

# A股最艱難時刻應已過去

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管

陳羨明

中央連同公安部等多個部委的救市措施逐步落實，市場信心逐漸恢復，A股上周四終於絕地反擊大漲5.8%，上證綜指過去一周累計升5.2%，結束連續三周跌勢。昨天繼續延續反彈行情，上升2.39%。港股指上上周四、五兩日累計升1,384點，收復250天牛熊線。昨天續升322點。

本欄上周二「A股高槓桿風險釋放需時」一文指，「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反彈。」事實上，政府推出的一系列救市政策逐漸落實及生效，A股三大高槓桿融資的風險在釋放及減弱，股市最為艱難的時刻應該已經過去。

## 中央救市 以時間換空間

上文我們同時指出，「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。」

這次政府政策救市，在短時間內推出的應急措施把股市的情緒穩定下來，扭轉了股市持續下跌的預期，把股市的風險轉移，以時間換空間。初步估計，最先暴倉的場外配资引致的風險差不多已釋放，以後可能暴露出來的風險不會更高。滬深兩市融資由6月18日紀錄高位近2.27萬億元（人民幣，下同），連減14個交易日至上周五1.44萬億元，減

幅已達36.6%。此外，銀監會要求銀行等金融機構放寬對上市公司股權質押融資還款條件，甚至可能讓其展期及重新評估貸款質押品等，當前這一類風險短期內被控制住。

## 高槓桿融資風險需續釋放

雖然股市漸穩，但市場仍面臨不少風險：其一是央行提供無限量的資金供中證金公司購買股市，政府動員匯金公司、國內券商、大型央行等入市只購買股票而不能賣出股市，加上放寬按金比率、融資展期等，導致估值仍高的股票暫由國家隊來承擔，因此風險並沒有真正全然釋放。

其二是股市暴跌後，有1,400多檔股票停牌不交易，以此避免股票價格再跌可能導致的股權質押被強制平倉。但是，這些上市公司復牌後，市場容量擴大，對資金面也是考驗，且猶存的平倉壓力，將增加市場的負面影響。截至上周收盤，兩市尚有1,382檔股票停牌，接近上市公司總數一半。截至前晚9時統計，昨天滬深兩市共有335隻股票復牌，創歷史單日復牌數量新高。

## 短期內股市將震盪中上行

當然，救市只是權宜之計，上文我們亦指出，「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。」A股市場要長遠平穩發展，去槓桿工作還得以稍為緩慢速度推進下去。因此，短期內股市會在震盪中上行，港股現階段估值相當吸引，但投資情緒及走勢主要仍受A股所牽動。

內地多個部委的救市措施見效，市場信心逐漸恢復，A股昨延續反彈行情。



中新社

# 漸去槓桿 A股發展更健康

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璜

港股今年波動之大令投資者大感意外，由4月全城高叫港股大時代，到現時已跌穿250天牛熊線水平，市場恐慌情緒升溫。上周三市況更令人觸目驚心，恒指一度暴跌2,138點，以點數計為歷來最大跌幅，最終跌幅收窄至1,458點，令今年升幅全部報銷，恒指又再回到原點，重新出發。

港股近期大跌主要受到中外兩面不利消息影響，令基金面良好的港股受到牽連。首先是希臘的債務危機困擾整個六月，希臘未能與債權人達成協議，於7月5日舉行了公投，令希臘危機延續至本月，公投中大多數希臘人民對債權人的援助方案投下反對票，希臘脫歐危機升溫，拖累港股繼續尋底。但更令市場憂慮的是內地股市連日暴跌，加劇恒指重挫，中國股市危機比希臘危機更為可怕。

## 中央救市 希臘解困利氣氛

內地股市因早前升勢過急，有收緊兩融的需要，但卻引發A股暴瀉，中央瘋狂出招救市，可惜政策失當，令內地股民心盡失，A股流血不止，公司不是跌停，便是自行選擇停牌以自保，

令停牌的公司佔上市公司總數超過4成，在這「半停市」的情況下，內地股民急補孖展倉，只好沽港股套現，令港股慘成提款機。

然而，希臘方面，在齊普拉斯態度明顯軟化及希臘銀行危在旦夕的情況下，最終與歐盟達成協議。中國方面，從中央瘋狂救市的態度可見，中國現時經濟承受不起股市暴跌，當中產生的連鎖反應會對以穩定經濟為主軸的中國產生重大衝擊，因此中央將用盡方法穩定股市。再者，隨着A股逐漸去槓桿，而內地股民及中央吸取今次的教訓，相信中國股市未來發展會更健康。

## 港股基本面佳 大跌後更吸引

港股本身對外完全開放，資金自由進出，遇上危險容易成為國際投資者的提款機，但港股本面良好，經過一輪急跌後，造就現時估值極具吸引力，目前恒生指數市盈率在10倍左右，不論與過去或其他國家如美、日、歐市場相比都便宜得多，且經過A股危機後更凸顯港股市場制度完善，對外資來說投資港股更有信心，相信在希臘危機及A股穩定過後，將吸引環球資金重新配置到港股市場。此外，港股未來仍具南下資金支持，當中「深港通」、基金互認及QDII 2的推行，預期繼續吸引資金流入港股。

