「兩融」監管趨緊 市場震盪或加劇

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理
何天仲

內地股市去年下半年突然發力，走出一波量價齊升的大牛市。本輪行情中，「兩融」（融資融券，即保證金交易）業務，尤其是融資業務對牛市起到了巨大的推動作用。如今滬深兩市融資餘額高企，市場槓桿水平過高，已引起監管層憂慮。由於內地本輪升市主要由資金推動，監管部門對「兩融」業務的態度也已成為判斷市場走向的風向標。內地監管層短期對「兩融」態度趨緊，A股或會震盪加劇，港股也會受到影響，值得留意。

融資餘額增幅驚人 投資風險增

內地「兩融」業務從2010年1月開始正式試點，但到2012年才初具規模。截至2012年底，內地已開展「兩融」業務的券商有74家，相關證券賬戶達50萬個，融資餘額（即投資者每日融資買進與歸還借款間的差額累積）為895億元（人民幣，下同）。進入2014年下半年，隨着A股不斷走強，融資餘額開始迎來井噴式增長。

2014年6月底滬深兩市融資餘額為4,064億元，但到12月底已大增逾1.4倍至1.02萬億元，兩市日成交量也步入萬億元級別。截至今年4月底，內地具有開展「兩融」業務資格的券商已增加至91家，滬深兩市融資餘額也已超過1.8萬億元，增長幅度非常驚人。兩融餘額的多少可以反映投資者的信心水平，對後市有一定指示作用。

A股槓桿水平續提升 監管關注

隨着融資餘額不斷上升，A股的槓桿水平也持續提升，投資風險也在增加。目前A股保證金交易量已達A股總市值的3.4%，居全球首位，而且還未包括場外配資和傘形信託等。對比去年12月法國巴黎銀行統計顯示，美國股市的保證金交易比重僅為2.5%。可以說，目前A股槓桿水平已非常高，市場出現大量泡沫，已引起監管機構的關注。

今年1月，中證監在融資業務檢查中一次處理12家券商，對部分券商進行暫停新開兩融賬戶三個月的處罰，A股應聲下滑，新華富時A50指數和恒指期貨也跟隨大跌。4月17日，證監會提出對兩融市場的7項要求，以加強風險管理，消息公佈後，新華富時A50指數隨即暴跌5%，恒指期貨夜盤也大跌逾800點，可見，市場對兩融政策走向極為敏感。

由於兩融業務政策對大市短期走勢影響重大，監管層的態度非常值得關注。近期，內地監管層多次呼籲投資者注意風險、控制投資槓桿水平，顯示兩融業務收緊的可能性較高。一旦A股出現較大調整，港股後市震盪或會加劇，投資者需注意風險。

歐元區持續復甦 西班牙華麗轉身

中銀香港高級經濟研究員
卓 亮

歐元區首季GDP環比上升0.4%，雖然略低於市場預期，但整體經濟表現持續改善。首先，歐元區0.4%的按季環比增速超過英國與美國同期分別0.3%及不足0.1%的擴張，是歐元區四年來增長首次較英美兩國都快。其次，區內第二、三大經濟體法國與意大利長期低迷的表現有所改善，分別錄得0.6%與0.3%的環比增長，是近五年內歐元區四大經濟體首次全部錄得正增長。

然而，如果與去年同期比較，歐元區1%的增速則明顯落後於英美，復甦仍相對緩慢。同時，歐元區經濟在今年餘下時間內很可能會繼續受希臘債務問題困擾。希臘目前已基本上失去償還債務的能力，債務違約近乎無可避免。希臘脫歐可能性上升，在短期內勢必對歐元區整體穩定造成負面影響。因此，歐元區增長趨勢正面，惟不宜對前景過分樂觀。

