

A股高槓桿風險釋放需時

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管

陳羨明

A股最近的暴跌，是由多方面因素導致的。市場恐慌性下跌之後，由槓桿資金爆倉可能引發金融系統性風險正在迅速上升。政府近日出台的一系列措施雖未明顯奏效，但卻明確指向穩定市場。政策表態有力及時，預計市場在經歷高估值、高槓桿風險釋放後有望逐步企穩回升。

融資餘額從2月底的1.15萬億元快速上升至6月的2.07萬億元，證監會對於場外配資的清理力度加大，加上空頭大肆打擊，引發趨勢投資者的大規模離場，導致市場恐慌性拋盤。

一系列穩市措施從人行6月27日宣布減息及定向降準開始，由此打破了貨幣政策一個多月來的沉寂，確認了流動性進一步改善的信號。自2014年11月啟動減息以來，之前每次寬鬆都是單邊減息或降準，本次定向降準和減息同時啟用，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。

A股市場相對封閉，政策市明顯，雖然減息或降準流動性的釋放有助改善市場對於流動性的預期，有助於使資本市場的基礎更加穩定，但難以解決短期資本市場的資金供求。於是，7月1日，證監會晚間發布並自公布之日起實施《證券公司融資融券業務管理辦法》，上海、深圳證券交易所同步發布《融資融券交易實施細則》，以擴大證券公司的融資管道。

自上周五內地股市收市後，A股市場迎來多個救市措施，主要包括：一) 21家證券公司宣布，決定出資不低於1,200億元人民幣，用於投資監籌股ETF，並承諾上證綜指4,500點以下自營股票不減持；二) 中證監宣布暫停IPO發行；三)

中證監發布微博稱，將「多管道籌集資金，擴大業務規模，增強維護市場穩定的能力。中國人民銀行將協助通過多種形式給予中國證券金融股份有限公司流動性支援。」

從人行給予中證監流動性支持看，其並無規模上的表述，意味著流動性可能是無限量的，直至市場最終恢復正常秩序為止。雖然在持續有力的救市政策刺激與流動性依舊寬鬆的背景下，市場有望企穩，然而，本次國家層面的救市政策意在解除爆倉可能引發金融系統性風險，導致當前市場出現下跌的多方面原因依然存在，因此市場不會出現持續、較大的反彈。

股票估值過高尚待改善

一系列救市措施增強的是政策信心，但沒有改變部分股票估值過高的現狀。經過本次市場調整，目前上證綜指、創業板股指及中小板股指三大指數動態市盈率從高位回落後，估值水平接近今年3月底水平，其中上證綜指回落幅度相對較小，自高點16.4倍回落至13.6倍。本輪暴跌創業板指跌幅居首，達到37.5%，動態市盈率自高點76.2倍回落，仍達49.8倍。

前期上漲過快的藍籌需待經濟景氣的回升，高估值的成長股等待業績的兌現。高槓桿資金將在短期反彈過後擇機撤退，公募從過度集中持股走向均衡配置等等，都使得股市快速上行格局出現新的變化，市場正在震盪中尋找新的平衡。

長遠的目標是，長期利率下行、國企和地方政府改革、經濟轉型及創新，從而激發市場活力，釋放改革開放紅利。經濟的企穩和轉型，將促使資本市場的基礎更加穩定，市場穩步走向「慢牛」之路。

中央力撐A股 港股今季不太淡

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璜

回顧港股第二季表現，受到中央推出有利內地及香港兩地股市的政策刺激，包括允許內地公募基金可透過滬港通買賣港股、內險可投資港創業板及兩地基金互認，港股大時代正式展開。恒指4月大升近13%，國指更大漲逾16%，H股追落後意味濃厚，樂觀情緒一度升溫。可惜經過4月急漲後，大市有調整壓力，加上受中證監收緊券商兩融上限的拖累，5月港股走勢轉弱，印證「五窮」效應。然而「六絕」更為明顯，6月充斥着不明朗因素，包括美聯儲加息取向、本港政改結果未明及希臘的債券危機等，再受累於內地A股因中證監進一步收緊兩融引發的震盪調整，均拖累大市走弱。

希臘危機或「有驚無險」

更甚是，正當市場預料港股已觸底，希臘債務問題突轉差，未能與債權人於月尾達成協議及償還IMF債項，令港股失守26,000關口。希臘剛於7月5日舉行的公投，決定不接受歐盟的援助方案。雖然希臘總理齊普拉斯曾表示有條件地接受債權人的方案，但歐盟領導人仍未訂出進一步的談判時間

表，意味着7月上旬港股仍受制於希臘危機的不確定性，「七翻身」難以預料。然而，希臘於6月30日無法償還IMF的16億歐元貸款，本以為希臘很可能即時違約，怎料IMF放寬標準，表示未能及時還款只會被認為「拖欠」而非「違約」，反映債權人即使談判時態度強硬，但實際上卻積極防止希臘的債務危機發生。

