

歐央行不會讓希債危機惡化

時富金融策略師 黎智凱

正當港股都聚焦在A股的反覆時，希臘債務問題惡化，值得投資者注視。任由希臘總理齊普拉斯如何斡旋，希臘與歐央行的救助計劃停滯不前，主要因為協議草案無法達成共識，而希臘亦非全心改革，早前就指希臘拒絕削減公務員工資及養老金，及增加稅收。欠債還可以這麼強勢的維護社會福利，多虧了歐盟這幾年的「縱容」。甚感「互利協議」、「解決方案」等堂皇的話，說到底都是債仔大過債主：債仔繼續無賴，投資者觀望的是債主要不要繼續當「水魚」。

救助對象一直是銀行非人民

希臘問題的嚴重性，早已病入膏肓，就業、經濟、民生、福利制度等都已惡化，國債、救助及不過是維持生命。由2010年歐債危機起，希臘一直靠歐盟續命，歐盟的救助也救贖了不少國際投資者。可是說穿了，救助資金救的一直是銀行，而不是人民。但出奇地，上周末有新聞指出，希臘銀行資金外流嚴重，相信本周一就會有銀行門戶無法營業，並需要實施相應資金管制政策。銀行體制停頓，所有的問題都會自然加速崩潰。

希臘資金外流問題料可舒緩

今天內如果希臘無法達成求助協議，銀行倒閉後，恐怕希臘連救助的對象都沒了。銀行擠提作為經濟崩潰的前夕，歷史上可見一斑，當中包括阿根廷的債務、金融海嘯、2011年歐債危機等。故此，歐央行不會讓救援數年的國家那樣惡化下去，以成為其他歐元區國家的壞榜樣。希臘應將獲得援助(希臘也沒有其他方法解決資金問題)，並以歐央行的資金作為其銀行體制的鮮血。只要在適當的資金管制措施下，希臘的銀行資金外流問題應該可大幅舒緩。

這一切除了透支希臘在國際舞台上的政治籌碼，還在透支對國民的政治承諾。希臘左



由2010年歐債危機起，希臘一直靠歐盟續命，歐盟的救助也救贖了不少國際投資者。圖為歐洲央行總部大樓。資料圖片

歐股回調後更具吸引力

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席 曾慶璦

今年「6絕」效應明顯，受到希臘債務危機的不明朗因素影響，環球股市多處調整加劇，歐洲首當其衝，泛歐600指數已從今年高位回落近8%，預料希臘債務問題仍未解決下，歐股短期弱勢持續，但中長線而言，回調後的歐股變得更具吸引力。

希債危機談判料有驚無險

希臘多次瀕臨破產邊緣，但每次到了最後關頭均與三大債主，即國際貨幣基金組織(IMF)、歐洲中央銀行(ECB)和歐盟達成協議，獲得援助金。每次的談判均對歐股牽起陣陣漣漪，但最後達成共識卻成為歐股再創高峰的催化劑。

今次來說，希臘必須於本月30日償還IMF高達16億歐元的欠款，早前債權人和希臘總

理齊普拉斯在討論延期的問題上，提出了改革建議，包括讓企業能更靈活的僱傭和解僱員工、削減退休金以及增加銷售稅等，但齊普拉斯拒絕進一步削減希臘退休金以換取債權人新援助金的要求。雙方談判陷僵局，令希臘債務違約及退出歐元區的風險升溫。

希臘無論脫歐或違約與否，月尾才有定案，但以現時歐洲的情況而言，即使脫歐，相信只會對歐元區帶來短暫震盪。希臘本身對歐元區的經濟貢獻不多，GDP佔區內比重僅2%，而希臘債務佔歐元區債務比例亦不到2.5%，因此即使希臘違約脫歐，對整個歐洲經濟的衝擊將有限。再者，歐元區現時已建立統一銀行監管和歐洲穩定基金，有助金融危機爆發時降低整體銀行業的系統性風險。

