

# 流動性寬鬆 牛市格局未變

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管  
**陳羨明**

A股近日暴跌，上證綜指上周五跌7.39%，為2015年1月19日以來最大單日跌幅，連續第二周上演黑色星期五，全周累計下跌6.37%。昨天一度重挫逾7%，最終跌139.84點或3.34%。

不過，港股恒指上周僅跌96點或0.36%，國企指數只跌0.74%，可見港股相對穩定。量度AH股整體差價的恒生AH股溢價指數由6月19日的127.5跌至上周五的124.5，反映上周H股跑贏A股。受累希臘債務違約升溫，市場憂慮希臘脫歐，港股跟隨A股和外圍股市進一步下跌2.61%，歐股早段亦下挫。

本港政改投票結果，以及外圍美國聯邦儲備局議息會議對港股市的影響已告一段落。上周二我們於本欄《改革新政多 港股添動力》一文指，「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。」

「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，上證綜指上周震盪下挫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。」

事實上，雖然港股上周僅略為走穩，但A股積弱，希臘債務違約問題進一步惡化，均牽動投資者情緒，導致上周港股先升後跌，昨天恒指更曾一度下挫1,046點。對於A股大跌，市場有多種解讀。其實，外資唱淡、減

息降準預期降溫、資金去槓桿、中證監加強監管場外配資活動等等，都對股市有影響。更深層次的矛盾是，地方債發行導致債券收益率的上升，以及貨幣政策持續保持沉寂引發的對寬鬆預期的疑慮。

## 減息降準助確立量寬信號

但人民銀行上周六宣布，自2015年6月28日起有針對性地對金融機構實施定向降準，下調金融機構人民幣貸款和存款基準利率0.25個百分點。本次降準定向降準打破了貨幣政策近50天的沉寂，確認了流動性進一步邊際改善的信號。

除此以外，導致當前市場出現下跌的其他多方面原因依然存在，但此次人行定向降準降息將對市場產生正面影響。流動性的釋放難以解決短期資本市場的資金供求，但有助於改善市場對於流動性的預期，有助於資本市場的基礎更加穩定。長遠看，降準降息對實體經濟利好，有助於經濟的企穩和轉型。

## 港股市盈率跌至偏低水平

市場流動性繼續寬鬆、居民財富分配的格局未變、改革開放紅利釋放，以及大眾創業等因素，將可激發市場活力，改革牛格局未變。不過，不可否認是，近日A股的暴跌使市場中長期的上漲速率明顯放緩，牛市的快速上行格局已出現變化，市場正尋找新的平衡。自2014年11月啟動降準降息以來，之前每次寬鬆都是單邊降準或降準，本次定向降準和降準同時啟用，這雖算不上改革新政，但時點上對應資本市場大跌尤為明顯，寬鬆力度超預期，顯示監管層對此次市場調整頗為重視。港股恒指市盈率已跌至約10.5倍，處偏低水平，大市愈往下走，安全邊際愈高。

# 中央加碼扶持 內房復甦在即

AMTD 高乘資產管理有限公司主席  
**曾慶璜**

6月港股明顯回落，未能打破「6絕」的魔咒。受到多項不明朗的因素影響，包括聯儲局的加息取向、本港的政治因素及希臘的債券危機等，均拖累大市走弱，加上受累於內地A股的振盪調整，恒指一度跌至26,500水平。幸好隨着部分不明朗漸散，港股逐步回升，現時似乎調整已完成，只剩下希臘的債券危機需有待解決。如未來「7翻身」又再出現的話，現時港股或已屆撈底之時。

## 減息降準料會陸續有來

中國經濟並未顯著改善，6月匯豐中國製造業PMI初值為49.6，雖創3個月新高，但已連續4個月位於盛衰分界線之下，顯示製造業仍未擺脫疲態。此外，5月份CPI按年只上漲1.2%，升幅比預期低，亦是年內首次回落，反映通縮壓力逐漸擴大，但同時意味着寬鬆貨幣政策仍是今年主軸，減息降準應陸續有來。

在此經濟環境下，為積弱的房地產市場迎來轉機，加上經濟下行壓力日增，中央不得不加碼扶持房地產，以穩定經濟增長。今年內地房地產政策逐步鬆綁，限購城市由以往的46個，減少至現時5個，即北京、上海、廣州、深圳及三亞，反映了大城市房產需求仍熾熱，而政策亦有助紓緩二、三線城市庫存壓力。此外，今年3

