

央企合併料成投資熱點

太平金控·太平証券（香港）研究部主管

陳羨明

就加快改革而言，國企改革、財稅金融改革、價格改革、農業農村改革、對外開放、民生改革值得關注，尤其是國企的大型化與改革的推進，是未來的重要看點。央企強強聯合可能將提速，成為投資熱點。

證監會呵護股市慢牛意圖明顯。A股近期呈現震盪上行走勢，量能持續放大，至今上證綜指漲幅已超過一倍，屢創超過7年多新高，監管層在肯定牛市有助於經濟發展的同時，也屢屢提示市場風險，並推出規範兩融業務以及加快新股發行節奏，以抑制牛市行情。

不過，昨日A股兩市高開高走，上證綜指漲3.04%突破4,500點，促使大盤繼續上行有多個利好，而重組題材湧現是原因之一。

兩桶油整合傳聞推升大市

證監會在上周五釋放了併購重組的大利好，本來已成為本月股市主流的央企重組，經過周末的醞釀，大盤藍籌股整合預期強烈，兩桶油合併傳聞助力股指創新高，央企改革概念集體爆發。

證監會上周五發佈了修訂後的《第十四條、第四十四條的適用意見——證券期貨法律適用意見第12號》，主要內容包括擴大募集配套資金比例和明確募集配套資金的用途等。本次修訂的最大亮點是，將募集配套資金比例從25%擴大至不超過擬購買資產交易價格的100%。

希債「炸彈」阻經濟發展

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璦



■德拉吉早前表示，購買債券措施已見成效。

資料圖片

歐洲央行上月正式啟動買債措施，對股市帶來即時的正面影響，泛歐Stoxx 50指數於一個月多的時間再創高位，從3月到高位上升了7.8%，同期德國DAX指數更上升了8.4%。歐元區內信息亦進一步下跌，正朝着負債息進發。另外央行的資產負債表規模亦由2.15萬億歐元升至2.35萬億歐元水平，回復了按年增長的走勢。歐洲央行行長德拉吉在4月初議息會議後表示，購買債券措施已見成效，區內商業及消費者信心紛紛回升，區內經濟正逐步復甦。行長更表示市場有足夠債券可以購買，每月600億歐元的買債目標會順利完成，沒有計劃提前結束買債，供應短缺問題將不會出現。

國際貨幣基金組織（IMF）在月中調高了歐元區今明兩年增長，今年預測會上調到1.5%。IMF預期歐洲央行會延續寬鬆貨幣政策，未來5年歐元仍會維持弱勢，可推動歐元區出

此舉進一步發揮資本市場促進企業重組的作用，加大併購重組融資力度，提升資本市場服務實體經濟的能力，為國企合併鋪路。

今年政府工作報告提出，要實施「中國製造2025」，沒有央企的大重組、大整合，計劃就難以順利實施。「一帶一路」在讓高鐵走出去的同時，展現了中國裝備和中國製造的實力和能力，使更多的行業成為受益者。

大規模合併可免惡性競爭

從另一方面看，央企在分類基礎上進行大規模兼併重組，特別是完全競爭性行業，資源要素進一步集中，可防止類似中國南北車在參與全球項目時出現同業惡性競爭等狀況。因此，國企改革和結構調整、轉型升級決定了部分央企的合併重組是大概率事件。

2015年既是「十二五」計劃最後一年，也是全面深化改革的「關鍵之年」。改革將繼續沿既定方向穩步推進，部分實質改革措施將於今年落實，預計國企改革將有所作為，這是制度紅利之所在。

央企大整合時代來臨，為資本市場打通了結構調整的新管道，也為股市造就了一個又一個的投資熱點。市場預料2015年下半年將出現一個比較大的國企兼併重組浪潮，首批改革試點企業無疑將首先受益。不過，值得注意的是，部分具有改革重組預期的央企個股已經被輪番爆炒，估值明顯偏高，走勢已轉弱。例如，本輪行情的龍頭中國南北車自去年10月底傳出整合消息後，至今已上漲多倍，兩股近期不時逆市下挫，其H股昨天分別逆市跌2.7%和3.2%。

