

希臘與國際債權人陷僵局

時富金融策略師
黎智凱

在與多方債權人的拉鋸戰中，希臘似乎成為了贏家。國際貨幣基金組織（IMF）最近罕見地妥協，放寬了到期的三億歐元債務，同意希臘將4筆欠款合併在6月底支付。上個月希臘償還IMF 7.5億歐元債款時已經動用了6.5億IMF的特別提款權（SDR），實質上用債主自己的錢償還債，國內現金流瀕臨枯竭。

希臘為了換取72億歐元的援助，不得不答應債券人提出的條件嚴苛的紓困方案，其中包括財政盈餘佔GDP3.5%的中期目標，而當前預計的希臘今年財政赤字約為1%。希臘必須進行嚴厲的經濟改革，進一步削減退休金、改革勞動市場，並實行痛苦的緊縮，才能實現這一野心勃勃的財政目標。債券人開出的嚴厲條件使總理齊普拉斯立刻受到了激進左翼聯盟黨(Syriza)內部的抗議，結果3億歐元的債務未能如期償付。回顧今年1月Syriza贏得大選時的承諾，如果希臘向國際債權人妥協並接受緊縮政策，齊普拉斯將不得不安撫國內選民和預防Syriza內部的分裂。

經濟難失去歐元流動性

希臘銀行系統已經高度依賴央行提供的緊急流動性（ELA），算上上周追加的5億歐元，ELA總規模已經超過800億歐元，上周除了注入ELA的當天和公眾假日沒有發生資本外逃之外，每天私人部門總儲蓄都在流逝，單周五淨流出就達7億歐元，而實際可用的ELA規模僅有8億元。銀行擠兌已經發生，希臘將



■希臘國內現金流瀕臨枯竭。圖為希臘的雅典神廟。資料圖片

可能不得不實行資本管制以防止情況惡化。德國財長提出如與希臘談判破裂，希臘將有可能啟動第二貨幣，與歐元同時使用。但無論希臘採取虛擬第二貨幣還是重返德拉馬克時代，失去了歐元流動性的支持國內經濟無疑會雪上加霜。

截至2014年年末希臘債務已升至GDP的177%，10年國債利率也已飆升至10.93%，而IMF假設希臘將在2020年將債務佔GDP比例降至124%，這一激進目標很可能只能通過一系列再融資、降低利率甚至減記債務完成。

希臘持續不斷的鬧劇再次印證了在經濟和政治體制高度差異化的主權國家之間建立一個穩定的貨幣聯盟是多麼不成熟。當年希臘政府以遠超其經濟承受能力的優厚福利來討好選民，如今他們瀕臨破產的代價卻要全部歐盟成員國來負擔。貨幣聯盟剝奪了弱勢國家通過匯率手段刺激出口來恢復國際收支平衡的權益，並讓有經濟優勢的國家背負上為鄰居們的不作為埋單的「道德風險」。

政策紅利多 港股不太淡

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

港股昨天回吐418點，失守27,000關，主板成交縮至1,165億元，是自4月8日成交額急升以來最低。昨天上證綜指下挫2%。相對而言，仍是A股強港股弱，恒生AH股溢價指數已攀升至137.92，為近五年的高位。本欄上周《本月變數多 關注改革牛》一文已作提示，事實上，港股近期出現反覆向下的整固形態，主要是本港正面對不少政治、社會和經濟問題。

至於政改投票結果對金融市場的影響。短期看，政改投票結果對股市短期影響有限，從歷史資料看，政改投票後一日和一周的平均變動分別為上升0.5%和下跌2.5%。若市場對結果早作預期，則負面影響更少，市場負面情緒甚或反轉。

下半年迎來多個新政

長遠看，政改投票結果不改港股市場總體向好的趨勢。香港作為中國資本市場的重要組成部分，是人民幣國際化進程的橋頭堡，因此香港金融市場將繼續得到一系列政策性支持，從「滬港通」到公募南下，再到兩地基金互認，及至下

舊酒新瓶又如何？分析評論多盲點

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

港股近來積弱，純粹從新聞報道看的，多少因素，並無新意。舊酒新瓶，一樣的內容，重新包裝而已。不少人覺得困惑，何以有足夠沽壓推動大市向下，而且力度甚強。

評論非黑即白累人不淺

查實金融市場的運作，從來不是鐵板一塊，直線一條，線性思維帶來的非黑即白，最是累人不淺。是的，很多利淡因素，說來不是甚麼新鮮事物，但單憑論者認為有必要是新事物，才能推動市況發展，便可知，場內外多少參與者，其實並不明白，所謂新舊，並無絕對。

