

中央撐起A股牛市格局

太平金控・太平証券（香港）研究部主管

陳羨明



■中國人民銀行發布報告指，在上交所推出戰略新興板，全面推進創業板改革。

資料圖片

A股滬綜指經過上周四大跌6.5%後，昨天強勢反彈，收漲4.7%，收復4,800點關，是逾4個月最大單日漲幅。港股國企指數受帶動亦漲1.4%。預計短線看，股市維持反覆上行的格局，增量資金推動的本輪牛市格局不變。

推動昨天股市反彈有多方面的原因，其中包括：官方及匯豐5月PMI雙雙回升，市場憧憬A股獲納入MSCI旗下指數，人民銀行發表報告促進股市平穩發展等。

5月12日，本欄〈內地下半年經濟企穩概率增〉一文指：「應該看到，5月上旬，發電企業耗煤、工業品價格、商品房成交等高頻經濟資料表現總體偏積極。這些變化，體現了一系列穩增長政策所取得的初步效果，預計在更多穩增長和改革政策形成合力之前，經濟難見明顯起色，我們認為政府有必要推出更多積極的政策抵禦經濟下行風險。」

股市昨天早段上揚，主要受經濟指標向好因素刺激。內地昨早公布5月製造業PMI指數微升0.1個百分點至50.2%，符合市場預

期，連續三個月守於50%之上，並創出6個月新高；而匯豐中國5月PMI終值升至49.2，略高於初值的49.1和前值的48.9，似乎反映製造業形勢有好轉；尤其是大型企業PMI升0.1個百分點至50.7%，中型企業PMI也升0.6個百分點至50.4%，即使小型企業指數回落至47.9%，但較去年底和今年初仍高。

外需堪憂 定向寬鬆料續

不過，新出口訂單較上月大幅下滑，外需前景堪憂。製造業擴張乏力，加之融資條件緊張，經濟仍然面臨下行風險，穩增長的政策已成為了支持經濟增長的主力，預期下半年內地將繼續推出定向寬鬆的政策。

〈內地下半年經濟企穩概率增〉一文又曾指：「我們預計牛市依舊在前行，但市場短期波折，維持高位震盪格局。MSCI中國指數12個月動態市盈率約11.8倍，與歷史水平和其他地區市場估值相比仍然處於合理水平。」而新華社5月31日發文〈A股瘋五月遭遇「魔咒」震盪調整拉長牛市時間軸〉，在市場遭遇短暫波折後，再次為A股牛市打氣。

外資湧入狂買中資股

需要指出的是，公募基金年內持續擴容，新基金首募規模超過7,500億元，基金產品數量已超過3,000隻。場外資金借機入市高漲，大幅對沖淡消息及新股巨額抽血的負面效應。上周四A股暴跌6.5%，散戶蜂擁拋盤，外資則狂買中資股。

美銀美林上周五發布研究報告數據顯示，5月27日止當周，全球投資者向專注於中國股票基金投入45億美元，創下2008年4月以來此類基金最大周度資金流入規模。同日，據英國《金融時報》報道，資金流向監測和研究機構EPFR公布，過去一周以來，外資對中國股票型基金投入創單周歷史新高，比上次海外投資者湧入中國股市時的高峰水平高了一倍多。

中國人民銀行發布《中國金融穩定報告（2015）》指出，繼續壯大主板、中小板市場，在上交所推出戰略新興板，全面推進創業板改革。事實上，只有促進改革，推動股票市場平穩健康發展，才可提高金融服務實體經濟的能力。

人幣躋身SDR 中國仍需開放

時富金融策略師

黎智凱

中國已向國際貨幣基金組織（IMF）申請將人民幣納入特別提款權（SDR）貨幣籃子，今秋IMF將會對貨幣籃子的構成做出正式決議，國際貨幣體系因而再面改革。2009年時中國曾申請將人民幣納入SDR，但因為未達自由使用或兌換的標準遭拒絕。

SDR的產生源於國際間對穩定儲備貨幣的渴求。以美元為中心的貨幣體系存在重大缺陷，以單一國家的主權信用貨幣作為國際儲備貨幣意味著主權國的貨幣政策與使用國的需求存在着不可調和的潛在矛盾。例如現時美國經濟欠佳導致加息時間游移不定，但全球其他主要經濟體嚴重依賴本國貨幣對美元貶值以刺激國內經濟，因此需要美元加息走強。以一籃子貨幣為基礎的SDR因其穩定性較強，可以避免過度依賴美元的現有國際儲備貨幣系統的缺陷。除了作為儲備貨幣，SDR亦可用於支付成員國間的國際收支逆差。