改革新政多 港股添動力

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管 陳羨明



由於昨天A股假期休市，港股續升，A股較H股溢價已由月初近四成三，降至約兩成六。圖為山西證券營業部散戶大廳。資料圖片

早前港股市場波動性較大，且表現遠遠落後於A股，量度AH股整體差價的恒生AH溢價指數月初升至高位142.8，主要緣於本港面對不少政治、社會和經濟問題，不確定性讓港股投資者持謹慎觀望態度。上周四政改和美聯儲議息結果出爐，不確定性因素消除，當天A股上證綜指下跌3.67%，恒指僅微跌0.22%；上周五上證綜指大幅下挫6.41%，恒指反而上升0.25%。昨天恒指更大幅上升320點或1.2%。

A股較H股溢價大為收窄

港股近日靠穩，上周H股連日跑贏A股，

短短7個交易日，溢價已大幅收窄，上周五跌至127.5。由於昨天A股假期休市，港股續升，A股較H股溢價已由月初近四成三，降至約兩成六。大市近日的表現印證了我們上周二於本欄《政策紅利多 港股不太淡》一文的預判。文章對本港政改投票結果，以及外圍美國聯邦儲備局議息會議對大市的影響進行了分析。

文中指出：「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週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。」「近期美國經濟數據並未明顯改善，對聯儲局會否提前加息沒明顯的提示，而且4月份以來，港元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。」

上周四政改遭否決時，恒指曾急跌157點，隨即回升119點。事實上，政改方案未能通過，在經濟上不會改變香港在內地資本市場改革開放中的戰略地位，不會改變兩地經濟、金融融合，內地資本走出去的大趨勢。特區政府將會把精力重投本港經濟層面上來。聯儲局鴿派表態強調漸進式加息路徑，推動美股周四大幅收高，納指更大漲

此外，雖然一旦希臘脫歐將引起歐股震盪，但現時歐元區的寬鬆貨幣政策持續，及經濟復甦漸入佳境，相信能支持歐股中長線向好。歐元區最近經濟數據好轉，5月綜合採購經理人指數(PMI)終值上修至53.6，4月零售額月增0.7%，增幅為去年初以來最高，4月份失業率則下降至11.1%，創3年新低。備受關注的通脹率亦隨經濟回暖而上升，5月通脹年率終值回升0.3%，是6個月來首次轉升，為歐洲經濟復甦帶來曙光。

可分段吸納歐股基金或ETF

今年泛歐600指數的預測市盈率為16.18，比過去3年為低，相信現時歐股回調已為投資者帶來入市機會，但鑑於希臘債務及脫歐問題還未明朗，6月歐股向下風險仍在，如投資者長線看好歐洲市場，現時採用分段吸納歐股基金或ETF的策略較為可取。

1.34%創下了歷史新高。聯儲局議息會議也沒有成為影響近期港股走勢的主要矛盾。

正如我們6月9日於本欄《本月變數多 關注改革牛》一文預計的一樣，對於港股來說，本月影響股市的變數確不少。儘管A股上證綜指屢創高位，但當天我們指出，「昨天上證綜指在金融為首的藍籌板塊的強勁拉抬下反覆攀升，漲幅超2.17%衝上5,100點關口，再創近7年半新高。本月變數較多，後市仰望改革牛繼續發力。」

A股若續挫 港股料受拖累

短期面對的兩個不確定性因素是：一、外資近日以A股溢價過高連環唱淡A股，受多方面因素影響，上證綜指上周震盪累挫13.32%，為2008年金融危機以來最大單周跌幅。二、困擾市場多時的希臘危機未有突破。希臘問題不足以影響港股的大方向。相比之下，港股較受A股影響。若A股持續下挫，港股短期不排除繼續出現短暫的下探或震盪。

然而，港股估值已處於相對低的水準，恒指現市盈率約11倍，相較MSCI新興市場指數約14倍的市盈率已出現一定幅度的折讓。內地及香港基金互認下月啟動，深港通即將成行，以及個人QDII2有望推出等內地及香港金融融合的一系列改革新政，都是支持港股上升的動力。