事實上，表面看來同一回事，但在不同時段，對於不同人，有着不同的效果。何況，幾個不同因素混在一起，當股市價量齊升時，限股市在走勢上反覆受阻，看來沒有兩樣的客觀因素，對於人的主觀期望和效果，自然是不同的。這一點，筆者無甚高論，偏偏多數人根本懶於思考。

是的，在好景時，大家對於壞消息，好似有抗體，免疫的，完全無視其存在；相反，在不景時，人人對於風吹草動的利淡因素，即時有反應，即使是多麼舊聞的，都照單全收。

問題當然不在於投資者這樣做有甚麼不對，而是分析或評論的人，對於這種心態竟然沒有體會或經驗。以後好消息必

中國將加快實施刺激計劃

施羅德投資首席經濟師
Keith Wade

我們對今年及明年的中國經濟展望維持不變。2014年的刺激措施使中國經濟勉強實現7.5%的增長目標，而正如我們所預期，2015年的經濟增長目標已於3月份下調至「約」7%。這將給政府空間再度調低目標，因為當局已意識到所需的刺激計劃規模將使經濟變得更加脆弱。

2015年第一季度中國國內生產總值按年增長7%，低於去年第四季度錄得的7.3%增長率。鑒於樓市持續疲弱以及地方政府減少財政支持，第一季度經濟增長放緩完全是意料之事。事實上，我們原先的預期甚至比該數字低。高頻率數據顯示這種疲弱狀況已延續至4月份，較3月份只錄得輕微升幅，而部分數據更進一步惡化。儘管央行最近幾個月實施多項寬鬆措施，但房地產及製造業投資持續面臨困境，投資增長亦跌至歷史記錄低位。因財政改革為政府開支帶來壓力，基建投資同時減弱。

令情況雪上加霜的是，第一季度實際經濟增長或低於官方公布的數字；我們的中國經濟跟蹤指標顯示3月份跌幅尤為劇烈，按年增長率由約7%降至6.2%。雖然我們並不讚同過去幾個季度市場所認為的中國經濟增長率僅為3%至4%的觀點，因為此觀點是以李克強指數（鐵路貨運量、電力消耗量及銀行貸款發放量）對部分經濟領域的指標為基礎。但我們認為實際增長率可能低於官方公布的數字，而且在4月份更急速下跌。然而，我們認為當局今年將推出更多刺激措施，2015年底的存款準備金率將降至18%並較原先預測低100點子，而基準借貸利率為4.6%，明年仍將繼續下調存款準備金率及利率。

當局政策取態較預期進取

隨着經濟增長放緩，當局的政策取態較我們原先預期更為

半年有望迎來「深港通」、個人QDII2等更多新政，港股可望從中獲得更多的政策紅利。

儘管政改投票帶來短期的不確定性，但出現大動盪的政治風險不大，即使政改方案不通過，也是利空已出。市場將轉而關注韓國爆發「新沙士」疫情對本港社會造成的困擾和威脅，以及外圍市場對本港的影響。

根據香港衛生署消息，迄今為止香港沒有任何確診案例。新沙士會否傳入香港，目前看，顯然是未知之數，且看特區政府處理疫症의智慧和能力。

料美不會提前加息

至於外圍的影響，主要是美國聯邦儲備局將於今、明兩日舉行公開市場委員會FOMC會議，會後不僅會如常發布聲明，聯儲局主席耶倫更會舉行記者會。聯儲局對美國經濟尤其是就業、消費、通貨等方面的最新看法，以及調整加息的時間表，都是環球市場關注的焦點。

美聯儲加息與否，間接影響港股的流動性。不過，近期美國經濟資料並沒明顯改善，對聯儲局會否提前加息沒明顯的提示，而且4月份以來港幣兌美元匯率仍然保持強勢，反映這方面因素不是影響近期港股走勢的主要矛盾。

資訊愈來愈多 平均水平下降

不錯，在如今媒體資訊發達的社會，多的是上述水平的個人意見，少的是可以把意見提升至有用的個人意見層面者。在可見將來，只要資訊愈來愈多，則平均水平下降，幾乎是不可避免的現象，而投資大眾其實亦早已習以為常，不當是一回事。

