

A股大幅震盪 這次有何不同？

中銀香港高級經濟研究員

戴道華

財經述評

內地股市上證綜合指數於6月12日高見5,178點後一度下挫逾兩成，進入傳統智慧所指的熊市。不過，這一傳統智慧源自成熟股市，內地股市近期波幅之大遠超其他成熟市場，所以傳統智慧未必完全適用。

在這一輪調整之前，內地股市的一輪升浪始於2013年6月底，在約兩年時間裡上證綜指累計上升1.8倍，雖然離其2007年10月中的歷史高位6,124點尚有一段距離，但兩者的升軌頗為相似。當時的大升浪始於2005年6月初，在差不多兩年半時間內上證綜指累計上升了5.1倍，當中也曾有觸及4,335點後經歷過一次逾兩成的調整，但其後便重拾升軌，再創新高。然而，兩次市況的相似之處似乎止於此，這一次內地股市欲創新高，其難度恐怕要比2007年為大。

07年牛市獲實體經濟配合

首先，2007年的牛市頂點有實體經濟表現的配合，當年中國經濟錄得14.2%的實質增長，為1992年以來的最快，而名義GDP的增幅更高達23.1%。反觀目前的牛市，其背景是中國經濟的實質增長率繼2014年放緩到7.4%後，今年首季進一步放緩至7.0%，名義GDP的增幅也不到9.0%，兩者皆是2007年記錄的一半或不到。換言之，目前股市上升的動力主要來自改革和政策的支撐，來自實體經濟的支持並不強。

上市公司盈利今年勝當年

不過，上市公司盈利在經濟增長放緩之下卻是猶勝當年。根據Bloomberg的統計，上證綜指成分股的每股盈利在2007年時為133元人民幣，而市場對2015年其每股盈利的預測為246元人民幣，在該整體盈利表現之下，上證綜指在高見5178點時其市盈率為25.9倍，顯著低於2007年見頂時的40.7倍。但畢竟在目前經濟下行壓力大的情況下，難以寄望上市公司盈利會出現奇跡來支撐大市。

其次，自2007年以來，內地股市有了長足發展，伴隨着更多公司上市以及已經上市公司股價的上升，內

地股市的規模顯著擴大。根據世界交易所聯合會(WFE)的統計，上海證券交易所上市公司數目從2007年6月的850家增加至今年5月時的1,058家，連同股價的上升，上海證券交易所上市公司總市值從2007年6月時的12.9萬億元人民幣擴張1.8倍至今年5月時的36.1萬億元人民幣。在這種情況下，要把股指推高同樣的幅度，所需資金便要是當年的近3倍，儘管今年以來每天萬億元人民幣的成交並不罕見，但其難度已經提高。

市場規模大增添攀高難度

還有，股市的集資活動在今年更為活躍，這對於調整中國經濟的融資結構、發展直接融資是十分積極的，但就會對股市再升帶來一定壓力。內地股市曾在2005年5月25日至2006年6月2日逾一年時間因為股改而暫停新股發行，是當時新股發行暫停時間最長的一次，內地股市的牛市恰好也在同一時間啟動。時至2007年，上海股市的IPO和總集資額在IPO重啟後分別居全球第二和第三位，均超過香港。這一次，內地

股市IPO早已在2014年初重啟，到了今年，預計內地股市的IPO集資額有力挑戰全球第一，總集資額也有望挑戰全球次席，內地股市在上升時要消化的集資壓力不小。

最後，與2007年相比，目前內地股市的複雜和成熟度增加。2007年時A股投資者要獲得投資收益，只能依靠股市上升，投資的單邊取向明顯。之後，融資融券業務正式在2010年開展，意味着通過融資交易，投資者可以以槓桿形式從升市中賺取更大利潤，而通過融券交易，則可以在跌市中獲取以往無法獲得的利潤。另外，滬深300股指期貨也在同年推出，這意味着投資者擁有了在升市和跌市中獲利的投資工具。這樣，今年股市的漲跌走勢儘管與2007年相似，但背後的內涵其實有較大區別。