# 債台高築全是希臘的錯？

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

千呼萬喚，幾經折騰，近月的希臘債務危機，終於有個了斷，歐元區一眾成員，可以舒一口氣，而希臘人民迫在眉睫的財困，也可即時有點生機。

是的，過去一個多月，不多不少是一次耐力的挑戰，為與會者，以至全球各地投資者，帶來少有的緊張刺激。說是緊張，外界一般不理，只關心各種資產價格的變動，投資者就是這樣子，是天性，也是天職，沒什麼好說的。只是透過真金白銀的押注，也着實告訴大家，在媒體報道分析以外，另一個層次的觀點，究竟怎樣看待。

以此觀之，上周所見，外圍市場，各種資產價格，並無太大變化，顯然，人人都知道，希臘當地公投結果，只為領導人有個下台階，當日的強硬態度，不是他本人執意要搞麻煩，多生事端，而是當地人民真的不滿意緊縮的方案，大比數的反對之，即使大家都明白，投票選投票，即使否決方案，仍得尋求新的援助。

## 新方案較原來的條件更苛刻

結果是，希臘在早前的限期屆滿後，無力還債，財困一天比一天嚴峻，只好重新呈上一份新的方案，甚至比原來與會方提出的，條件更苛刻，而這也只是反映政治和經濟現實，缺錢的不是債權人，而是希臘，你當日公投否決原有方案是容易的，但要自行再提交的，不可能比原初的更寬鬆，否則，當日參與的，尤其是歐元區的老大德國，沒有下台階。

事實上，若論賴債，德國是近代史上有名的。一次大戰時戰敗，多國對其開出苛刻的條款，結果愈來愈難滿足，只好走上乾脆不還一途，而過程中，催生了納粹黨和希特勒，這些都是眾所周知的歷史大事了。

如今，德國人民可能覺得，為何要自己津貼別國？尤其這些別國，競爭力低，外界印象，往往負面，多着重其福利太優厚，不事生產等。

可是，若回看德國本身的歷史，當可發現，真正危機出現後，資不抵債，入不敷支，而又未能從經濟實力中產出足夠的償還能力，絕對可以是無底深潭，是結構性的，這一點，不論哪個民族，都是同一的經濟現實。

## 生產競爭力低 經濟產出不濟

的確，雖然外界報道分析，一般多以為希臘一直以來債重難返，但其實，在金融海嘯前，其債務相對於其國內生產總值，只是單位數之譜，但這個比率隨後卻急升，原因不難明白，就是金融海嘯後，本身弱勢的經濟小國，生產力和競爭力俱低，復原能力亦低，短期內，不單要有借貸，更要刺激經濟，才能擺脫困境。不幸地，當時做不到這一點，結果是，比率中的分子項，也就是債，的確多了，但更關鍵的是比率的分母項，也就是經濟產出不濟，才有債務比率大升的這一回事。

如此看來，可又不能完全歸咎希臘人民的生活模式或福利制度什麼，這種困境，別國一樣可以有，處理不當是自我實現的預言，更是惡性循環的那一種。



幾經折騰，希臘債務危機終於有個了斷，歐元區一眾成員可以舒一口氣了。

# 亞洲通縮風險增 需印鈔挽狂瀾

路透熱點透視專欄作家

Andy Mukherjee

熱點透視

亞洲各國或需印製新鈔，方能力挽狂瀾。區內通縮風險隨着油價下跌而升高。為債台高築家庭的銀行賬戶挹注資金活水，或許比勸說銀行資助新投資案更加有效。原油價格較5月高點下挫17%。中國股市崩跌，加上歐元區的未來堪慮，可能令情勢更加雪上加霜。能源價格下跌不足以再度帶動消費者支出的原因有二：其一，消費者已然負債累累，尤其是韓國、泰國、馬來西亞及新加坡。其二，亞洲諸多產能因全球貿易不振而遭到閒置，這或將意味着薪資增長將連續第二年出現停滯。

## 可減稅刺激消費 吸納產能

這對國內消費極為不利。各國央行或可印製新鈔，交由銀行進行放款。但產能過剩使得有利可圖的投資契機難尋。正如同西方一樣，亞洲推行的量化寬鬆更有可能助長

資產泡沫，而非刺激就業及薪資增長。放寬財政將更有助益，尤其是各國政府為債務纏身的家庭降低稅負的話。

但是，要由誰來買單呢？人口急劇老化，使得亞洲各國政府擔心債留子孫。倘若減稅可由貨幣當局間接融資的話，就沒有這個問題了；各國政府可出售債券，央行則在市場買進後持有。隨着時間的推移，減稅就會達到預期的效果：消費者支出增加將吸納過剩的產能。而通縮疑慮也將消退。