當然，也不應要求太高，畢竟大多數人的腦袋，從生理結構看，跟原始人沒有太大分別。我們的生物本能和情緒感受，往往不是後天理性的知識可以改變的，而這一點，在以往多年來，可能是為我們的生存作出貢獻的，只是社會變化太快。過去兩百多年，人類社會，在財富和各種資訊領域上，增長速度遠超幾百萬年加起來，如此一來，我們有必要重新調節自己的反應和思考模式。

不難想像，也可從現實中看到，不少投資者是在進步中，尤其在知識的總量上，是隨着資訊增加的，但要應付的是態度，這一點，恰好不是多一點資訊可以給你的。

「豪宅大時代」會否來臨？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

百家觀點

六月初，香港東半山豪宅傲璇再下一城，地下及一樓複式單位以破9.5萬呎價成交，成為亞洲最貴分層豪宅。回顧傲璇過去一年的成交價，讀者會發現是屢創新高，從2014年中的11樓成交呎價約8萬，到同年8月的8.5萬，再攀上今天的9.5萬，整整14個月內已急升二成。同樣地，西半山的天匯單價(以40樓以上超高層數比較)也由2011年4月的8.3萬上升至今年4月的9.3萬，升幅達11%。這形成「一東一西」兩座豪宅分層大廈，單價「你追我逐」的有趣情形。

從具體數字來看，豪宅轉趨暢旺，也不單局限於「明星樓盤」上。據某大媒體統計，傳統豪宅地段如山頂及南區今年已錄得130億成交，並一舉突破2014年及2013年的金額。雖然今年只錄得近100宗一二手成交，但也接近2014年、2013年全年的117宗及95宗，筆者大膽地打賭今年該區成交量可直指200宗。

業主追價升勢轉向凌厲

如果以貝沙灣高層大廈單位成交情況去考量，讀者不難發現近兩個月有突破性發展。以今年四、五月為例，四月、五月的成交量分別是19宗及26宗，相比去年月成交量(以下半年比較)維持在8至17宗，可見明顯地轉活不少。根據當地代理稱，在四月份成交轉旺後，有三成的貝沙灣業主反價，使到市場調整叫價再高出3%，但是5月份仍然錄得26宗成交，反映業主有「追貨、追價」心態。一年間，買賣均價由每呎約20,100元急升到25,800元，升幅達28%，升勢轉向凌厲。

政府差餉物業估價署於六月發布今年首四個月的香港物業市場回顧中，全港A、B、C型私人住宅單位(面積在100平方米以下)和D、E型單位(面積在100平方米以上)，今年四月相比2013年12月售價指數分別上升21.67%及10.77%，反映中小型單位升勢遠遠拋離大型單位。以所有類別單位作分析，整體私人住宅的同期指數上升21.22%，也遠遠優於大型單位的10.77%。今年的「股市大時代」會否翻起「豪宅大時代」呢？

各大龍頭代理齊唱好

各大龍頭物業代理商高管「異口同聲」「出口術」唱好豪宅，指出4月份後，異常活躍的本地股票市場已產生財富效應，獲巨利者會轉移部分利潤到房地產市場，尤其是豪宅單位，由短炒改為長期投資方式。本地豪宅雖然回報率只有1.5%-2.5%，但是「長期低水」令升值前景較為看好。本地發展商也一改營銷主線，下半年積極推出豪宅單位。上周六更出現港島三豪宅新盤齊發局面，三個樓盤的共十三間豪宅同期開售，其銷售成績是未來市場指標。

萬眾期待的新鴻基何文田「天鑄」乘勢開售第一期住宅單位，首批戶型以4房為主，兼售少量2房單位，面積由902至2018平方呎，定位呎價介乎27,293元至48,074元，直追西九龍九龍站上蓋發展項目的海景單位呎價。開發商定價進取，說明對後市信心不減。

筆者同意今年首5個月，豪宅市道已轉趨暢旺，無論一二手市場成交量及成交額，都一洗過去兩年的頹勢，但是能否維持下去再創新高峰，則要視乎眾多因素。豪宅是「富人市場」，內地及香港企業家對香港政局穩定尤為敏感。如果2017年政改能夠順利過關，立法會普選可以落實，則特區政局會轉向理性務實，豪宅市場會受追捧向上。