# 內房復甦在即

月，中央推出有利房地產新政策，宣布將二套房首付比例下調至不低於40%，以及調整二手房交易稅免徵門檻由5年縮短至2年。

市場對新房地產政策反應正面，而近期數據顯示房產市場的確有回暖跡象。國家統計局公布今年首5個月，全國商品房銷售額按年增長3.1%，為2014年初以來首次，而5月份70個大中城市新建商品住宅售價的綜合平均升幅較4月擴大0.7%，主要受一線城市的升幅所帶動，當中最高漲幅為深圳，升6.7%，北京、上海分別升1.4%、2.6%。

## 確立內房最壞時刻已過

另外，國際評級機構穆迪亦將中國房地產行業評級展望由負面上調至穩定，並預計內房銷售未來1年將出現溫和增長，確立了內房的最壞時刻已過，投資者可積極關注內房板塊。預料在寬鬆貨幣政策主導下，第3季內房將延續第2季的復甦勢頭，而且內地股市從去年到現在已上升不少，當中產生的財富效應會逐漸釋放，繼續利好樓市。此外，市傳現時中央正考慮取消樓市外限令，即開放外資購買內地樓，預料將進一步帶動一、二線城市的購房需求。

現時內房股估值吸引，今年預測市盈率平均只有單位數，來季可望追落後，當中大型及負債率較低的內房股較可取，因負債高的中小型內房股的配股風險較高。

# 「新三板」具中國特色

時富金融策略師  
**黎智凱**

香港的投資者對內地的主板和創業板較為熟悉，卻較少有人對「全國中小企業股份轉讓系統」，俗稱「新三板」有所耳聞。新三板上市的公司主要為創新型、創業型、成長型中小微企業。新三板設計的初衷是作為中小微企業媒介，幫助其發展、資本投入與退出，而不是以股票交易為主要目的。新三板交投量小，市場較不活躍。

新三板的誕生十分具有中國特色。與新三板對立的老三板原本是為專門收納退市公司，為了使買入退市公司股票的股民有場地交易，安撫股民情緒而設立的，當時叫「代辦股份轉讓系統」。之後因為三板都是些缺乏投資潛力的公司，為了活躍市場，扶持有朝氣和創新能力的中小公司，證監會對三板進行了擴容，吸引了一批有融資需求、但又無法到主板上市的初創型公司。2006年時，證監會將北京中關村科技園區的企業全部納入該系統，所有園內的企業都可以掛牌交易，這就是「新三板」的誕生。2013年之前新三板只在國家欽定的四個高新區實行，即北京中關村科技園、上海張江、天津濱海、武漢東湖。2013年，國務院常務會議明確提出將股轉系統試點擴大至全國，新

三板也成為「全國中小企業股份轉讓系統」。

## 掛牌條件十分寬鬆

新三板掛牌條件十分寬鬆，只需依法設立且存續滿兩年，業務明確，有持續經營能力及滿足合法規範經營等其他條件即可。目前在新三板有2,100多家協議方式掛牌公司，520家做市方式掛牌公司，其中大部分是科技公司。

## 不設涨跌幅限制

由於在新三板上市的中小微企業具有較高風險，且不設漲跌幅限制，新三板實行嚴格的投資者適當性管理，主要鼓勵機構投資者，如證券公司、保險公司、私募、風投、合格境外投資者和企業年金的參與。自然人需要同時滿足兩個條件：名下擁有市值500萬人民幣的證券類資產和具備兩年以上證券投資經驗或會計、金融、投資、財經等相關專業背景或培訓經歷。機構投資者同樣需要滿足註冊資本（針對法人機構）或實繳出資（針對合夥企業）總額達500萬人民幣，或者是被監管機構認可的集合信託計畫、證券投資基金、銀行理財產品等。若掛牌公司原有股東不符合投資者適當性要求，則其只能買賣其持有或曾經持有的掛牌公司股票。

# 從武則天治國論企業管理

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
**張宏業**

最近，香港電視天天連播《武媚娘傳奇》，翻起不少熱話，做出不俗收視率，更引起大中華社會研究盛唐歷史熱潮。武曌出身官宦世家，選為太宗才人，出家感業寺為尼姑，重回後宮封為昭儀，一步步登上高宗皇后，高宗死後廢立兒子成為首名更是唯一女皇帝，「神龍政變」被迫傳位給中宗李顯，國號從大周回復大唐，終於病死洛陽宮，結束傳奇悠長一生。

無論歷史學家是傳統儒家衛道之士，或是創新的女權主義者，都無不承認武則天是出色政治家、文學家及後宮之主。縱然唐朝已經是較開明時代，但是女權能獨壓強大男權勢力，以女流統治大唐江山超過十年，開創相比「貞觀時代」更加富裕安定社會及更大土地面積的封建朝代，武則天高明治國手段是絕對，其統治方法可堪現代企業管理人士借鏡。