在主要成員國中，區內第四大經濟體西班牙的表現最為突出，從當年「歐豬國」一員化身為經濟增長領頭羊。

兩項指標冠絕主要成員國

西班牙首季GDP環比增長0.9%，同比增長2.6%，兩項指標均冠絕主要成員國。從2012年第四季度開始，西班牙GDP同比變化連續9個季度改善，從未間斷。

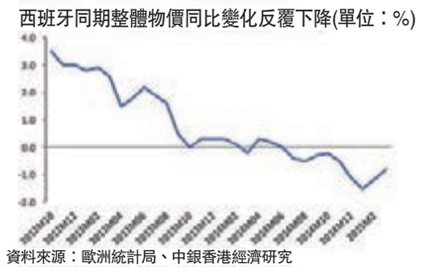
在同一期間內，西班牙的通脹則反覆下降。央行官員與市場人士普遍視通縮為洪水猛獸，但西班牙從2014年7月開始一直處於通縮狀態，是區內通縮時間最長的國家之一。然而，整體物價升幅放緩甚至下跌並沒有抑制西班牙經濟增長，反而提升了其競爭力。另外，西班牙是歐元區最堅決執行緊縮政策的國家之一，與希臘政府的態度形成鮮明對比。

西班牙的經驗顯示，要真正增強經濟增長動力，有助提升生產力的結構性改革遠比寬鬆貨幣政策的作用大，而削減公共開支是維持財政紀律不可或缺的一環。同時，溫和的通縮不應被視為威脅，整體物價下降反而有助提升居民的實際收入。以上兩點啟示都與歐洲央行規模高達每月600億歐元的量化寬鬆政策有衝突，值得反思。

西班牙GDP同比變化改善步伐相當穩定(單位：%)

資料來源：歐洲統計局、中銀香港經濟研究

西班牙同期整體物價同比變化反覆下降(單位：%)



資料來源：歐洲統計局、中銀香港經濟研究

英國大選後政經形勢分析

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

上周四，可以說是由政治家至金融界，均想不到英國保守黨於國會選舉中，大獲全勝，亦令一眾民調大跌眼鏡。選前民調均顯示，沒有任何政黨可以獲得過半數議席。不論當時支持度在三成半左右的工黨，或支持度接近的保守黨，均需要拉攏其他細小政黨去籌組聯合政府。但在最後一刻，保守黨大量宣傳，警告英國選民包括原本支持自民黨及英國獨立黨的人，不要轉投給工黨，以免蘇格蘭民族黨藉跟工黨結盟執政擴大影響力，損害英國地區的居民利益。結果不少選民為阻止蘇格蘭民族黨成為造王者而左右政壇，紛紛把選票集中到保守黨身上，令工黨選情大受影響。不過選舉過後，首相卡梅倫當然要兌現其選舉承諾。因此，本文將會先分析對其經濟影響，之後會看蘇格蘭獨立危機的問題，最後會探討2017公投脫歐可能帶來的影響。

先談保守黨在選前許下的稅務及經濟承諾，主因由於英國今年首季經濟增長按季只有0.3%，創兩年以來最小升幅，故成為是次選舉重要議題。首相卡梅倫提醒選民，經濟復甦並非必然，屬於自我拆彈的表現。保守黨執政，今後五年會較工黨政府少支出500萬英鎊。保守黨這份稅務及經濟承諾雖保守，但可留下足夠彈藥，在經濟欠佳時推出市場。

樓市升溫問題難以解決

當然，居住問題亦是全球不少政府的難題。因此，卡梅倫擴大現有的公共房屋租客買樓資助計劃，將令多達130萬個家庭受惠。雖然置業計劃成功吸納基層選票，但計劃可能阻礙發展商興建新樓的意慾，令市場上的新樓供應減少，刺激二手物業市場，而且政府或會額外支出多58億英鎊。據當地地產代理商Rightmove公布，當地4月份平均樓價升至28.6133萬英鎊，是公司自十三年前開始有記錄以來最高，並同時打破去年6月的高位。城市方面，倫敦平均樓價按年升幅達6.8%至59.4585萬英鎊。據Rightmove網站資料顯示，網站於今年3月錄得自2000年以來最高流量，按年急升兩成，但放盤求售的單位卻減少4%。數據反映物業市場的需求殷切，但供應量不足，故難以解決樓市升溫的問題。