利息今年內料不會上升

投資豪宅人士，大部分只是拿身家的一部分去買樓，樓價上升受利息走向影響不大。不過利息走向正說明全球及本地未來經濟榮辱與共，利息轉勢抽上是打擊樓市信心，對豪宅起了間接性平抑作用。如果應市場普遍預測，今年內利息不會掉頭向上，則豪宅市場剔除這個利淡因素，豪宅再發力上升阻力便少一關。

「中東呼吸綜合症」於韓國大規模爆發，疫情會否擴散至大中華地區呢？SARS經驗已告訴大家，MERS肯定是特區樓市全面殺手，不論大中小型住宅，都會面對成交量大跌及「中招」地區樓市「災難性」影響，未來本地樓市仍然會持續升溫要看疫情發展了。

如筆者前文提過，今天本地樓市因為眾多辣招已令一手市場主導整體表現。未來數月，本港發展商肯定會「乘勝追擊」「密集式」開售豪宅樓盤，後市看其銷售情況。如果仍然保持暢旺，發展商自然地提高呎價，部分購買力則轉戰二手市場，才會出現全面「豪宅大時代」，一二手樓價互相牽引反覆向上局面。

看來豪宅上升形勢客觀條件已經齊備，後市視乎其他「天時、地利、人和」因素如MERS擴散情況、利率走向、政改發展等等。無論如何，未來六個月本港豪宅可被看高一線，值得投資者注目一下。



■圖為香港西半山豪宅。資料圖片

經濟數據向好 日股料延續升勢

AMTD尚乘資產管理有限公司主席
曾慶璘

美股過去數年受到量化寬鬆(QE)政策的帶動下，股市均錄得兩位數的升幅。但隨着QE的結束，美股今年表現明顯乏力，上半年主要受到GDP收縮及加息的預期影響，令股市表現不能突破，繼續高位徘徊，S&P指數年初至今升幅僅為逾2%。相反，日本繼續QE，日股今年延續去年升浪，日經225指數已升穿20,000水平，年初至今升幅超過16%。日美股市的分野，當中反應兩地貨幣政策的背馳，及環球資金的取向。

美元走強影響企業盈利

美國經過數輪QE後，大量資金帶動美股走漲，但結束QE後，企業盈利成為美股日後走勢的關鍵。美國企業今年首季稅後盈利下跌8.7%，已連跌兩季，反映美元持續走強開始對美企盈利構成影響，同時亦意味着美股未來大升的可能性不大。雖然如此，美國就業數據持續向好，而且4月份核心消費物價指數（CPI）出現突破，實現增長0.3%，創下2013年1月以來單月最大增幅，且保持今年以來連續每月增長0.2%的走勢。如走勢持續，美國9月份加息的機大大增加，伴隨着美元繼續上揚，美企盈利將進一步受到考驗，不利後市表現。再者，美國S&P指數今年預測市盈率為17.78倍，但相對過去10年平均市盈率為高，以現時美企盈利表現來看，增速能否繼續支

持大市成疑。

相反，另一發達國家市場日本，貨幣政策與美國差異正在擴大，在資金泛濫及日本政府退休基金(GPIF)調降債券及增加股票比重下，未來續吸引其他退休基金跟隨，預料日股今年不乏資金支持。此外，日本經濟近期漸見起色，今年第一季GDP增長達2.4%，勝市場預期，創下了一年最快增速。當中受惠於企業資本支出持續上升，成為經濟增長的主要引擎之一。而4月份核心機械訂單季調後意外月升3.8%，日本企業持續提高資本支出，意味着市場需求改善及企業對未來經濟前景樂觀。

日經PE為19倍低於平均值

另一方面，支持日股走強的關鍵因素為日企盈利顯著改善，受日圓走軟推動，截至3月31日財政年度，東証一部指數的上市公司中，大約30%公司的全年純利創下歷史新高。預期在強美元元下，日圓維持低企，有利出口日企表現，支持日股升勢。最後，從股值來看，今年日經225指數預測市盈率(PE)為19倍，相對過去10年平均値近22倍為低，因而仍有上升的空間。

展望下半年，日股有望受惠經濟數據向好及企業盈利持續改善帶動，延續上半年的升勢。另外，隨着美國加息啟動，美元強勢不變，在日本量寬的環境下，預料日圓弱勢持續，如投資者看好日本股市，可選美元對沖的日股基金，免於美元走強下基金表現受到影響。

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。