武媚娘有着矛盾一生，有着雙重性格。從幸福無憂官宦女兒，父親過世戛然而止，母親、姊妹受盡同父異母哥們的迫害，毅然14歲帶着夢想走進唐太宗的後宮，被皇帝封為五品才人，但是不受皇上寵愛。因為無兒女，太宗謝世投出家感業寺。

## 合理調整企業方略保優勢

李治當上高宗後，王蕭后妃爭寵引入武氏回後宮，最終擊敗兩后妃登上「後宮之主」。武曌那種「自強不息」精神，善於把握時機，經過耐心部署「一擊即中」，實是現代企業家和管理團隊必需培養的精神。今天的各行業行情「瞬息萬變」，競爭者隨時湧現，上半年成功策略可能下半年已失效，懂得預先閱讀形勢，進行合理調整企業方略，這才是保持企業優勢的不二之門。

當武則天初回李治後宮，巧妙地向王皇后結盟，對付共同敵人蕭淑妃。她更於後宮中建立龐大「宮女聯網」，以收集後宮皇后妃嬪舉動，以迅速行動化解自身危機。

如高宗聽信當朝大臣意見，決定廢去武氏皇后，武后已經收服，並且趕及皇令頒布前，趕到高宗面前質問理由，成功阻止廢立行動。但是當武氏「羽翼豐滿」時，以皇后涉嫌殺害親生女兒的罪行，一舉打敗王皇后。在現代企業世界，公司在不同階級應運用相應手法，適當時間可同行家或跨行業相互結盟。最近萬科與萬達兩所房企巨頭結盟，以取各自在住宅及商業物業豐富經驗共謀大事，這便是個典型「雙贏」例子！

# 希臘資本管制 談不攏惡果漸現

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

百家觀點

希臘債務危機，沒完沒了，明明已經迫在眉睫，6月底的期限快要屆滿，仍是不能達成協議，各方未有重大讓步的跡象，外界一般估計的樂觀結局，似乎難以在日內出現。整個遊戲明顯是雙輸，而非雙贏，理性者不為。何以有此一象，看似難以理解，其實不然。

## 各方看重以後的每一局

基於整個博弈，不難看出是雙輸，但沒有理據證明與會者是不理性的，只要假設其為自利，而擺在眼前的信息，即使並不完全，也不能算少。如此說來，即可推算，各方看重的不是這一局，而是以後的每一局。

事實上，無論是希臘作為債務人，抑或歐美先進國家所代表的債權人，大家都清楚知道，短期而言，達成協議較不達成協議好。問題卻在，長遠而言，這未必是同一回事。

可不是嗎？若以限期迫近而言，的確是愈快解決愈好。然而，考慮到希臘其實在經濟實力上，根本無法產生足夠的收入，以養活國民又同時還款，故此，金融海嘯後累計下來的債務負擔，只會把經濟增長的動力一次拖壓下去，造成惡性循環。

是的，與會各方無不知道這一點事實，正因如此，便要商討方案，讓各方都可以接受，既要把希臘的經濟增長搞上去，又可以滿足債權人的基本要求。不過，這是難以做到的。短期的刺激經濟措施，肯定是增加政府公共開支，大搞基建，大派福利，減少稅收；但這根本與債權人希望的平衡預期和花費有度的觀望背道而馳。

長期而言，希臘需要的是很大的資本積累，不論是外商直接投資，抑或本身人力資本，多多益善。但在目前的情勢下，資本不外流都不可能，何來增加投資，即使是本身國民，也只望能夠從銀行體系中多提款一點。的確，希臘已宣布實行資本管制，這是很壞的一着，也是走上不歸路的一着。資金自由流動，是最起碼的保障，有入無出的，則連一開始想入的都不再入了。

目前的希臘領導人，是把當地經濟命運一次過押注了，國民的投票結果如何，很快便有分曉。但可以肯定地說，如果有選擇的話，絕大多數當地人理性的都明白，與其與債權人硬碰，導致如今局面，較好的仍是放棄一些福利，有些甚至是幾乎拿到口的，本來是最合理期望的退休福利，而換取當地銀行體系仍有緊急應用的資金。

## 歐美要讓希臘感受不還債苦果

顯然，歐美先進國家的打算是，要讓希臘真正感受到，不還債是有後果的，不是口中說說而已，而是立時的金融體系發生情況。只有如此緊急，才有可能讓舞台上的參與者冷靜下來，思考讓步的可能性。

