

中央後救市時代惹關注

時富金融策略師

黎智凱

中央政府救市消息逐漸減少，回顧救市的結果，雖然保住了點數，但卻犧牲了不少。救市後的狀況，會是什麼樣的光景？要記得自2010年起的中國影子銀行及債務問題一直存在。所有的債務都是基於抵押品質，中國股市這樣從5,000點的高位一跌，有指中國股市損失了3萬億市值，試想像銀行的貸款質素會受多大的衝擊；再者，跌市其間有多間企業申請停牌，相信當中有些是因為抵押品是以市值計算，停牌可保障市值，並避免其貸款被銀行收回；銀行亦被「勒令」要與券商重估保證金收回的水平，這這一切加起來，行情情況應是千瘡百孔。幸好中國降息降準，應使得銀行信貸情況喘一口氣。



中證監覺得上證指數4,500點是合理水平，奈何面對銀行及券商的現況，根本沒法將股市撐起。

券商風控情況不甚樂觀

另一方面，券商及大股東「坐貨」，加上被列入中證監的「重點監察名單」，即等於「低就要買，但高不能沽」的套牢。加上中證監開放券商的130%平倉線，券商對自身的風控情況不甚樂觀。

中證監覺得上證指數4,500點是合理水平，奈何面對銀行及券商的現況，根本沒法將股市撐起。市場持份者由散戶轉至銀行及券商，加上公安部的出現，已經輸了一波的散戶對此多持觀望態度。而許多的股指交易參與者，要麼被封鎖帳戶，要麼就只能減低交易量，還要面對中金所對股指期貨的保證金大增。在這個「宵禁」的證券市場內，中央政府卻大力宣傳叫投資者「出來」，矛盾非常。

「止血」後仍需自行癒合

中央入市初衷是為股市止跌。手段再「暴力」也好，「止血」之後就是市場自行癒合的階段。而去除了場外融資壞血後，中央政府就算持續救市也只能不斷「泵水」，說白了就是中證監沒有經驗處理市場突發情況。回望中證監由六月底開始的手段多是嚇壞投資者，現在中證監有了堂堂的下台階，無論中央政府是否正計劃將救市資金退出方案，我覺得避免再造成市場恐慌也正常不過。

中國近5年內在房、股、債上不斷救助，每一次都是透過央行不斷收集債務。唯在經濟逐漸降溫的情況下，中央政府不能長此下去。同時中國要維持人民幣的競爭力，被納入MSCI看來已無希望，人民幣國際化只剩下「一帶一路」計劃。中國現時的債務GDP比率為282%，在這個前提下，我不相信中央會浪費彈藥在股市上面。

A股進入震盪築底期

太平金融·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

市場信心逐漸恢復，A股反覆走穩，帶動港股重上二萬五關口。上周五內地A股期指結算，滬深三大期指全日高開高走。過去一周，上證綜指累積上漲2.05%，連續兩周上揚；創業板指更上漲9.76%。昨天上證綜指續升0.88%。財政部副部長朱光耀上週六於倫敦表示，中國監管當局穩定股市的政策方向是正確的，本輪股市動盪已經基本結束。

股市的表現及政府官員的表態符合本欄上週二《A股最艱難時刻應已過去》一文的預判。事實上，在經歷過一系列猛烈的大幅去槓桿之後，場外配資的存量規模已大幅下降，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），回落至至上周五的1.41萬億，下降幅度達37.9%。

穩市工作正在穩步推進

目前，在宏觀基本面支撐和監管層大力呵護下，穩定市場的工作正在穩步推進。對於有報道指中國證監會正在研究維穩資金退出方案，中證監於昨天上午收市後即急澄清，指研究維穩資金退出方案的報道不實。中證監表示，將繼續把穩定市場、穩定人心、防範系統性風險作為工作目標，全力做好相關工作。

本輪A股牛市，不是由經濟基本面發動，而是基於改革和創新預期，並在資金面的配合下推動起來。本輪牛市帶有很多新特點，其中之一是，在監管體系尚不完善的環境下推行

金融開放和金融創新。

這次股災的導火線是市場擔心貨幣政策轉向，以及調查場外配資，根本原因是高槓桿融資發展過快及監管嚴重滯後。

股災已告一段落，近期，對於政府應否出手干預救市，再次成為受市場話題。朱光耀表示，鑒於股市動盪的程度，中國出手介入以穩定市場是合理的。事實上，從國際經驗看，對於股災，政府會間接或直接參與股市調控。尤記得1998年香港政府轉變以往「積極不干預」的經濟政策打擊國際炒家，香港該次金融保衛戰被看作是成功應對危機的經典案例。