成為SDR貨幣需要滿足兩個條件：高出口貨物及服務總量，以及「可自由使用」的貨幣。現SDR定義的四種貨幣——美元、歐元、英鎊和日圓已經不夠具有代表性。對位列第一貨物貿易大國和第三服務貿易大國的中國而言，加入SDR的主要門檻在於人民幣是否可以自由使用，特別是人民幣資本項目仍不可自由兌換。中國近年頻頻發佈或籌畫QDII、RQFII、QDIE、QDLP及深港通等雙向跨境資本開放項目，更即將在六個城市試點的QDII2中考慮對合資格的個人投資者取消每年五萬美金的購匯限額，亦可視為是對爭取SDR



■納入SDR為人民幣國際化布局中的重要一步。

資料圖片

獲批的助功。

利率匯率市場化不足

要達成IMF「可自由使用」的標準，人民幣必須在國際儲備份額、銀行負債、債券市場和外匯市場中都具備影響力。中國利率遠未達市場化，債券市場規模與流動性與美國國債市場相距甚遠。此外，人民幣依然只能在2%的區間內浮動。可想像為了納入SDR，利率和匯率還需進一步市場化，且未來人民幣浮動區間可能擴大到3%。此次人民幣若落選SDR，要再等五年才會被重新評估。納入SDR作為推行人民幣國際化佈局中的重要一步而廣受重視。中國需要提高人民幣作為國際結算和儲備貨幣的影響力，通過使人民幣成為國際儲備貨幣來壓縮外匯儲備需求，準備好付出相應努力，逐步放寬資本市場和外匯市場的限制將成為不可逆趨勢。

A股融資潮或將曲終人散

路透熱點透視專欄作家

Peter Thal larsen

受借錢炒股熱情推動，滬深兩市市值在六個月內翻了一番。但中國股市飆漲的動力正面臨枯竭，儘管券商仍在瘋狂籌資，可市場的槓桿需求或已接近極限。

保證金交易推波助瀾

中國券商顯然是內地股市瘋漲的受益者。這其中，投資者最新愛上的保證金交易起到推波助瀾的作用。所謂保證金交易，就是根據標的股票的值借錢買入股票。根據惠譽數據，未償還保證金貸款自去年年底以來幾乎增加了一倍，達到1.9萬億元人民幣。

這種利潤豐厚但需要大量資金的業務迅猛成長，促使證券公司四處搜羅資金。比如，像廣發證券、銀河證券和海通證券等公司，今年發行價值逾100億美元的股票。總部位於南京的券商華泰證券完

成在香港籌資45億美元。該公司今年首季保證金相關貸款業務和交易佔營收的28%，遠高於2012年的8%。

但中國股市槓桿交易的盛宴仍將曲終人散，這裡有幾個原因。首先一點是債務水平已經高企。麥格理分析師稱，目前股市保證金餘額超過中國股市總市值的3%。若不算中國政府和其他控股投資人手中的股票，這個比例將達到8.9%的驚人水平。

其次，有資質展開保證金交易的投資人數量也是有限的。截至3月底，華泰680萬散戶客戶中，大概有21.2萬個保證金賬戶。但據該券商估計，散戶中還只有16.35萬個賬戶能達到50萬元人民幣的保證金交易門檻。而且中國股市時刻面臨進一步監管限制的威脅，擴大保證金交易的空間似乎十分有限。

隨著中國資本市場的擴大和開放，券商很有可能發展成羽翼豐滿的投資銀行。但它們在債券承銷或併購顧問諮詢方面的營收仍相對較少。當借錢炒股的動力耗盡時，證券公司將必須找到更為持久的收入來源。

韓股PE不足12倍 資金追落後

AMTD尚乘資產管理公司主席

曾慶璘

亞洲股市今年表現亮麗，當中中國股市成為全球焦點，A股市場自滬港通後一直上漲，上證指數今年預測市盈率已攀升至19倍，估值已不再便宜。日本股市亦受量化寬鬆政策及日圓下挫的推動繼續走強，現時日經225指數預測市盈率亦與中國股市相若。相反，韓國股市今年預測市盈率不足12倍，成為現時亞洲市場投資窪地，想低吸亞洲市場的投資者，可留意韓國股市。