參考上海證券交易所的數據，在6月12日上證綜指處於今年高位時，融資餘額高達1.45萬億元人民幣，同日融券餘額只有60.2億元人民幣，顯示散戶為主的內地股市仍然鍾情買入，槓桿投資成為牛市的一個重要動力，但同理任何去槓桿的政策措施都可能引發大幅調整。

此外，滬深300股指期貨未平倉合約有13.9萬張，現貨和期貨互動也令市況走勢更為波動。據此，內地股市要再創歷史新高，其難度或更大。

難達共識 希債違約幾成定局

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

希臘債務及援助談判急轉直下，隨着歐元區其他國家拒絕希臘的要求，把即將到期的援助計劃延長一個月，令希臘政府亦隨即宣布，將就計劃進行全民公投，而且亦不滿債權人要求的政策性改革，及財政預算削減措施。

歐元區財長已打定輸數

荷蘭、德國及芬蘭財長先後表示，對希臘的表現感到失望，而且表示目前已不具備進一步的談判基礎。據了解，多國財長已經把談判的焦點，由如何拯救希臘，變為如何善後希臘債務違約的後果。希臘目前的救助計劃達到2,450億歐元，而涉及的債務將會逐步到期。據了解，明日希臘政府需要向國基會償還15.5億歐元貸款。若希臘政府到時未能有足夠資金償還貸款，希臘政府便無力償還這筆錢，令希臘出現債務違約的情況。

雖然是在是次會議後，歐元區集團主席在見記者時，沒有開腔表達想希臘留在歐元區內，但西班牙財長坦誠表示，希望希臘留在歐元區內。至於希臘未來發展的情況將會怎樣，似乎很大程度上要看歐洲央行的態度。過去幾個月，希臘資金外流的情況非常嚴重，而歐洲央行不斷提高緊急流動性支援上限，才可以把希臘的銀行及金融市場運作持續正常至今。

但昨日的情况亦急轉直下，消息指歐洲央行將不會再上調對希臘的緊急流動性支援上限，但目前提供的額度維持不變。事實上，自2012年起，其實歐洲央行、歐洲委員會及不少歐洲國家，已經為希臘可能退出歐元區作準備。但這19個國家的部長並沒有詳細討論有關計劃。直至本月初，一些歐元區國家提出B計劃後，才開始討論希臘退歐的可能性，但

並沒有透露細節內容。

首先，提出公投是否批准改革，是希臘政府的首要任務。當地將於7月5日舉行公投，是否批准進一步的改革措施。當然，在這情況下，意味對國際貨幣基金組織(IMF)的16億歐元債務，將會出現違約的情況。由於希臘儲戶擔憂希臘前景，正不斷取出存款，令希臘銀行業處境雪上加霜。上周六下午希臘首都雅典的銀行取款機前已經開始排長隊。不少希臘官員已經預期，當地將會推出資金管制措施，預料本星期內將會實施。

歐元區另一個國家塞浦路斯就曾在2013年銀行業危機時限制該國儲戶的取現和轉賬匯款至國外的額度。但塞浦路斯當時採取資本管制，是作為歐元區和IMF100億歐元救助計劃的一部分。與此不同的是，希臘政府當前的財務處境要危險得多。

任何形式的違約都會加深希臘和歐盟的敵對情緒，並對希臘在歐元區的地位構成負面影響。具體來看，對IMF違約將對金融和經濟產生可控影響，但是政治層面的影響可能較大。對歐洲央行違約則會引發一系列惡性循環並帶來退歐風險。不過在任何情況下，歐洲央行的態度都將起到關鍵作用。

俄羅斯或介入地中海事務

另外，希臘債務問題會否把火頭延伸至其他債務沉重的歐洲國家，例如西班牙、意大利及葡萄牙等，亦是投資者關注的。若這些大國都受到影響的話，歐洲貨幣聯盟將會受到考驗。資金會由債務沉重的國家，轉向債務較穩定的國家，令弱國的債信再度回升，不利經濟復甦。在政治上，一旦希臘擺脫歐盟及IMF的約束，預料極有機會投向俄羅斯。希臘早前已經表示，有興趣加入金磚四國銀行。若希臘真的由北約陣營投向俄羅斯的懷抱，將會令美國在地中海的影響力受到威脅。