債息回落利好 希臘傾向以債養債

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

踏入6月中，國際金融市場氣氛有點緩和，雖然危機並不絕於耳，而結構性的危機，更是說之不盡。既有希臘債務問題，拖拖拉拉幾年，未見有解決良方，而美國聯儲局在量化寬鬆完成退市後，始終有一天要加息，只是這個或遲或早的加息，困擾大眾多時，究竟是這一次，抑或是下一次，一直在投資者心中存疑。大概只有真的進行了第一次的加息，啟動了加息周期，才可解除這種疑慮。

不過，話分兩頭，以上只是新聞頭條式的報道，以及想當然的推測。市場參與者的傾向，未可單憑媒體報道得知，反而最有效及最有效率的資訊反映，始終是真金白銀的押注。在市場上買賣，透過價格和數量，才是最客觀。當然，這種客觀不無缺點，有時大家太過看重短線利益，跟風炒作者眾，偏離基本面合理估值的情況，時有發生，而即使從中長期而言，不少投資市場的方向，與學術上的估計，仍然有相當分歧。

無論如何，近兩周所見，隨著美國聯儲局不打算在6月份加息，而主席耶倫發表講話，外界傾向解讀為寬鬆依然，加息不是急於進行，一切有商有量，有時間可以等。一般以為，年內總有一至兩次加息，但目前這種估計，多已改為一次起，而不必兩次止。

美不急於加息漸被確認

當美國不急於加息的訊息漸漸為人所確認，投資者的行為，立即有別於5月末至6月初時，不再急急拋售債券，近日所見，債息回順，即可見一斑。當債息由急升轉為回順，正如之前一樣，各種資產類別也有所回穩，反應未必完全一致，幅度未必相若，但方向卻大致趨同。這樣一來，投資者於半年結前再大舉拋售國債，以至全球市場震動的機會，應該已相對減少。

當然，沒人可以說得準，歐洲是否可以渡過這一難關。希臘是難處理的，如今國際貨幣基金已明言，若希臘不能還債，便會以違約處理，一副公事公辦的態度。

但大家若單憑此，便以為沒有轉圜餘地，可也真太小看了與會各國的政治智慧。是的，希臘在可見將來，都無法還得起各種債務，皆因其本身的經濟實力，沒有足夠產生收入的條件，而事實上，連當日可以加入歐元區，在歐盟佔上一席之地，難聽說句，當日的造假也有一定功勞。

然而，客觀看，其他歐盟國家，難道真的完全不知情？不會的。只是隻眼開，隻眼閉，在加入成員多多益善，以壯聲勢，正合用人之雙，這種長遠結構性經濟實力不足的難題，都不成問題。

容許希臘脫歐恐被效法

正因如此，難道經過金融海嘯後，便可以完全名正言順地把希臘一腳踢走？不是不能夠，也沒有所謂不應該，只是政治上，這不好看，也沒有好處，這是利害計算過的。若容許希臘脫歐，則其他各國怎樣？當然，反過來說，也有道理，若讓它賴債，其他各國又怎樣？故此，最合理方案，是讓它以債養債，不必真的產生更多實質收入，已可還債。



分析認為，若容許希臘脫歐，則其他各國怎樣？若讓它賴債，其他各國又怎樣？故此，最合理方案，是讓它以債養債，不必真的產生更多實質收入，已可還債。圖為希臘國會大樓。資料圖片

內房市場終於止跌回暖

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業



內房5月份升勢主要得力於一線城市領漲因素，尤其是深圳及上海，新建住宅價格按月分別上升6.6%和2.2%，令到四大一線城市上漲3%。

在6月18日融創中國推售北京二環貫重住宅樓盤時，孫宏斌主席被問及對內地樓市展望。他表示一直不看好房地產市場，但一線城市沒問題，如北上深，主因供需因素，她們城市人口一直向上，這樣的市場都看好。

孫主席對一線城市豪言一一被五月份市場銷售成績印證了。

根據國家統計局最近公布的5月份70個大中城市住宅銷售價格數據，新建商品住宅及二手住宅價格，分別環比上漲的城市有20

個及37個，顯示上漲城市數目正逐步增加，樓市價格向好。5月份升勢主要得力於一線城市領漲因素，尤其是深圳及上海，新建住宅價格按月分別上升6.6%和2.2%，令到四大一線城市上漲3%。內地樓市「救市」措施效果日益浮現，最早受惠是房屋儲量於正常水平的一線城市，例如北京消化儲量估計不少於16個月，但是上海/深圳只約9個月，成都市則約6年時間。