保守黨勝出是次選舉後，將會實施保守黨的做法。因此，早前曾經受工黨承諾，可能調整收入的公用能源及零售機構，所受的影響將會放緩。另外，工黨之前承諾的交通企業進行國有化，亦令不少企業股價受到影響。至於建築股方面，由於經濟保持增長與及政府推出的幫你買首次置業計劃，令建築商股價受惠。而且當地建築股收回報穩定，故對投資者有吸引力。

至於對英倫銀行的貨幣政策及英鎊匯價方面，由於保守黨於國會中獲得過半議席，故市場預期英倫銀行未來的收水空間將逐步出現。配合英國經濟逐步復甦的情況看，預料英國最快於明年第二或第三季將上調利率，但預料初期的加幅相當溫和，而且步伐將會十分緩慢。對於英鎊匯價走勢方面，短期或受惠政局明化及英國皇室喜訊的刺激而向好。但英鎊中長期走勢，將會受經濟及政治因素影響，所考慮的因素較多。

蘇格蘭脫離英國機會增

是次選舉，卡梅倫挑起蘇格蘭與英格蘭兩批民族主義分子。雖然他於選舉中獲勝，但他的做法是有後遺症的。卡梅倫及保守黨的做法勢必加深民族主義分子之間的仇恨。再加上以往一直與蘇格蘭關係較密切的工黨，由於在去年獨立公投中與保守黨結盟，打壓蘇格蘭獨立，於是在今次選舉中出現慘敗的情況，預料蘇格蘭要求脫離英國的機會將再度增加。

此外，卡梅倫於選前承諾，若保守黨於是次選舉中勝出，便會在2017年就英國是否留在歐盟舉行全民公投。在英倫三島中，蘇格蘭是親歐的，最支持留在歐盟；英格蘭疑歐的，脫聲最強。在是次選舉後，預料英格蘭的民族主義更加高漲，未來要求脫離歐盟及捍衛英國主權的聲音只會更高。預料這會對卡梅倫與歐盟的談判構成巨大的壓力，亦會令2017年脫歐的機會增加。

中資房企積極投地 港房價難跌

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

近年內地房企在港房地產發展市場，表現積極進取，出價「高」而「準」，奪得不少土地發展項目，逐漸取得香港未來新增住宅供應的一個較為顯注的份額。這個趨勢除了反映內房坐擁巨資，要走出去投資之外，亦顯示他們對港樓市具信心，願意真金白銀在港投下信心一票。

馬鞍山落禾沙里一幅海景住宅地，由中信泰富以14.68億元奪得，平均樓面地價6,502元，比對去年同區白石另一幅住宅的呎價5,517元，在短短五個月間，足足高了18%。或許上述兩幅的地點和海景質素稍有不同，但同區地皮在數月間有如此升幅，仍是令人矚目。其實中信泰富雖然是中資背景，但不屬內地房企，因為該公司早於1995年已用33.51億，投得後來發展成現時中信大廈的地皮，今次是20年後，重投發展本地項目行列。

今次落禾沙里地皮由中信投得，不代表其他發展商尤其本地財團沒有出手，其他尚有18家財團投標，只不過以中信的出價最高，證明其志在必得。其實除了中信之外，另一老牌本地中資中國海外於較早前以25.4億元奪得鴨脷洲一幅臨海地段，平均樓面地價每呎超過11,000元，亦已顯示其在本地市場的雄心壯志。其實內房企業近年早已進軍本地發展項目，隨意舉些例子，龍頭萬科夥拍新世界，以34.34億投得港鐵荃灣西站六期發展權，中國城市建設去年底與俊和合作投得馬鞍山白石住宅地皮，雅居樂副主席陳卓賢以7億元投得西貢地皮，每方呎樓面地價21,300元，創出該區地價紀錄等。