說起來，筆者早前提到的，希臘與美國當地商談財政債務上限會談，何其相似！



■無論是希臘作為債務人，抑或歐美先進國家所代表的債權人，大家都清楚知道，短期而言，達成協議較不達成協議好。圖為希臘神廟景點。 資料圖片

# 歐市再度波動帶來入市良機

施羅德歐洲股票基金經理  
**Martin Skanberg**

由於被希臘有可能即將發生違約的陰霾所籠罩，歐洲及亞洲市場出現恐慌，而近期債券及貨幣市場的逆轉亦令歐洲股市普遍受壓。然而，仍有許多其他因素為股價帶來支持，從而使歐洲股市成為具吸引力的投資。

最近幾周債券市場的波動性增加，導致部分投資者感到憂慮，並為歐元區股市帶來壓力。然而，我們認為這種走勢主要表明市場環境正在回復正常化。由於投資者擔憂歐元區經濟疲弱以及面臨通縮威脅，作為較穩健的德國政府債券需求大增。通縮威脅似乎已經消退，因為初步數據顯示5月份歐元區年度通脹率上升0.3%，較4月份的零增長有所回升。與此同時，經濟增長雖然緩慢但確實持續回升，今年第一季度歐元區國內生產總值增長達0.4%。

德國債券利率上升亦可能受另一個因素所影響，那就是希臘即將發生違約的可能性。大部分希臘債券由機構所持有，擴散風險較為有限。然而，倘若討論已久的希臘脫歐事件最終發生，市場的信心在一段時間內將會受到負面影響。

與此同時，隨着債券利率上升，歐元兌美元轉強。

今年初，由於歐洲央行採取行動以及市場預期美國經濟復甦將促使聯儲局提前加息，歐元匯率大幅下跌。近期美國部分經濟數據表現低迷，所以市場對聯儲局加息預期提出質疑，美元亦因此出現下跌。

## 銀行對企業借貸開始回升

政府債券利率下降及歐元疲弱是推動歐元區股價上升的兩大因素，因此，當這些趨勢出現逆轉時，難得股市會面臨部分壓力。然而，這些絕不是支持股價的唯一因素。自去年資產質素評估後，歐洲銀行業復甦，銀行對企業的借貸開始回升，仍是重要的推動因素。在多項信貸調查報告的支持下，我們預期這種趨勢在未來幾個季度將進一步加快。

此外，企業方面亦出現利好跡象。在第一季度業績公布期內，歐洲企業大致表現良好。銷售及利潤均出現改善，而較強的銷售額顯示利潤增長不僅是因為削減成本。此外，銷售增長不僅受惠於利好的外匯匯率，由於基本需求持續回升，許多歐洲企業錄得更強勁的自然增長。

我們需要進一步指出的是，我們原先預期油價下跌將為消費帶來支持，但這情況尚未完全呈現。綜上所述，這些因素將為歐元區股市帶來進一步支持，而由希臘危機所引起的市場波動亦將為我們帶來入市良機。

帝，但是仍然時常受到李唐宗室和李氏舊臣挑戰。她運用不同手法去處理各種危機，依賴仍是一群忠實班底，這證明古今管理道理也是「源出一轍」，強大有效管理團隊才是治理核心。

武氏也深明進退之道。大家說「神龍政變」強迫武氏退位，不如說大周皇帝深明進退之道。神龍年間，武氏身體衰弱，繼位問題已基本上確立回歸李唐皇族。歷史學者認為武氏是基於現實角度讓位給兒子李顯，因為武家人丁單薄，根本找不出治國之君。未來如能回復李唐天下，武后重回李治皇后稱號歸葬乾陵，則武后及武氏一族還可永享唐朝上下尊敬和擁戴。當現今企業走到盡頭之路時，領導團隊必需懂得如何「收科」或如何「轉型」求生！古代唐朝時代，武則天是一代女中豪傑，況且敵不過自然規律，何況是構成企業處於千變萬化時代呢。

毛澤東主席以一段精闢話語評價武則天。他說武則天既有容人之量，又有識人之智，也有用人之術。新中國著名詩人郭沫若給武則天寫了一副對聯：政啟開元，治為貞觀，芳流劍閣，光被神州。這正好為武則天承接貞觀之勢，締造大周光輝皇朝，開啟玄宗開元之治作歷史定位。現今企業家夥同高級管治團隊當以武則天一生行事為個人為公司管理參考材料，作為應對今天複雜多變的營商環境的一本不可不讀的工具書吧！