口及增長，有利全球整體經濟。

談判未見進展

雖然歐洲經濟漸見起色，但希臘債務問題緊張情緒升溫，令歐洲股市出現回吐。其中，德國DAX股指繼16日下跌1.9%後，再度重挫2.6%，創4個月來最大單日跌幅；10年期德國國債收益率盤中觸及0.049%超低水準。上周，希臘與國際債權人的談判仍陷於僵持狀態，遲遲未能取得進展。

再現脫歐危機

據《金融時報》報道，希臘官員已經與國際貨幣基金組織（IMF）進行了非正式談判，希望能推遲償付貸款，但IMF稱償還貸款不能改期。歐元區多位官員表示，希臘政府很難與債權人於本周達成協定，意味着希臘出現債務違約甚至「退歐」警報再起的風險增加。德拉吉亦敦促希臘盡快與國際貸款人達成協議，避免其金融危機惡化，甚至有脫歐危機，德拉吉表示關鍵操控在希臘手中，希臘總理齊普拉斯為首的政府必須做更多工作去符合貸款人的要求。

歐元區財長於本周五舉行會議，討論希臘改革的進程，但由於希臘政府至今仍拒絕採取措施改革經濟，市場越益擔心希臘政府會出現債務違約，甚至被踢出歐元區。根據以往經驗，相信希臘政府應該可以勉強支撐過5月1日支付2億歐元IMF債款，但是償還往後8億歐元的IMF債項和14億國債就顯得捉襟見肘，可能無法靠自身之力償還。歐洲各國如何拆解希臘違約這個定時炸彈，除了左右歐洲經濟復甦之路，更加影響到全球經濟發展的步伐。

希臘談判失敗償債壓力大

時富金融策略師

黎智凱

希臘鬧劇上周五又上演新篇章，在拉脫維亞首都里加召開的歐元區財長會議上，希臘政府又一次未能與歐洲借款人達成一致協定，溝通以「徹底失敗」告終。歐元兌美元匯率開聲一度下跌，但又迅速回升。

僅5月上半月希臘共需償還的到期債務達37.7億歐元之高，除此之外希臘政府還需應付數以億元計的養老金和公務員工資。希臘不得不立法向公共部門徵求閒置資金以解中央銀行的燃眉之急，並發行6個月短期債券以應付養老金支付。即使財政部已經從地方政府、直轄市、醫院等處獲得超1.6億歐元現金，仍不足以填補5月初應付國際貨幣基金組織（IMF）2.01億歐元利息和國內資金需要。

銀行業將寸步難行

此前希臘財政部公布的1至2月財政盈餘大幅縮水至10億歐元，滑至不及去年同期的三分之一，希臘主權信用評級亦遭標普下調至垃圾級別。希臘三年期國債收益率一度飆升至28%，十年期的國債收益率至今仍位於12.8%的高位。

納斯達克指數今非昔比

中銀香港經濟研究員

卓亮

美國納斯達克綜合指數上周收市報5,092點，連續兩日創下收市新高，時隔15年後終於重拾科網泡沫破滅的全部失地。惟在這15年內，納指出現了翻天覆地的變化，值得考究。

在2000年，納指成份股曾超過4,700家企業，目前則不足2,600。科技股在高峰期佔指數比重接近三分之二，現在則約42%。經過多年的洗牌，納指雖然仍是以科技股為主，但行業的市值佔比已經明顯降低。此外，納指的個股領頭羊幾乎完全被取代。於2000年，市值最高的前五位成份股分別是微軟、思科、英特爾、甲骨文、Sun Microsystems。目前前五位則是蘋果、谷歌、微軟、亞馬遜、Facebook。