資金「走出去」屬正常舉措

何解中資發展商近年竟然轉趨積極走出去？這跟內地房地產政策改變有或多或少的關係，內地地產發展商經歷多年蓬勃發展，聚積資本雄厚，但近年內地對房地產市場實施調控比如限購令及收緊二套房為貸等，內地的住房市場銷路或受限制，加上調控政策時寬時緊，一眾內房企業早已察覺有需要作策略上的調整，部份資金充裕，決意「走出去」將資金分散到海外投資屬正常舉措。根據內地傳媒報導，自2012年起，包括萬科、萬達、碧桂園、中國建築、富力地產以及首創置業等，在海外已有或確定投資計劃，規模數以百億美元計。

由以上觀之，中資房企不單單是對香港發展項目垂青，而是在海外各地均有投資，香港對非本地發展商沒有門檻限制，部分資金投入本港很正常，或許眾內房企在本港的投資僅屬少數而已。回說文首提及的「中信」和「中海外」的本地老牌中資，對本地房地產市場理應比新進場的內企更熟悉，近期重現積極投標，可能是其洞悉內地投資環境變化，而近期「港股通」帶動港股趨活躍，或許在融資方面亦比以前較寬鬆。

本地發展商料不甘寂寞

內房積極進取，並不代表本地發展商就此沉寂下去，近年多家發展商如長實、新地、恒地、新世界、信置、嘉華、合和、鷹君、俊和、宏安、資本策略等仍見積極，亦投得不少發展項目，基本上現時是百花齊放，只不過是假如你看好某項目而要志在必得，就必須出高價搶奪，但奪得項目未必代表一定能以高價賣樓，可能是以減少甚至零利潤來計算地價，後者要博樓價升才有利潤。

無論如何，眾多財團投地，顯示對住宅市場的信心，麵粉有價，加上建築費高企，看來本地房價不易回落。不過，現時或許大家將注意力太集中於投政府地，雖然有發展商透過修改用途及換地程序去取得發展項目，但據業界反映，現時程序冗長，政府部門意見紛紜，要全部滿足要求才能過關，加上補地價的談判，時陷死結。要是能在各項程序上減省時間，或有助於較多元化的市場住宅供應。

歐美變數多 債息急升

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

近日市場焦點，非歐美市場債息急升莫屬。打從4月底，美國聯儲局議息後，投資者看的，跟媒體報道或評論分析所看的，是完全兩個不同的觀點。外界盛傳的加息押後云云，跟債息急升完全不一致，兩個南轅北轍的看法，若要選擇押注，我選真金白銀的市場訊息，而不選擇樣本較少、主觀太強的分析報道。

希臘漸無足夠彈藥可用

當然，單憑債息急升，無法說明一定是加息預期使然，因為同時間，有很多不同因素在發生作用，例如歐元區方面，危機尚未平息的，起碼有希臘一事。拖拖拉拉，還債不還債，如何籌措，在在令人費神，而直到目前的事態發展所見，純粹看希臘的舉措，已經無再多的彈藥可用，拿不出來就是拿不出來，逼迫它也沒用。

際此危機關鍵時，歐元區有主導權的德國央行，自然已有相當心理準備。結構上，希臘肯定無法輕易籌錢，以其本身實體經濟的力量，要產生足夠的還款能力，恐怕非得要整體歐元區回復至金融海嘯前水平不可。依此觀之，當下可做的，不外乎是以新債還舊債，以短債幫長債，是長貧難顧的，但又無可奈何，難道真的任由它賴債或乾脆脫離歐元區不成？

不錯，上述的可能性，無人可以排除，大家一廂情願的在心裡想，不要有此一着，但真要發生時，倒也沒有什麼可以改變的。畢竟，經濟實力不是三兩天可以有的，而在經濟危機，特別是金融危機後，重建經濟需要的是寬鬆的貨幣政策和擴張的財政政策，這是短期必需的，不管有沒有政治壓力或福利制度的存在，都是如此。

可正是這樣的一個短期正確的做法，在長期而言，卻是債權人的惡夢，沒有債主可以接受有人欠債不還，但又繼續增加開支、增加消費的，偏偏普通常識上合理之至的，在整個經濟體而言，又未必一定說得通。