內地商品房5月「價量齊升」

「紅五月」為內房企業打了支強心針。全國商品房5月銷售均錄得「價量齊升」，銷售金額及面積達6,670億元(人民幣，下同)和9,615萬平方米，較去年同期大增24%和15%。受「紅五月」佳績帶動，今年首5月的全國銷售金額及面積達2.44萬億元和3.6萬平方米，分別按年增3.1%及下跌4.8%，銷情已經大幅改善。內地房產專家預料下半年銷售情況仍會持續向好，使房企資金較為充裕，並且吸引再積極重新投入土地市場。

如果不單看今年5月成績，則讀者會發現其他城市復甦形勢不一。按年來看，70城市新房價下降城市有69個，僅深圳一個上漲，增幅達7.7%，且其中6.6%升勢體現在5月中。70城市新房價格平均按年下跌5.7%，為連續第9個月下跌，但跌幅較四月的6.1%收窄。筆者相信可見未來政策刺激效果將集中於一二線城市，當開發商資金重臨一級市場時，一二線城市中心區會再出現

地王，但是三四線城市剛需情形短期不會大升，三四線城市樓盤暢旺局面不復見，一二三四線城市房價差異進一步擴大。

一線城市的現行刺激樓市措施已經具體體現，新輪接力上升動力依賴深化政策出台。據內地傳媒報道，廣州市住房公積金管理委員會已審議並原則上同意試行開展個人住房公積金貼息貸款業務及個人住房抵押貸款證券化業務。個人住房抵押貸款證券化業務指金融機構將現有房貸資產打包以債券形式上市買賣交易，盤活抵押資金池。住房公積金貼息貸款對房貸者提供直接優惠，商業銀行向購房者提供貸款，由公積金中心補貼商業貸款和公積金貸款之息差。

發展商全身投入一線城市

以往因為放款時間過長，廣州開發商多不接納，但是住房公積金中心會對相關條款完善以配合市場正常運作。讀者不要忘記，這些後續刺激樓市措施受制於城市經濟情況，尤其是地方政府財政是否充裕。一線城市可以產生的扶助政策，將較三四線城市容易落地，因為後者面對早期過度投資基建和造城活動，但是公共資金礙於地方買地收入銳減及其他稅務未可跟進補貼，地方政府財政難免糟糕。這個惡性循環令開發商和機構/個人投資者卻步三四線城市，全身投入一線城市及供求平衡的二線城市。

經過內房黃金廿年，房產市場對內地經濟

拉動作用正面對挑戰。內地政府表明未來經濟增長由固定投資轉為內需拉動，對商業地產是絕對利好。近年來，國內互聯網經濟迅速冒起，初期委實對傳統商場產生利淡因素，但是隨著消費者對價格高低產品選購渠道趨向成熟，城市中心區和郊大型商場逐漸找到市場定位，商業地產結合成熟互聯網銷售渠道已成為不俗投資工具。和住宅市場相近，商業地產道視乎城市第三產業進程，如北京/上海價格冠絕全國，深圳/廣州追隨其後，大部分二線城市包括重慶、成都、瀋陽、大連、武漢、南京等等只是單依賴本地顧客，當遇上近年大量建造商場活動後已出現空置率約半的現象。

辦公室市道只能集中注目於北上廣深四大城市，尤其北京及上海發展時間長，外資公司進駐經年，整體市場較成熟。最近5年，廣州/深圳政府銳意擴張第三產業，對房產需求持續增加，促使後二城市近年「價量齊升」。

內地樓市回暖是已經初步確定，大型一線城市是領跑者，中型二線城市看供需局面，三四線城市只望進入消化期，不至出現崩盤情況。商業地產已經找到各自定位，服務業發達的一線城市會慢慢步入成熟期，「供需平穩」是指日可待。中央/地方政府刺激樓市措施必須深化，才可買下時間支撐經濟等待內需活動振興經濟，房產變成市場力量主導，而不是拉動經濟增長的工具了。