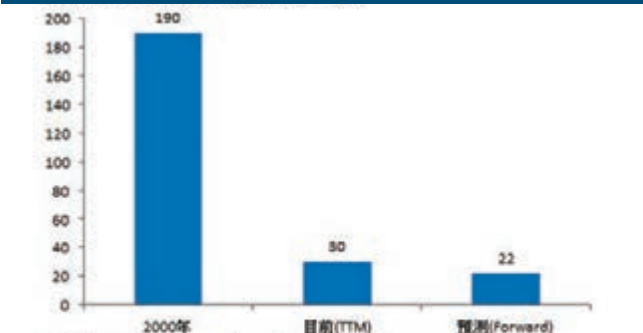
市盈率回歸合理水平

美國科網股熱潮是近代其中一個最瘋狂的資產泡沫。從1998年10月開始，納指在短短一年半內暴漲255.8%。很多零盈利，甚至沒有任何收入的公司成功以天價估值上市並廣受投資者追捧。在高峰期，納指的市盈率超過190倍，顯然不能以任何基本面因素解釋。納指目前市盈率超過30倍，未來一年預測市盈率則不足22倍，與當年市場的亢奮心態存在天淵之別。

「返家鄉」僅遲來的安慰

納指創下收市新高是正面的解讀，但換個角度來看，這也

納指市盈率遠較當年低(單位:倍)



*TTM市盈率基於最近一年盈利；預測市盈率基於未來一年預測盈利。

■資料來源：彭博社、中銀香港經濟研究

意味着在15年後，納指只是回到原點，除股息外回報為零。再者，由於當年的不少公司已經破產或退市，對於投資個股的人士來說，納指「返家鄉」可能僅是遲來的安慰。即使是微軟、英特爾、思科等大藍籌，市值仍較當年高位分別低30%、62%、69%。

當年泡沫爆破後，納指總跌幅高達78%，惟目前美國三大指數全部在歷史高位徘徊。目前的股市估值雖然不及當時高，但近年的經濟增長遠較當年低，公司盈利亦開始逐漸減弱，股價對貨幣政策的依賴程度相當大。投資者需要注意風險，在股市中，「This time is different」仍是最值得畏忌的一句話。

配合政策發展 A股愈升愈有

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

從去年開始，對於中國經濟改革，投資者的焦點已漸漸一致，相信結構改革雖難，但卻是可行。

不錯，正如很多人所知，自從上世紀80年代初改革開放至今，30多年後，如今進入了改革的深水區，當中牽涉的人和事，各種關係，各種利益，一些盤根錯節的，一些互為因果的，一些難以細分的，都要處理，而除非得到妥善處理，否則，改革不易有大成。換言之，現在是關鍵時刻，要麼處理得好，以後可以一直享受到改革的果實，可以為老百姓帶來長治久安；要麼處理得不好，社會民生以至穩定皆將有影響。

有趣的是，能夠取信於投資者的，正是投資者日夜關心的市場。是的，三中全會的訊息是清楚的：市場為資源配置起決定性作用。唯其如此，才可以談得上結構改革，貪腐的空間大減，則以後的一切好辦。

當然，要讓市場參與者相信，沒有甚麼比從市場本身發出的訊號，跟政策所談的相符，甚至一致，來得更有力，尤其是更有說服力。

事實上，這就是2014年A股低位反彈至今，為甚麼如此重要的一點。表面上看來，A股反彈，只是為了不少套牢者，可以在等待多年後，終於有機會鬆綁，投資的個人成敗而已。然而，隨著A股回穩，甚至上升，甚至持續向上，價量齊升，則投資者本身必然知道，這是與政策相符，甚至一致的一個回應。愈來愈多人相信，則A股愈來愈有表現，是最合理的期望。

不可忽略股市貢獻

是的，論到中國改革，既要善用市場的力量，怎可能忽略了股市的貢獻呢？隨著A股上漲，投資者形成了長期穩步上揚的預期，則老百姓多了一種財富儲存的工具，而穩定增長的表現，可以讓人口老化的問題，得到相當舒緩。

再者，當A股愈造愈好，資本市場有力量，則企業融資，可以減少單方面依賴銀行體系，也可以透過股市，以至債市，逐漸發揮出市場上的功能，早前的地方債，也自然可以有出路。

另外，股市向上，當中的財富效應，也是值得投資者重視的，帶動消費，可以為改革過程中，刻意放慢的經濟增長步伐，帶來一點緩衝，有保也有壓，一方面要避免過度關注增長率本身，但也要避免一下子經濟增長受損。