不過，救市只是權宜之計，通過這次股災可從中吸取教訓，市場要長遠平穩發展，還得靠制度建設。因此，實現從「快牛」向「慢牛」、「長牛」的轉變，有效支撐實體經濟，則去槓桿、推進資本市場基礎制度建設等工作，還得繼續推進去。

料短期股市波動中上行

股市最艱難的時刻已經過去，後市如何看？從歷史經驗來看，政策底和市場底大致吻合，但信心重塑仍需時間過程，有序復牌和資金重新入場的博弈，令反彈幅度難以一蹴而就。因此，短期內股市會在波動中上行，市場目前正進入震盪築底期。

繼續穩定市場仍是目前的首要工作，估計隨着市場的運行逐步恢復正常，為了防止再次助長投機，官方的流動性支持會逐漸淡化，將逐漸步入個股的分化階段。

如何從「希債危機」中汲取教訓？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

在古代西方，首推希臘文化，希臘跟羅馬是古代歐洲齊名的文化發祥地。今天的希臘，人口約1千萬，國土面積13萬平方公里。經濟規模居於歐洲諸國較後位置：GDP為2,071億美元，歐元區排第十名，人均GDP更低見1.8萬美元，歐元區倒數第四。最為嚴重是全國平均失業率25.6%，為歐元區最差的，而且青年一代失業率更高見60%以上。近年來，希臘錄得史上最嚴重的人才外流潮，自2010年起，25歲以上因找工作而離開人數年遞增，從不足2萬人到2014年的6.1萬人，使到該國踏進「超高齡社會」，現時老年人口已佔上總人口20%以上，對疲弱經濟帶上沉重的負擔！

「超高齡社會」福利支出巨

希臘的巨大財赤根源是龐大的社會福利支出，2013年該板塊已吃掉35%全國財政預算，當中退休金開支更佔上25%，只有約10%花在正常社會福利上的。貧窮社會催生左派民主政治，當權政客大多是帶了民粹主義的腦袋，對進行退休金制度完全迴避。自從一九八四年起，支付退休金的國家社會安全基金年年赤字，去年希臘雖有270億歐元年金支出，卻只有不到100億歐元進帳，情況陷於失控。

根據IMF估計，希臘現時總債務佔GDP已高達180%，並於兩年後達到200%，遠高於歐債危機開始時的127%，屬「無法持續」的高水平。如果IMF真正退出協議的860億歐元援希新協議，則歐元區各區便要「硬啃」164億歐元缺口，可能令協議胎死腹中。

現時歐洲各國經濟強弱已經見！眾多拉丁語系國家都走上經濟困難路，今年財政赤字佔GDP比率，希臘佔3.6%、葡萄牙佔3.1%、西班牙4.6%，連歐元區「老二」的法國也達3.8%，以歐元體系下財政赤字佔GDP比率不得超過3%，盡皆破表，自然增加市場對其抽資及減少再投資的可能性。反觀非拉丁語系的歐洲諸國如德國、英國、瑞士、北歐諸國，財政赤字仍然受控，這正說明為何對希臘財政危機中「德國強硬、法國寬鬆、英國不理」的分裂局面，將進一步削弱歐洲一體化的前景。如果美國今年內履行加息承諾，全球息口升溫肯定加速歐洲國家（特別是財困的）公債殖利率上升，對歐洲各國經濟「雪上加霜」，復甦之路變得「遙遙無期」。似乎放在歐元區央行可行之路只是加碼QE的手段，歐元變得愈不值錢了！

希臘經濟因局令到國內「百業蕭條」。為了支撐龐大退休金支出，政府只有盡量減少其他公共開支，包括維持國家經濟持續增長的經濟發展、政府人事、健康、環境保護、教育等等，使國內經濟陷於停頓。又因為國家缺乏現金儲備，希臘已實行國民每天只能於ATM機提取60歐元，國民只有減少不必要消費，所有消費/零售、食肆/娛樂行為同樣受災，經濟活動立時停止！