「六絕」連環爆 靜待「七月翻身」

興業證券(香港)客戶投資組董事

張文偉

今年六月負面消息接踵而至。相對過去六月表現，香港股票市場可謂力保不失，足證其強勢格局。筆者認為，今年下半年大有可能以慢牛方式上破恒指3萬關口。

「深港通」為本年另一重點，但委員會以A股開放層面未達成熟而草草落幕。外圍資金的期盼落空，加重內地及香港融資融券投資者持貨壓力，為A股大跌揭開序幕。及後月中中證監醞釀推出證券公司融資融券業務風險管理規範，加上新股抽血效應，以及A股不被納入MSCI新興市場指數，拖累A股大幅度下跌。單論6月19日，上海A股單日跌6.43%，滬深兩市有近千股跌停，超過1,200隻股份跌幅逾9%，2,000餘股下跌，僅逾百股報升。而6月27日，人民銀行立即減息及存款準備金救市。

2003年沙土把香港實體經濟弄得一潭死水。投資者們記憶猶新，6月12日下午，突然傳來青衣城「新沙土」疑似個案。恒指曾一度急跌，但對於醫管局及衛生署的高度重視及快速的應對。疑似個案未有致使港股延續跌勢。

市場對加息已做足準備

國際貨幣基金組織(IMF)提前警告，現時環球經濟復甦的進程未能承受加息衝擊的大前提下。6月16日，美聯儲局議息結果出爐，是次議息維持息口不變。但聯儲局主席聲明本年9月加息機會增加，而且今年會加兩次。對於耶倫高度透明的處事手法，市場反應冷靜，不跌反升。反看2013年5月伯

南克放出加息言論，致使全球股市大挫。本年市場仿似已為加息做足準備，縱使加息或許不會導致市場出現較大跌幅。

政改先有炸彈疑雲，及後立法會亦上演了充滿戲劇性的投票過程，市場一直憂慮政改一旦不通過市場必來小股災。結果一出，市場亦只出現輕微回調。

希債危機 吸引撈底盤

IMF不願意再次為希臘債務提供期限延期，而希臘首相對於不願減低市民退休金，亦十分強硬。希臘銀行體系被市民提取大量歐元出現擠提，希臘中央銀行行長斯圖納斯亦向政府提出嚴重警告，故希臘政府一度無奈讓步，重新加強削減開支及加徵稅率。但始終與歐盟分歧太大，於6月28日希臘決定以公投方式由人民決定是否接受債權人的削赤要求，並且不能如期償還16億歐元予國際貨幣基金組織(IMF)。及後觸發了6月29日的全球小股災。香港先跌過千點，後以跌600點收市，可見投資者低位掃貨。而中國亦立即出口商，宣布將以萬億養老基金加入可買A股行列。我們可以從中看到中國政府不願意看到市場下跌。後市可以看好一線。

總括而言，由6月份上證A股高位5,178點起計至最低位3,875.05，A股跌了1,303點，跌近25%。反觀香港以月頭恒指高位27,855點起計，至本月最低位25,618，跌了2,237點，約跌近8%。

筆者認為香港股市市底強勁與復活節前外資持貨減少，而中資持部署好倉有關。中資資金短線策略上，不願讓市場低於25,300點，而下半年亦有「深港通」、亞投行等利好因素支持。如何部署後市，答案呼之欲出。

油氣改革漸近 全產業鏈冀放開

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近日上海期貨交易所理事長宋安平表示，內地原油期貨產品將在未來三個月左右上市。由於期貨產品的推出需要油氣改革相配套，據此推算，內地油氣改革方案有望在7月出台。事實上，今年5月中國國務院在《關於2015年深化經濟體制改革重點工作的意見》中已提出油氣改革的頂層設計，包括放寬油氣行業全產業鏈各環節的准入條件。油氣改革旨在打破壟斷、引入資本和競爭，有助油氣行業長遠健康發展，值得留意。

