地領導班子仍然堅定推行和落實改革，將會為牛市的持續打下更穩健根基。

房地產市場仍是風險因素。即使當局致力於協助樓市軟着陸，但礙於內地房地產市場的需求（買家）與供應（發展商）均十分分散，中央要由上而下調控樓市，將較其他經濟領域面對更多挑戰。展望內地股市仍將波動，投資者亦不應預期大市可再次直線上升，但只要精挑細選，內地股票仍有大量投資機會。

內地股市羊年看升

霸菱資產管理香港中國股票主管

羅瑩

在十二生肖之中，羊的性格可以很固執，但亦有指是較頑強、堅定及腳踏實地。隨着市場人士因應假設的變化更改投資模式，我們認為內地股市有望在春節之後攀升。

具體而言，我們認為有兩項因素將會主導內地股市重估。首先，由於利率管制的放寬和減息，投資分析師採用較低的無風險利率。第二是由於去槓桿化及改革進程，股市風險溢價有所下降。

內企利潤有望上升

綜合兩項因素，我們認為內地企業的估值按理應該比目前的水平高，市賬率及遠期市盈率均遠低於歷史平均水平，因此有相當大的上升空間。

此外，受惠於原材料價格的下跌，包括油價下降，我們認為內地企業的利潤有上升的空間。鑑於利率已經有所下調（今後還可能會進一步減息），融資成本有所下降，加上內地企業加強了成本控制，亦有利於利潤的提升。

人民幣基本面分析

美聯金融集團高級副總裁

陳偉明

2014年人民幣兌美元呈現一波三折，上半年人民幣兌美元市場匯率由6.05下跌至6.26，下半年（至11月底）卻由6.26上升至6.14，12月初至2015年1月底，再由6.14下跌至6.26。至於人民幣兌美元匯率在2014年上半年的貶值，實情是央行干預主導，市場力量跟進和衍生產品平倉三股力量交織的結果。

月度貿易順差創新高

2014年6月後的人民幣升值，從基本面向來看，主要是由於對外貿易賬戶的改善。2014年第一季度中國的經常賬戶順差為70億美元，第二、三季度的經常賬戶順差則提高至734億美元與722億美元。其中貨物貿易順差更是由第一季度的404億美元大幅上升至第二、三季度的1,089億美元與1,533億美元；中國貨物出口同比增速由2014年2月、3月的負增長，一度最高上升至2014年9月的15.3%。中國的月度貿易順差，更是在2014年11月創下545億美元的歷史新高。

人幣匯率難持續升值

然而，2014年第二季度以來較高的貿易順差，主要是源自進口增速過於疲軟、不盡如人意，一方面確與全球能源與大宗商品價格持續走低導致進口成本下降有關，但另一方面亦與中國經濟增速放緩導致



人民幣已經逆轉為貶值預期。

資料圖片

的內需下降有關。換言之，近期的貿易順差上升其實是一種衰退型順差，並不值得為之歡欣鼓舞，亦很難支持人民幣匯率持續升值。

另外，中國的金融賬戶餘額，已經由2014年第一季度的938億美元順差，降至第二季度與第三季度分別為156億美元與91億美元的逆差。金融賬戶的逆差主要源自短期資本持續外流，2014年第二、三季度，以短期債權債務類資金為主的其他資本淨流出分別達到695億美元與772億美元。

此外，市場上對人民幣貶值預期的判斷，亦可從銀行代客結售匯數據的波動中窺見一斑。2014年1月至8月，中國銀行代客結售匯差額持續為正，表明居民與企業在淨賣出美元。2014年9月至12月，中國銀行代客結售匯差額持續為負，表明居民與企業在淨買入美元。換言之私人部門在2014年8月之前總體上持人民幣升值預期，從9月起升值預期已經逆轉為貶值預期。

希債拖延

於事無補

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

經過一輪苦戰，希臘和歐盟的談判終於有結果，過渡貸款得到通過，4個月的通融算是好消息。說起來，之前一兩周，大家在新聞報道中，不斷見到希臘的代表和歐盟相關的與會者，各說各話，無法達成共識，但似乎人人皆知，理性計算上，雙方仍傾向於找個下台階，不要真的拉倒。故此，真的妥協出來，又不是甚麼天大的驚喜。