在減支外，國家會增加所得稅及其他稅費，並且減少對企業聘任年青人的補助金，企業只有裁員，減少僱用年青人，令新生代失業率高擡不下，加速外逃速度。再者，政府缺乏效率，未能有效振興經濟，對國民逃稅執法乏力，經濟困境加速外資逃出，經濟重回正途成為「遙不可及」了！

希臘勢成歐洲各國附庸國

「希臘破產」說明了什麼呢？經濟困局變成政治惡性循環。國民貧窮使左派政客抬頭，民粹主義有增無減，政客為了取悅老選民，不敢對退休金及社會福利制度改革，年年掏空國家庫房，令國家走上絕路。如果真的「照單全收」歐洲央行援希新方案，意味債權人已變相「接管」希臘的經濟主導權，成為歐洲各國的附庸國。

大中華區應續留住年青代

希臘的經濟慘淡下場也對亞洲各國響起警號！尤其是我們身處大中華地區。中國含港澳特區仍處身於經濟上升週期，全拜中國年GDP增長約7%所賜，但是台灣地區則經濟情況放緩。

不能否認，大中華地區進入高齡社會，未來二十年更日趨惡化，社會福利開支及退休金負擔有增無減，各地政府必會優化退休金制度，達到長期收支平衡。政府們必須維持經濟持續平穩增長，吸引外資流入，有效留住年青代，使到政府財政運作健康，避免歐債危機本地地上演。但是亞洲其他各國經濟實力較為脆弱，又正受到外國政府不斷挑動，大中華政府必須小心，適時提供援助，使亞洲區經濟免卻經濟衝擊。

文匯報於上週二以「希債債價、賣產投降」對希債危機作重點報道，「一針見血」地道出解決方案精要之處。讀者應從每次危機中汲取教訓可免再犯下同樣錯誤，並當在投資活動中引以為戒，增加每次取勝的或然率！筆者祈望希債危機最終解決，世界經濟重拾正軌，大中華地區繼續發展，人民生活富足！

次季數據持平 候A股跌後影響浮現

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

2015年進入下半年，外圍市場的風波，反而沒有想像中不可解，起碼從各方努力談判中，看到了曙光。相比之下，全球資本市場最想像不到的，竟然2015年起極為暢旺的A股，可以自行調整一大截，而且若無非常時期的非常手段，恐怕跌勢猶未止。上半年股市全民皆股，下半年談股色變，形成一個極大的反差。

回顧今年以來的內地股市，自年初的3,350一路飆升至6月12日的最高點5,178.191點，成交亦增大，股民數量增多，並有年輕化的趨勢。然後，自6月中旬起，指數開始下跌，並一發不可收拾，短短數日內，跌回最低至3,373.54點。這場資金牛/改革牛/槓桿牛，終於暫停了腳步。如果再繼續下跌，後果不堪設想，政府救市實在必要，有客觀的環境因素。說起來，多管齊下，股市終於從邊緣搶救過來，有的是真金白銀護盤，但更重要是限制拋售的壓力。顯然，當時對於評論中是否自由市場這些批評，已不再重要，重要的是暴跌背後，萬一有金融危機，穩住人心和大勢，才是大家更看重的。

近期，國家陸續公佈了一系列重要的經濟數據，引來全球範圍內的關注。第二季國內生產總值GDP同比增7.0%，持平，好於預期。製造業PMI（6月）低於預期，持平。非製造業PMI（6月）好於前值。工業生產（6月）不斷增長，零售銷售亦然。CPI（6月）好於前值和預期，PPI持續多年負增長，6月亦遜於預期和前值。國際貿易方面，6月，出口由負轉正，進口好於預期和前值，仍下跌。全球經濟調整，歐元區受到希臘問題拖累等都拖累中國進出口貿易。內需乏力，令進口受挫。