另一方面，總理齊普拉斯在歐洲央行宣布暫不會提供應急資金給希臘銀行後，表示有條件地接受債權人的方案，態度明顯軟化，並稱公投與脫歐無關，且即使希臘人民投票反對票，希臘仍在談判桌上。以現時的情況來看，相信公投後即使答案是「否」，希臘最終能於本月與債權人達成協議，有利港股止跌回升，加上本月基金互認正式開車，預期大市續見資金支持。

內地股市方面，A股繼續調整，現時已4,000點不保，或多或少左右港股走勢，但中央積極出手救市，首先減息及降準齊出，繼而公布內地養老金入市方案，再宣布調低A股交易結算費3成及允許券商自定斬倉線，雖短期未能扭轉A股跌勢，但反映了中央支持牛市政策未完，預料未來續有更多新政策出台，A股後市有望轉勢，帶動港股今季「翻身」。

A股眾多偶然性值得深思

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

上周五為文，分析A股下跌趨勢已自我實現，未來一季屬於療傷期。說起來，不算是嚇人，並非危言聳聽，只是有話直說。事實上，不消兩三星期，把一年半的漫長升浪，一下子打破，當中的眾多偶然性，才是令人唏噓，也叫人要汲取教訓。

可不是嗎？當5月底和6月初，全球市場開始見到債息急升，人人為希臘債券危機，以及美聯儲加息預期升溫等因素，開始擔憂之時，A股仍在向上創新高，彷彿完全不用理會外圍市場一樣。然而，由6月中至今，短期三周，整個氣氛急轉直下，完全改觀，似由天堂掉下一樣。當中涉及的因素，絕對值得深思，希望可以亡羊補牢，作為整個長期作戰的資本市場，應以此借鑑。

盲目相信政策支持不可取

是的，投資者也許太習慣於聽政策風聲而行動，大部分時候都忽略了本身的準備工夫。財力倒不是問題，而是態度上，只問氣氛，只看動力，只要成交和走勢，完全不理基本面的估值便宜或昂貴，甚至對於相關的分析表現出輕視的態度。既因為早前一大段上行情中，所帶出的經驗，也因為新興市場常見的主題式上漲，令人難免掉以輕心，以為只要有政策支持，什麼都不必理會。

可是，就在最危急關鍵的時間，6月中開始下跌，大家都明白是券商的風險管理，要處理過度的槓桿融資，適度調節是可取，可是這個適度，分寸極難拿捏。對你是合理，對別人可能是不合理，而更重要的是，一旦開始發現，愈來愈多券商各有各的新例，人人無所適從，難免為本身的利益着想，先走為敬，這種循環啟動了，便會愈來愈多減持，而沽壓亦為下一波的跌勢，帶來槓桿的壓力。

表面看來無傷大雅，甚至是長遠利好的規管，就因為忽略了自我實現預言的問題，變得一發不可收拾。大家由最初的輕視，以為單日大跌是小事一宗，再加碼再押注，再接再厲，到後來套牢，愈發希望拉平，開始期待官方有言論或行動，幫幫忙，可是，6月中起，一點風聲都沒有，大家可得靠自己。

市場軌跡不為人的意志轉移

當時，若稍為有點政策支持，應可以扭轉股市跌勢，起碼讓啟動了的循環，減點動力。可問題卻在，這個循環可能正是原意，就是要去槓桿，就是要減掉太多的投機炒作，只是萬萬沒想到，一減之下，這個程度不是隨意調節的，而是有着本身運行的軌跡，不以人的意志轉移。

不錯，市場正是這麼一回事，有着本身的運作方式，官方以往一直帶領股市上漲，偶有支持之言，大家繼續用力炒作；偶有批評，但大家又明白不是要打壓死升浪，又變得放心，久而久之，變得太依賴，臨到出事時，反而不懂應變，有點慌亂了。



■A股不消兩三星期，把一年半的漫長升浪，一下子打破，當中的眾多偶然性，才是令人唏噓，也叫人要汲取教訓。資料圖片

內河船運破億噸大關 創開埠首個歷史紀錄

資深傳媒人

陸元華

據政府統計處公布「香港船務統計」顯示，去年香港港口貨物總吞吐量中，內河航運貨量達1.042億噸，同比升9.4%，創下香港自開埠以來，歷史性第一個億噸內河運輸貨量大關。

香港去年所有運輸方式總貨量是3.2648億噸，同比升6.8%。河運貨量佔總貨量的31%。換言之，去年總貨量中，每3噸貨，其中1噸是由內河船運輸所做的貢獻。

從內河貨運所有組成項目的分析發現，在億噸貨量中，進口加抵港轉運貨有5,365.7萬噸，升16%。出口加離港轉運貨是4,675.8萬噸，升3%。而億噸貨中，直接進出口貨5,925.9萬噸，升18%。抵港及離港中轉貨4,115.7萬噸，跌3%。直接入口大於出口；入口中轉又大於出口中轉，相差207萬噸。