大型企業首季盈利改善



■韓國相對走強，導致韓國出口受威脅，韓國央行有進一步減息的需要。

年初至今，韓國KOSPI指數上升10.4%(5月29日)，突破了多年的阻力位2,050，衝上2,100水平，強勁的表現引起國際投資者的關注，而且股價相對其他亞洲市場便宜，令資金不斷流入韓股追落後。截至5月22日，韓股錄得資金

淨流入達8.18億美元，為新興亞股之冠。

韓股今年由3月低位開始反彈，轉捩點為韓國央行於3月意外減息0.25%，為5個月來首次，令基準利率跌至1.75%的歷史新低。韓國再度減息反映經濟未如理想，但卻有利股市表現，而且減息將刺激消費回升，為內需帶來增長動力。韓國5月消費者信心指數由4月的104升至105，是連續第2個月上升，亦是去年10月以來最高，反映減息帶來的正面影響。

另外，韓國大型企業首季盈利漸見改善，KOSPI200指數成份股之中，超過一半的大型企業首季盈利勝市場預期，為帶動韓股上漲的主要動力。韓企如三星人壽淨收入按年大升13%，全球第四大半導體生產商SK Hynix首季盈利則大漲62%，吸引資金追捧。此外，韓國政府亦推出有利股市政策，自去年底以來實施課徵10%企業開置資金稅，以鼓勵盈利能力強的企業發放更多股息，有助提升外資對韓股的吸引力，而今年外資的持續流入反映政策已有一定的成效。

韓國央行或進一步減息

展望未來，預料韓國央行或會進一步減息，貨幣政策繼續寬鬆，有利股市表現。韓國4月年通脹率為0.4%，維持在自1999年以來的低點，與央行2.5%至3.5%目標相距甚遠，通縮風險值得關注，但同時間，為央行造就減息的條件。此外，在美元對日圓持續強勢下，韓圓相對走強，導致韓國出口受威脅，為維持韓國的競爭力，央行有進一步減息的需要。最後，在寬鬆的貨幣政策下，預料韓企盈利繼續改善，韓股未來仍具上升動力。

中國長期改革最重要

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

上周後段，內地股市急跌，連帶港股也受拖累，早前迎來的好消息，包括中港基金互認，當時指數納入A股，甚至過去一段日子炒作的，不論是深港通的潛力，內地公募基金放寬規限，以至過程中的降息降準。對於港股大市，都似乎沒有太大力。

不過，也不要眼光太短淺，皆因目前市況，只消跟內地朋友交流一下，即可明白，牛氣沖天仍是主調。今次的升市，炒作有其政策背景，主要是由2013年底開始，三中全会後，大家得到重要的一句，就是市場力量是作為資源配置的決定性作用。有了這一點，一切好辦，順理成章包括反貪腐/體制改革/資本市場發展等，都只是整個大圖畫的一部分。

如此一來，有着經濟改革的大方向，投資者自然明白，沒有必要的話，不應逆此而行，而就算信心不足的，也只能夠以控制注碼，而不是反其道而行，來平衡風險。

是的，即使放諸於歐美市場，任何股市大循環，當中總有一些大跌，這並不奇怪，尤其涉及槓桿借貸。在市況暢旺之時，難免有高追者顯得較為脆弱，一有風吹草動之際，便會不得不選擇投降。這些堅持不下去的倉位，自然成為了有耐性有財力者的另一批致勝籌碼。

無論如何，即使有上周所見的大調整，也只是調整，是大升市之中必然存在的過程，是眾多步驟的其中一步。反正，沒有道理每天只漲不跌。這一點，相信任何一個股民，不論中外，都是知曉清楚的。

股市債市推動市場配置

當然，關鍵是今次不是純粹概念，而是整個國家的改革，起碼從經濟層面上說，是與之緊密相連在一起的。以往若依賴政府主導資源的運用決策，自然惹來一個又一個產業出現產能過剩，愈多政府補貼的，愈為明顯。如今反過來，以市場動力主導資源配置，當然要搞活股市和債市，前者可以為企業集資和融通帶來方便法門，減少對內銀的依賴，也可以為普遍老百姓提供財富儲藏和增長的機會，減少對內房甚至政府公開財政開支的依賴，至於債市，更是處理早前留下來的地方債問題，不得不先行打通的脈絡。