須引導資金回流實體經濟

貨幣方面，6月末，廣義貨幣（M2）餘額133.34萬億元（人民幣，下同），同比增長11.8%；狹義貨幣（M1）餘額35.61萬億元，同比增長4.3%，低於前值，高於預期；流通中貨幣（M0）餘額5.86萬億元，同比增長2.9%。M1去年上半年增長率還在8.9%的高位，但是隨後一路下降，到12月已到3.2%。進入2015年來，M1保持低位，經濟發展仍困難。M2自5月起逐漸回升，受惠政府連續放水刺激，如此這般，政策還需進一步推行。怎樣真正引導到實體經濟中，才是關鍵問題。然而，第二季經濟表現提高和股市造好有一定關係。金融業快速發展，房地產回暖等等。問題是，如果有了股市的帶動，下半年的數據會是怎樣呢？

經濟處非常關鍵變革時期

不可否認，中國經濟增長的確面對持續的下行壓力，目前處於非常關鍵的變革時期，無論從人口變化，工業製造業轉型等方面，都面臨挑戰和風險。美國加息在即，為中國乃至全世界其他國家的經濟發展，都帶來不確定性。

股市這場暴跌，給大家好好上了一課。先救命，後治病，接下來要走的路還很長，應急措施有其利弊，補了大洞，還有很多小洞破裂。如果不不小心謹慎的處理這些小洞，那麼終有一日，小洞又將變成大洞。政府干預之後，該如何華麗退出，減少市場動盪，也是非常重要，這一點參考美聯儲從寬量到退市的期望管理，應有所獲。



在多管齊下的救市措施推出後，A股終於從股災中搶救過來，更重要的是限制了拋售的壓力。圖為內地某證券行。

伊朗制裁解除 油價下行壓力大

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶琪

自去年6月開始，油價展開跌浪，英國布蘭特原油價從每桶110美元水平一度下跌至年初的50美元以下，其後漸見回穩，於60美元水平見支持。正當投資者認定此水平為油價新常态時，近來出現多項不利因素，再次拖累油價跌穿60美元，為未來油價走勢蒙上陰影。

油組為保市佔料續增產

伊朗剛與國際6強達成核子計劃協議，承諾減緩製造核武進度，以換取國際解除對該國的能源及金融等經濟制裁，意味着國際石油供應將進一步增加，加大未來油價的下行壓力。油價主要受供求因素影響，供應面方面，自去年油價跌浪開始，石油供應並未顯著下降，雖然今年美國頁岩油產出有下跌跡象，但石油輸出國組織(OPEC)卻持續增產，根據普氏能源資訊最新數據顯示，OPEC 6月份原油日產量較5月增加17萬桶，為

連續第4個月增加，更創近3年新高。現在伊朗即將加入競爭，未來不排除OPEC為保持市佔率，繼續增產，令油價受壓。

需求面方面，現時環球經濟並未全面復甦，除美國經濟站穩陣腳外，歐、日正在緩慢復甦，但全國第二消費大國的中國經濟放緩令人憂慮，加上早前股市大幅暴瀉所造成的後遺症還未顯現，可能影響未來石油的需求。此外，國際能源總署(IEA)預測2016年全球石油需求增長將減緩至每日120萬桶，相較今年平均每日140萬桶下降20萬桶。

因此，預料在石油需求未有明顯增長下，如OPEC未來沒減產計劃，伊朗重返國際石油市場，恐怕一再推低油價。此外，美國年底很大機會加息，未來美元繼續轉強給予油價進一步下調空間，更不利油價反彈。

投資策略方面，在油價繼續低位徘徊的環境下，將加重全球的通縮壓力，尤其是對仍未擺脫低通脹環境的歐洲及日本來說，將導致央行維持寬鬆的貨幣政策，繼續為當地股市帶來支持。另外，

對於受到高通脹困擾的石油輸入國更為有利，當中印度受惠於低油價，長期通脹高企得以紓緩，為央行提供更多減息的空间，使貨幣政策更為靈活，更能應對未來可能出現的金融危機。

受惠油價跌 印股續看俏

再者，印度正積極擴張製造業，銳意打造全球製造業強國，因此油價下跌有利大量需求石油的製造業提升盈利，印股繼續看高一線。最後，對於石油出口國俄羅斯而言，由於股市與油價的相關度甚高，油價再次回落意味着俄股過去數月的反彈勢頭或無以為繼。



伊朗剛與國際6強達成核子計劃協議，意味着國際石油供應將進一步增加，加大未來油價的下行壓力。圖為伊朗石油設施。

資料圖片

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。