令人驚訝的是，由香港「裝上貨物」項目下的「離港轉運」貨達7,543.6萬噸，是直接出口貨3,811萬噸接近1倍，這種情況在過去長期如此，其中一個原因是香港航線、航班多兼頻密，大船船容量夠大，對趕船期中轉貨十分有利。此外，珠三角小港口「國際中轉」的加工貿易貨物，到香港港口短暫停留，原貨原船或併箱再轉運去返小港口情況十分普遍。

在貿易上，這些內河船貨受內地貨主所托承運，裝箱上船在香港小型碼頭離地入境後，通過船務代理向碼頭辦理一張艙單轉換手續，毋須卸裝，即可回程去珠三角港口交貨。這種完成加工貿易定義的「國際中轉」貨物，佔一定比例，是形成長期轉運盛久不衰的其中原因之一。

港中轉港地位仍具份量

如果將抵港、離港的中轉貨加起來，在水路總貨量項目

下，達到51%，超過一半以上，顯示香港作為中轉港的地位，仍然有其份量和作用。但經分析發現，這種「內國際中轉」，既喜且憂，喜是表現在統計數字上有增長，但對港口整體經濟，譬如港口費、航務就業、物流服務、銀行結匯上，得益不多。

去年內河船貨運逾億噸的另外一個原因，是散貨運輸的貢獻。統計顯示，去年以「裝貨國家與地區劃分」的水運進口貨物中，珠三角地區的貨物達5,458.2萬噸，同比狂升92%，而來自珠海、中山港的貨物，排所有珠三角港口貨量來港的前兩名，分別是2,691.7萬噸和1,289萬噸，佔珠三角港口貨量的73%。值得一提的是，珠海的貨量漲升367%，情況非常罕見。

據經營航商表示，珠海來港的大部分是砂、石和礫石，主要供應香港大型基建用的建築材料，特別是興建港珠澳大橋工地用料。其他供散貨的港口還有蛇口、番禺等。業內人士稱，大宗散貨來港的熱潮由2013年已形成，供貨量來勢迅猛且迫切，形成內河運砂船運力一度吃緊，要用沿海海輪大船運砂，滿足市場需求，散貨吃香程度是近年罕見現象。

業內人士介紹，屯門內河碼頭由前年第四季度開始改變過去單一處理箱貨的傳統經營做法，實行箱貨、散貨大小通吃，以致碼頭堆場儲放大量砂石。由於該碼頭靠近港珠澳大橋工地，成為一條快捷、便捷的轉運港。

從統計報告顯示，按「主要貨品、運輸方式劃分卸下香港港口」的貨物中，砂石料在內河船運量佔2,568.7萬噸，升34%。如加上海運量的2,352.3萬噸，升484%，共達4,921萬噸，升112%。佔內河船運億噸貨接近一半。

業界估計，多項大型基建工程現已進入高峯施工期，砂石用料預測在今、明兩年還會增加，熱潮估計在2017年開始會減退。可以估計，香港今年內河航運的大宗散貨運量明顯上升。

港澳停車位還值得投資嗎？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

近年，香港住宅樓價持續上升，連車位也有價有市，尤其以新建屋苑內私人車位更錄得理想成交價。新蒲崗、港灣剛錄得一天價車位成交，以320萬成為九龍區住宅車位王，這與該屋苑車位/單位比例偏低有着莫大關係，是約每3.6伙配上一個車位。類似高價成交價也出現在九龍塘、何文田、西九龍豪華住宅發展中，其實這個數目足以購入較偏遠新界新市鎮的「上車盤」。

事實上，自特區政府推出樓市辣招後，住宅炒風收斂，投資者轉戰工商樓及車位上。土地註冊處顯示，成交價在一百萬以下的純車位註冊比例，由2012年初（即推出辣招前）的八成以上，一路下跌至現在的低於六成，尤其市區的新型及成熟大屋苑車位場都在一百萬以上。一些資深投資者承接大業主的整體放售買入，再以拆件形式個別求售，取得豐厚利潤。因為屋苑內大部分車位落入投資者手中，所以售價便由他們容易地設置在「理想」的區間中。如果售價不太理想的話，大業主便先出租，等待市價隨着大市上升後，再謀出讓給小業主。