長期以來，由於高度壟斷，內地油氣行業整體效率較低，且易滋生腐敗。內地現正處於經濟結構轉型的關鍵時期，提升國企營運效率，引入新的資本及競爭是關鍵。筆者預計，油氣行業全產業鏈的各環節均有望放寬准入條件，油氣開採及進口權等也會逐步放開，原油期貨產品上市也有助推動油氣價格市場化，內地油氣行業的發展值得期待。

打破壟斷 油氣改革提速

近日中證監頒布《境外交易者及境外經紀機構從事境內特定品種期貨交易管理暫行辦法》，預示內地原油期貨即將登上舞台。原油期貨有助增強中國在國際原油市場上的定價能力，也

有助內地煉油企業控制成本。要推出原油期貨產品，需打破原油開採、進口及定價等方面的壟斷權，改革勢在必行。

由於東部大油田產量均開始進入衰退期，內地油氣穩產壓力不斷增大，產量已遇到增長瓶頸。上年中國原油產量為2.1億噸，與2013年基本持平，而進口量達3.08億噸，對外依存度同比升高2個百分點至59.4%。引入社會資本進入開採領域，能夠補充油氣開採資本，緩解穩產壓力。惟油氣開採成本高昂，風險亦不容忽視。

放寬進口權助緩解供應不足

為保持油氣供應，放寬進口權也非常必要。2014年下半年廣匯能源率先拿到了20萬噸原油進口資質，此次油氣改革，有望進一步放寬天然氣的進口權，將可有效緩解企業油氣供應不足的問題，且能夠提升內地企業參與原油期貨交易的積極性。

定價方面，當前內地成品油是根據國際原油價格每10個交易日的波動幅度來進行調整，雖然較之前每22個交易日進行調整更貼近市場化，但仍無法滿足期貨市場的要求。目前內地天然氣依然執行政府指導價，市場化空間巨大。油氣價格市場化有助油氣企業控制成本，及淘汰落後產能。筆者相信，此次油氣改革有望帶動新一輪的投資熱潮，油氣行業或會形成新格局，蘊含豐富的投资機會，值得關注。

跌勢已成 A股未來一季療傷

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

剛過去的一個月，A股市場的變化，令人側目。過去一年多，主要是A股。所有人都知道，自2013年底起，十八屆三中全會過後，中國經濟結構改革踏入一個新里程，目標是以市場力量作為資源配置的決定性作用，重視反貪腐，要求增長有質素，處理長期以來未有正視的問題，過程中可以容許經濟增長速度放慢，方便處理某些難題，而資本市場規模需要以倍數計膨脹，讓改革過程中，可能減輕痛楚，尤其是來自房地產和銀行體系的調節。

有了這個背景，2014年初，儘管新股排隊招股上市的速度很快，外界原以為將出現的把市場資金抽走，導致大盤走弱的情況，並未出現。相反，由新股升勢帶動了大盤向上，展開了一年多的大升浪，而炒作的主题，正是改革牛。

投資者「勇進」炒風加劇

當然，人人都明白，這一頭改革牛，是一頭慢牛，畢竟改革非一朝一夕的事，可能是未來十年八載或更長的事，所以，官方的定調，是希望有穩步上揚的效果。只不過，投資者也有本身的盤算，若有政府在背後支持，何妨膽子大一點，步伐快一點？愈來愈加速的氣氛，就是這樣形成的。

值得注意的是，自去年中起，偶然有回調，若外界稍微擔心，在短時間內，往往已有政策出台，又或者官方言論，作為支持。而投資者的信心，亦是在各方因素互相配合下，既有政策大方向的定調，又有股市真金白銀推動的價量齊升，更有不同媒體報道分析中的樂觀觀點。此外，中央推出刺激經濟或股市的各種措施，這樣一來，自然令投資者的買賣行為更趨活躍，形成自我實現的預言。

正如任何大型的股市盛衰一樣，槓桿和借貸的效果，可圈可點，水能載舟，亦能覆舟。在價量齊升的日子，來自投資者的融資操作需求大增，券商配合，玉成其事，即使官方想禁，也不一定完全可以杜絕。大家可以有各種正式或非正式的渠道，直接或間接地參與，早前人人都在談的場外配资，便是好例子。