資金由樓市湧股市

當然，說到最重要的是，資金由過度擠擁的房地產市場，有秩序地流進股市，可以為房地產的壓力舒一口氣。誠然，對於中國這樣增長快速的經濟體系，財富增長之下，房地產沒有道理不漲價。尤其一線大城市，更是如此，否則，怎樣可以產生分流作用，讓房價決定資源的分配，包括人口分布等？問題倒是，財富儲存工具之外，房地產始終關乎民生，要社會穩定，讓升值壓力從股市身上多一個渠道出現，分流一下，未嘗不是好事。



■中國改革不可忽略股市的貢獻。

新華社

匯控遷離倫敦 難言去意已決

路透社熱點透視專欄撰稿人

George Hay

熱點透視

匯豐控股是不是要離開倫敦，還遠沒有定論。這家總部設在英國卻以新興市場業務為主的銀行在4月24日股東年會召開之前發表聲明，有意向外界昭示，該行正在積極考慮哪裡是最適合它設立總部的地方。出走的理由可能比以往都更加清晰，近期公眾因為匯豐瑞士分支協助逃稅的舊案對主席范智廉和行政總裁歐智華大加抨擊，也將加強銀行內部的決心。但這絕不是說事情已經確定無疑了。

英國的銀行嚷嚷着要遷走，很多時候似乎是為了嚇唬政府和英國審慎監管局（PRA），要他們修改對銀行業不利的政策。大概從金融危機以來，銀行威脅要搬家的例子屢見不鮮，但並沒有甚麼大型金融機構離開英國。不過銀行業者也並非完全放空話，其背後還是有真實意圖的；據一位了解狀況的人士稱，就匯豐而言，遷離倫敦的意見就是該行股東主導的。

英徵稅重萌去意

原因相當明顯。英國當局2015年對匯豐的銀行資產徵稅可能達到15億美元，自2011年以來增長了將近兩倍。2014年這方面支出佔到稅前利潤的8%。而對於一家業務以海外為主的銀行來說，全球業務稅後利潤還要再被抽一道，這讓人尤其煩惱。

如果中左派工黨在下月大選中獲勝，那麼匯豐的負擔可能進一步加重；目前該行不但背負着10-20億英鎊的稅收成本，還要忍受「圍欄（Ring-fencing）」政策帶來的不便。該政策意味着匯豐的英國零售部門將不得不由一套單獨的班底來營運。

如果匯豐總部在倫敦甚至歐盟以外，還有一些不那麼顯眼的監管問題可能也會有所不同。在英國所謂的「資深經理人制度」下，高層可能會因行為不當而銀鐐入獄。歐盟對獎金的限制讓匯豐的市場交易業務與美國同業相比缺乏競爭力。全球對於自救安排債務工具的規定可能會十分苛刻，但卻不適用於許多新興市場銀行。

港稅率未夠吸引

但對匯豐來說，可行的幾個總部選址地卻算不上甚麼天堂。新總部最有可能設在香港，但那裡民眾騷亂令人憂慮，其在中國享有的特區地位也將在2047年終止。香港目前的企業稅率為16.5%，吸引力也大不如前，目前英國的企業稅率已經從2007年時的30%降至21%。此外，如果一家業務面向全球的銀行把上海作為總部所在地，也顯得頗為古怪，因為那裡長期以來資本賬都是不開放的。新加坡經常被看成是匯豐競爭對手——渣打的一個選擇，但搬到那裡，或者說搬到任何中國以外的地區，都會損害與中國政府之間那至關重要的關係。

而且不管搬到哪裡，都會涉及一大筆搬遷成本。如果未來遭遇危機，還要費一番唇舌來說服當地政府同意為匯豐龐大的資產提供支持。目前該銀行淨資產為2.6萬億美元。

留在倫敦不走，監管、經濟以及聲望方面的成本都已經升高。但香港和上海作為新總部最可行的選址地，也帶有不小的風險。匯豐最好的選擇是說服當局改革英國銀行業稅收制度，再擺出一個有說服力的觀點：如果匯豐留下，可以對英國的另一項政策有所幫助——鼓勵中國企業來英國做生意。

然而，同以往任何時候相比，現在的決定都更加讓人覺得如履薄冰。

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。