自從2012年，政府連番出招打擊本地住宅樓市，新型/成熟大型發展的停車位成為發展商備後收入來源。

每當政府推出新招時，市場會進入短暫消化期，住宅單位銷情不再，發展商（尤其有上市地位）會將大型住宅盤內出租車位放售。以往，她們以大業主身份持有全部或大部分車位，以市值租金分租給小業主，小業主以中產人士居多，已習慣家庭車輪代步，鄰近停車位變成自用必需品。發展商會按步減少出租車位數目，以分期發售方式，在數目「此消彼長」的形勢下，車位售價便一路上升，動輒在二百萬以上，回報率在二厘左右，即售價會以五十年租金才可完全收回，這遠比樓上住宅單位的回報率低。小業主購入停車位是純以自用出發，已不是以投資角度考量。在這些大型新建屋苑放售車位活動中，投資者基本上是絕跡的，因大業主已一次性賺盡未來升值潛質，預期利潤不多了。

澳門「求過於供」情況嚴重

如果讀者放眼澳門，大家會發現「求過於供」情況更加嚴重。2014年澳門車位售價錄得高增長，平均售價上升40%以上。受着外圍經濟和內部放緩因素影響，去年下半年部分業主願意減價5%-10%求脫手。因為始終是供求失衡，今年上半年業主已不再大幅減價，價格是向持平走勢，只是成交量不振。這兩年車位售價急升是拜特別印花稅延至車位所賜，令車位供應量持續減少，

兩年內累積升幅已超過120%，變成現時「有價無市」情況。

讀者也可以從數字了解現時市況。現時澳門平均租金約2,500元，回報率只有1.4%-1.6%左右。黑沙灣一帶居住人口密度高，月租約2,800元，沙梨頭和林茂堂一帶多貴重住宅，車位租金約3,000多元，租金年升幅維持在10%以上。

因為澳門地少人多，公共交通運輸系統發展較慢，輕軌鐵路落成時間一再推遲。公共巴士不容易聘請合適駕駛員，形成市民對公共交通工具失去信心，本地居民選擇自駕上班或購物，車輛數目一直向上。根據統計局資料顯示，2014年行駛車輛達240,107架，按年增長5.3%；而且新登記車輛共20,374架，按年增6.4%。新車增速與車位供應不配合，故車位租金維持升勢。這個供求失衡情況在澳門島傳統市區更加凸顯，因為市區中多以舊大廈為主，建築物內提供車位缺乏，市民只有依賴公共停車場，全澳僅有約1,000個月租泊位，形成市區內情況更加嚴峻。可以預期，澳門車位供求不均情況短期內不可能解決，短期經濟放緩只會有助售價/租金升幅受控，但是只有等待輕軌系統通車後，才可逐漸改

股市，更加令中央被股市波動牽着鼻子走，作為中央最大資金池，資金既不能不繼續買入，亦不能撤。到底要幾多措施才可以為股市完全止血還是未知之數，但這劑止血藥成為先河後，很大程度上會令股市對中央干預產生依賴。

當中亦有一點值得注意，就是期貨市場成為了這次股市跌勢的責任方，甚惡意做空、做市等題材，一下子把責任都放在期貨交易所頭上。這次股災後如要追究責任，要麼是監管層對監管配資高槓桿不力，要麼就是交易所的衍生品產品對市場造成風險。筆者猜後者在將來難逃加強監管的結果，這對海外投資中國期貨市場的胃口將有負面影響。

縱容投資者「輸打贏要」

政府一方面想走市場經濟的改革道路，但卻在跌市時將做空標籤為「敬酒不吃吃罰酒」。這樣下去投資者對中國股市只會維持這個「輸打贏要」的心態，然後要求政府收拾殘局。中國股市這次救了點數，卻可能賠上失去國際地位的代價。A股被納入MSCI新興市場指數，以及人民幣國際化，也可能好事多磨。

變居民自駕出行的固有觀念，當私家車數目不再年年增長下才有望改善。

澳門車位存着歷史遺留問題，投資者不可不小心。澳門特區內仍有所謂「無契車位」及「份數車位」。「無契車位」見於早期大廈，停車場只由大業主登記，其中車位數目和號碼無記錄，小業主無法個別於登記局登記業權，只能以私人文書方式轉讓。近年落成大廈只以數量登記停車位，但沒有登記車位號碼，位置不得而知，交易時需要輔助文件證明業權。海外投資者購入該地車位時，必須留意。

港傳統私人屋苑較划算

港澳兩地車位已經歷了近兩年急升情況，售價上升遠比租金快速，現時回報率奇低，澳門是低於2%，香港也只有約2%，相比樓上住宅單位更不具投資價值。注意樓價轉勢下潛時，投資者會對回報率更加關注，因為高回報率等於持守性較強。

如果投資者想下注香港停車位，則以傳統私人屋苑的車位較為划算，因為售價較合理，而且相對穩定。澳門車位租金仍然持續上升，但是經濟放緩速度堪值大家關注，當情況變壞時，正是市民棄車時候，車位租金/售價升勢會「戛然而止」了。