既然如此，可循其本，希臘以至一眾南歐經濟體，最初加入歐元區，響應先進的德國或其他強者，當然是希望依賴強者的力量，可以發揮更多，享受更多的對外優勢。而德國等強者，斷無理由不知道，這種聯盟的形成，也着實幫強者成為更強者，這在順境時，大家絕對不會反對，甚至支持，各取所需，較弱勢的，依靠着強勢的，仍有望沾上一點光。

聯盟結構複雜對錯難定

然而，當金融海嘯後，歐元區這個當日勉強拼湊在一起的，不同經濟有不同底子，強弱懸殊，強者先救自己，理所當然，哪有這麼多空閒去理會弱者？如此一來，聯盟的本質便有結構難題，如今大家責怪希臘無錢可還，但其實當初有人願望貸出款項，也是出於自利而已，而不純粹是道義，計算的對與錯，恐怕也不是表面上看來那麼簡單。

■希臘肯定無法輕易籌錢，以其本身實體經濟的力量，要產生足夠的還款能力，恐怕非得要整體歐元區回復至金融海嘯前水平不可。圖為希臘雅典西南部一處海灘飄揚着已殘破的希臘和歐盟旗幟。 資料圖片

熱錢短期料回流價值股

貝萊德全球首席投資策略師
孔睿思

上周股市大幅波動，雖然非農就業報告差強人意讓市場有回氣的空間。但在上周最高位時，股市波動率較5月的低位高約35%。波動率上升對一些受資金行情帶動的熱門股造成衝擊，尤其是高息股、生物科技和社群媒體。

例如在低位時，納斯達克生物科技指數跌近10%，比大市的沽壓重得多。雖然波動率仍遠低於平均值，而且我們只是在長期利率環境調整的初步階段，但這個過程很可能會持續下去。意味着未來數月價值股與優質股的回報或許會開始超越熱門股。

美4月就業報告讓市場回氣

全球債券孳息率在上周稍見回穩，歐美的孳息率均走跌。雖然歐洲的經濟數據持續好轉，但美國方面則依舊好壞參半。貿易報告疲弱代表美國第一季的GDP或許最終會從小幅增長轉勢至萎縮。就業方面，4月的失業率的確降到了危機前的5.4%低位，而且新增就業人數反彈，印證了勞動市場大致走強的氣氛。不過，3月份的新增就業數字下降至4萬左右，時薪則微升0.1%，未如預期。

美國孳息率近來的強勢回歸雖然只把十年期利率推升到年初水平，但在上周的高峰時，十年期孳息率在短短兩周上升了約40個基點。歐美都一樣，投資者面對的挑戰在於孳息率上升及股市增加波動性，削弱了以債券對沖股票的避險成效。就短期來看，現金或許是最佳的對沖工具。

英大選結果料帶來短期刺激

在歐陸，上周的消息確認了現況：經濟趨穩，歐洲的增長預期提升，但希臘和債權機構的僵局未有即時解決方法。不過，英國的現況卻使投資者大感意外。大選結果證明，英國各家的民調都估計錯誤，保守黨儘管並非以壓倒性姿態贏出大選，但仍以過半數贏得選舉。英鎊、英債和英國股市均應聲上揚。

長期而言，這場大選可能會出現不同的影響。正面影響來說，我們預期保守黨會更傾向緊縮財政，長遠將有利當地債券市場。但或許更重要的是，保守黨勝利對於英國在歐盟地位中的角色。這場勝利很可能會帶來一場針對歐洲的公投，並將佔據未來兩年的政治版面。

保證金規定趨嚴衝擊A股市場

美股並非唯一受到下勢衝擊的股市。雖然沒有單一的催化劑，但投資者對多家券商更改了保證金規定的反應，令中國股市在上周遭受重挫。舉例來說，認購新股的要求更改，投資者必須存入申購意向的全數金額。這些措施令這個主要由本地投資者帶動的股市流動性與槓桿縮減。

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。