不錯，基本面是這樣，但過程也可以波動，投資者不應以短期波動，便忘記了長遠的目標，但也不能純粹因為長期的利多，而短期太盲目冒險，兩者的拿捏得當與否，決定了投資勝負成財，也最終決定了中國經濟的結構改革，當中有多少沙石，是順利與否，甚至下一步的安排。



■股市可以令企業減少對內銀的依賴，也為百姓提供財富儲藏和增長的機會。

資料圖片

香港「銀髮地產」大有可為

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

5月底，香港房屋協會正式公布今年第四季會把北角丹拿山雋悅公開招租，這是相隔11年後房協再次推出長者屋向市場尋找租客。

雋悅座落北角丹拿山道8號，提供588個單位，設置各種針對長者的設施，包括會員會所、商貿中心、保健中心、老人失智症中心、日間托管中心及多個高強度護理中心，已邀請養和醫院及浸大中醫藥學院開設診所。項目入住形式是房協收取一次性租金轉讓「住一世」租住權，若中途退出，房協會按長者入住年期扣減住權費，退還剩餘金額。如一位七十歲長者入住約340方呎開放式單位，入場費估計於四百萬元至五百萬元之內，因此市場冠以「白金長者屋」。根據房協內部資料，查詢租住人士不乏，證明長者租客頗為受落。

人口老化不爭事實

香港人口老化是不爭事實。根據統計署資料，超過六十歲人口會由2010年的18%，不斷上升至2020年、2030年及2040年的26%、32%及36%，長者人口至2040年突破三百萬，而十四歲以下青年人也由2030年約一百萬急降至2040年的不足770,000人。可以預算長者居住需求未來三十年內只有增無減，但青年人需求會有所舒緩！除有長年儲蓄習慣長者外，「銀髮族」是面對「人多」但「金不多」的困境，但是可喜的是約95%年青一代願意同父母在同大廈或同項目內不同住宅單位居住〔根據香港大學城市研究及城市規劃中心研究〕，所以綜合居住發展模式是可行的。

在香港房地產發展歷程中，素來長者屋部分不是重點。作為長者屋開發先驅者，房協手中項目還包括筲箕灣樂融軒及亞公岩明華大廈重建項目，試圖將出售住宅單位和出租長者屋融入項目中，達到「老幼鄰住」效果。今天的房協角色，明日會否轉換到私人開發商呢？這個答案其實好簡單，端視乎特區政府的土地政策能否有效引導。筆者倡議有以下數點建議。

政府可以將市區零散土地專供開發商興建長者屋/私人綜合住宅計劃，補地價中只計算可售住宅及底層商舖部分，吸引開發

商競投土地。除土地金額外，還可豁免長者屋部份地積比，以增大該項目利潤和對沖額外建築成本。

開發「跨年齡」項目

再者，出售土地中政府可加入長者屋建造條款，同樣地這些地價不會於總數中反映出來，鼓勵開發商進行綜合「跨年齡」開發項目。多年來，「公務員買樓重建計劃」發展不彰，房協作為這兩者計劃共同「總司令」，實可擴闊思路謀求融合「長者屋」和「公務員樓」於同一土地上，況且無論於地理位置上、土地面積上、人口組成上等等主觀條件，兩者是高度重疊的！開發商可以同政府合作，提供項目專門給老年人以「逆按揭」申請。

發展商開發綜合計劃時，必須正視年長者物業設施特別需求，如無障礙公眾出入設計、室內輪椅人士活動設計、緊急照明設施、大門兩方面可打開設計及緊急求救電話等等。建造成本難免會有所提高，但是也令單位賣點增多。

在未來特區區域性開發中，政府更可以住宅土地旁/中預留專門蓋建長者屋的土地部分，並且透過相連推售，令發展商參與老年人住宅計劃，並有在補地價中適當優惠。

未來特區逐漸進入「富裕老齡」期，人口老化但經濟仍算富足大形勢下，政府應該現在開始研究、計劃、落實、執行老年人居住興建計劃，延續香港經濟發展。「銀髮地產」方興未艾，私人發展商應着手研究如何分一杯羹吧。（節錄）



■70歲長者如入住房協北角雋悅，入場費估計需400萬元至500萬元。

資料圖片

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。