目前沒有太多別的好選項。區內利率已然極低，亞洲貨幣貶值，且通脹低落——除了印度及印尼。油價暴跌只會使得消費者物價更難翻身。中國可能「陷入債務-通縮」的惡性循環，中國央行貨幣政策委員會前委員余永定近期警告稱。有鑑於這些風險，印製新鈔以期力挽狂瀾，或許值得一試。

# 歷史看今天 股災後樓災到嗎？

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

7月10日恒指全日收報24,901點，升508點或2.1%，大市成交額超過1,802億元，一舉重返重要的牛熊線，市道似乎暫時喘定，香港股市還未進入熊市階段。如果未來幾日，股市可以守得住牛熊線上，這樣只是香港股市調整，而非非股災重臨。但是相信讀者還關心如果股災未來真的發生後，樓災會否出現呢？

## 過往三次股災均推低樓價

從歷史看今天。回歸後，香港共經歷三次股災，即是1997金融風暴至98港府入市，2000科網爆破及2008金融海嘯。總括來說，股災會推低樓價，樓價會於兩至四個月體現下降勢頭，介乎5-15%。從來，樓市是價量相關的，股災令買家偏向觀望，心理上仍然祈望樓價下跌才入市。短期樓價下滑是源於某些小業主需要沽貨套現，除非股災屬於長期低迷模式，則對樓市影響會較深遠。除非所謂「砍頭樓盤」平沽後，經濟沒有大幅變態之下，市場人士回復理性，便會善價而沽，只看本地經濟長期發展，股災對樓價陣痛會迅速消化。讀者還要留意，今天本地樓市已含着內地因素，無論是內地買家入市，中國經濟發展如何牽動特區經濟，兩地股票資金無縫對接等等，這些都是主導本地樓市榮辱。況且今天香港樓市高度透明，規範嚴謹，參與者經驗豐富，市場相比以前「千變萬化」，上落周期流於快速。

## 未來看美息及新增供應量

無論如何，本港未來樓市始終是看美國加息時間表及中短期新增供應量兩大因素。

翻查歷史，美國於2007年開始減息周期，累積減息10次，高達5.25厘。縱然香港未有亦步亦趨，其間只減8次息，共約3厘。日前香港樓宇抵押如P按算，實際利息為2.15厘，與歷史最高位的11厘，相差約9厘，本港近年息口是處於歷史最低位。息口下跌孕育樓價升勢，從2008年底低潮反彈至今，樓價已足足升了約1.5倍。單是過去一年（以差餉物業估價署發表5月份報告），本地住宅樓價升幅（以整體平均計）已錄得超過21.8%，租金也上揚10.64%，升勢未停。根據美國聯儲局主席分析，美國極有可能今年加息一至二次，幅度趨於溫和，以釋除過去幾年市場預期加息的憂慮。「息口上升、樓價下跌」是資本社會運作規矩，讀者不可不留意。

再看短期本地住宅供應情況。回顧今年上半年，一手比二手住宅樓市表現較俏。上半年一手私人住宅成交量8,507宗，總值896.6億元，較2014年上半年上升24.5%及42.6%。而二手半年總計是成交量21,709宗，總值1,418億元，較2014年上半年上升19.7%及47.6%。明顯地，一手成交無論於宗數及全額的增長率都是打贏二手市場。如筆者前文所說，今年下半年仍然是一手主導二手市場。

## 股市調整愈短 樓災機會愈低

展望未來，本地股市調整應該於7月內落幕。如果真是股災的話，股價下調幅度會是不太厲害，因為香港股市今輪上升率遠比內地A股溫和，而且發生也較延後，預期回落程度較為輕微。股市調整愈愈短，對樓市的直接影響程度愈受控，股災變成樓災的可能性不高。反而筆者擔心後市兩個因素。本地樓價已基本上大大超越工資增長率，年青族買樓只能求救於父母，父母助子女買樓形成強橫的無形之手。如果股票市場長期不振，則有損上一代於股票可贏取持續利潤，這種背後購買力不增反退，對本地樓市尤其上車樓是利淡因素。

## 供樓佔比高 倘加息風險大增

2015年政府第一季《經濟報告》正道出另類危機。政府今年首季市民供款與收入比率上升至約64%，明顯高於1995至2014年的20年期間46%的平均數，也比香港金管局規定新造按揭的最高率60%高；兩者說明現在入

市人士應該不能拿到樓宇按揭。過去一年，中小型住宅樓價升幅遠超大型單位，反映出本港住宅樓價，特別小型住宅，已遇到「按揭難」的局面。現時市民供樓不太吃力，是全因利息低企所賜，倘若未來3至4年美國利息正常化，香港利息上調2-3%，屆時供樓重擔立刻浮現，再加上政府正大力度增加未來五年住宅供應，難免造成樓價下行風險大增！

長期低迷的股市才會造成樓價持續下滑，反而美國息口走向及本地樓市供求因素才是決定性的。



本港未來樓市走勢始終是看美國加息時間表及中短期新增供應量兩大因素。