然而，當市況屢創新高，但開始出現未必完全吻合的價量走勢，而過程中，官方偶然仍得為大家降溫，着重風險管理。這樣一來，即使官方不真的力壓，出於自我保護的機制，投資者亦會開始減少借貸，而券商更會快人一步，畢竟若控制風險不周，券商是繼投資者以外，最直接受傷的一環。

愈買愈跌 弱勢已成難逆轉

如此一來，雖然6月中是A股急跌行情最顯眼的一段，但真正觸發點，可能早在6月初，甚至5月末，已經浮現。當時偶有一兩次的單日大跌，既是測試氣氛的指標，更是考慮投資者風險管理意識的機會。基於過去一年多的穩步上揚，不少人愈跌愈買，變成愈買愈跌，這一點在6月初不明顯，在6月中後期非常明顯，結果形成另一個自我實現的預言，只是有別於上文提及的向上，如今是向下而已。

一旦這種動力啟動，短期氣氛幾乎不可恢復，縱有反彈，亦無持續之理，未來一季，A股的療傷期，幾乎可以肯定。



上證綜合指數於6月12日高見5,178點後，至今已累挫逾兩成，進入傳統智慧所指的熊市。圖為上海股票交易所。資料圖片

應完成環評才推用地招標

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

港府就着整體不同來源的土地供應進度，因應其個別情況作出適當調整，以確保有穩定而足夠可供發展住宅用地如期推出市場。發展局公布夏季(7至9月)賣地計劃，合共可建5,100伙住宅單位，連同首季實質供應量4,500伙，上半年度共達9,600伙，佔全年目標19,000伙約一半，該局有信心全年供應可達標。

第二季推出3幅住宅地及一幅商賣地，連同期內兩個鐵路項目即西鐵元朗站及日出康城第八期及市建局管轄灣灣西灣河項目，共提供約5,100伙單位。兩個鐵路項目佔3,000多伙，可看出第二季比重較側重於非賣地項目。局方亦修訂去年供應數字為21,200伙，比原先估計高出13%，主要原因是私人發展或重建項目較原先估計多出約900伙。在原本估計全年供應目標已達約19,000伙的情況下，額外的供應令市場來年度賣樓花期間有更充裕的單位應市。

第二季3幅住宅地當中較曠目為白石角新路住宅地皮，地盤約18.4萬平方呎，可建樓面約66.34萬平方呎，地積比率3.6倍，屬中低密度發展。同區發展樓盤漸次成熟，可供參考數據較多，估計地價約26億元，平均樓面地價約每呎3,920元，近期港府推住宅地，一般市場反應熱烈，料第二季所推出用地亦不例外，將受到發展商競逐。

發展局指今年下半年將新增兩幅額外住宅地，均位於屯門掃管笏，佔地約52.7萬方呎，料可建約2,600伙。顯示上半年度側重鐵路和市建局項目，下半年補回較多賣地項目。據悉這新增地皮能否如期推出或存在變數，因為正遇上有市民擬提出司法覆核，推翻城規會改變用途的決定。從提供足夠住宅供應以穩定樓價的大前提看，增加適合作住宅用途的用地，是符合整體社會利益，遷徙地區人士顧全大局，不要阻礙改劃住宅用途的程序，令新增住宅供應可以如期應市。

業界冀縮短工序審批時間

港府全力推動住宅用地供應，料2018年將有超過20,000伙住宅應市，數字上理應達標，惟當中還存在一些實質影響供應的變數。近年港府新推住宅地，部分仍未通過政府部門的某些評審要求，比如發展商中標後仍需延聘專家做環境評估報告，報告完成或會需要修訂及補充資料，文件來回往返需時。此外，建築發展過程中，除了傳統的建築圖則審批及施工批准之外，還加上諸如綠化園景設計審批、環保設施審批以及預售樓花同意書，甚至到完成樓宇後的滿意書等，每一項申請對業界來說都是一項挑戰，假如這些工序能夠有更清晰的指引及縮短審批時間，將有助把住宅單位順利如期供應滿足社會需求。有建議指港府應完善環評程序才推出用地招標，對發展商更準確評估項目完成日期以至財務可行性有幫助。