的確，從過去幾周所見，即使不同評論中表現出擔憂的調子，但實際上大家早已可以預期，希臘一事其實是結構問題，借不借這個過渡貸款，只是把問題拖延下去，也許，可以讓與會者有個交代，大家買點時間，問題可以一拖再拖，但其實於事無補。

問題涉整體經濟收支

事實上，畢竟之前已經借了這麼多，難道赤裸裸的現在就任由其不還？但真的要還嗎？這就不再是過渡貸款的問題，而是整個經濟的收支問題。以當地的增長速度，顯然不足以支持國民的福利，若真如新領導上場之前所承諾，達到不少選民所要求的改變緊縮財政政策，改以增加開支和減少稅收，那就回到問題的根本處。

債權人的觀點，跟債務人的觀點，可謂差天共地。前者當然希望後者可以有足夠的財政紀律，即使不足以令其短期加快還錢，亦可避免令債務人的財政惡化，以致日後要償還變得更加困難。

需關注資產價格起伏

然而，從近十多年國際金融危機的經驗看，長遠是對的，未必短期亦是對的。長遠而言，要真正提升增長的本錢，就要靠提升人力資本和教育，以至制度上的各種改革，讓市場發揮力量，減少對市場的不必要干預，尤其是福利開支要小心處理。

問題卻在，這是長期的事。短期而言，當金融危機出現，首要任務，當然是要穩住人心，令人重拾信心，可以增加投資和消費，繼而買時間，讓失業率下降，讓一切回復正常。過程中，資產價格的起伏，重要性比只側重實體經濟的人傾向所想像的，更為重要。

如今在希臘，選民選出新政府，為的是要擺脫欠債累累的後果，他們承受不了借入這許多真金白銀，白花花銀紙，可能真的白花，償還的是他們將來一大段時間的辛勤。這一點，大概在歐債危機，甚至金融海嘯發生最烈時，大家倒沒介意過，因為當時重點是不讓歐元區任何一國倒下，即使再苦，大家仍可以捱過去。

好了，隨着危機漸退，目前剩下來的，是真正難題。當初勉強把互不相干，體質強弱懸殊的歐洲多國，拼湊在一起，搞出個歐元區，背後不是沒有學理基礎的。最優貨幣區域理論，說得通，但如今看來，當中的政治複雜性，大家可能低估了，這樣便把看似可行的，變得不可實際了。



希債危機持續困擾歐元區。

資料圖片

內地通縮擔憂增

太平金控、太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

內地消費者物價指數漲幅持續降低，市場對經濟陷入通縮的擔憂加深。當然，人行手上有足夠的政策工具來刺激經濟，難度在於如何平衡經濟增長和改革意願。當局頻頻解畫，主要出於降低通縮預期，為未來寬鬆政策騰留多些空間。

國家統計局早前公布，中國1月消費者物價指數（CPI）年增0.8%，創5年多來新低；生產者物價指數（PPI）年減4.3%，連續第35個月負增長。物價漲幅走低，引發通縮恐慌。

理論上說，通縮就是產能過剩或需求不足導致各類價格持續下跌，長期的貨幣緊縮會抑制投資與生產，導致失業率升高及經濟衰退。對於通縮概念的理解，目前仍然存在爭議，但普遍認為物價至少出現連續3個月至6個月負增長，才能被定義為通縮。

經濟面臨下滑趨勢

目前中國CPI依舊處於正增長狀態，從這個角度來看，中國經濟並未陷入通縮。再者，當前物價漲幅走低在一定程度上是供給端造成，例如油價在內的大

宗商品價格下跌，科技發展導致商品成本降低等。

不過從CPI指標觀察，目前環境距離「通縮」並不遙遠。如果內需持續疲弱，在產能過剩局面沒有改觀下，外部形勢的變化，主要是匯率之爭和油價之變，有可能進一步影響到內地經濟，今年面臨的通縮風險不容小覷。

降息降準推進改革

政府計劃通過鼓勵資本從國有企業流向更加有效率的民間行業、改革財政制度和推進利率市場化等方式來推動經濟長期可持續發展，但這些變革在短期內可能導致經濟增速放緩。

內需不足導致物價漲幅走低，必須通過鬆緊適度的貨幣政策解決。目前政府正努力對抗通縮風險，從而推進改革。事實上，人行從去年11月21日到今年2月4日，既降息又降準，以降低實體經濟的融資成本。中央經濟工作會議強調，貨幣政策要更加注重鬆緊適度，預計年內會繼續適度再投放貨幣。

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。