

港股大跌後走勢仍波動

中銀香港高級經濟研究員
蘇傑

財經述評

自7月3日起，港股連續四個交易日下跌，恒生指數一度下跌2,139點，創歷史最大跌幅。內地A股連續急挫以及希臘脫歐風險上升是港股大跌的主要原因。隨着內地A股連續反彈，以及7月13日希臘與債權人達成協議，港股表現有所回穩。目前來看，在周邊因素不確定性增加的背景下，未來港股走勢可能較波動，但受惠於內部因素較穩定，出現新一輪股災並引發金融市場動盪的機會不大。

外部風險有所上升

從全球貨幣環境看，美國加息步伐料溫和推進，歐洲、日本和中國等幾大經濟體均執行較為寬鬆的貨幣政策，全球市場流動性不會減少。但從資金流向來

看，美國加息勢必造成資金回流發達市場，新興市場可能面臨資金流出風險，這將對香港股市及樓市交易形成一定壓力；希臘債務風險對港股走勢影響負面。由於希臘債務問題仍然沉重，能否真正落實協議中的改革仍存變數。希臘問題對國際股市的困擾並未消除；美國股市或面臨調整。由於美元走強以及加息預期，今年美股三大指數難以再現往年屢創新高的凌厲走勢，升幅明顯放緩並面臨調整，或會對港股走向產生抑制。

內地A股走勢是影響港股的最大變數。A股經過大幅調整後，中國政府展開「救市保衛戰」，從提供流動性、暫停首次集資活動、扼制做空、完善制度規範、重建市場信心等措施多管齊下，相信這一輪A股指數調整已經觸底，但短期內多空膠着料將持續。中長期或在貨幣政策趨鬆、改革利好釋放、企業盈利好轉等因素支持下維持平穩上行。由於A股表現對港股市場投資者情緒

構成較大影響，勢必增加港股波動下行風險。另外，內地經歷此輪股市調整，原計劃於下半年推出的QDII2試點、深港通啟動等有利於港股向好的政策有推遲的可能性。若內地資本市場開放步伐減慢，港股下半年將缺乏炒上概念，市場更可能借相關消息調整。

經濟表現平穩。下一步在歐美經濟持續復甦與內地經濟增長有望企穩的背景下，加上本地失業率較低、通脹溫和，香港全年整體經濟增長可望與去年大致持平；上市企業業績維持增長。本地地產、銀行等傳統大型上市企業業績表現平穩，內地在港上市企業盈利有望好轉。內地截至7月1日公佈業績預告的1,047家公司中有629家預喜，佔已公佈業績預告公司總數的66%；技術層面支持。港股PE值目前仍處於歷史低位。特別是與內地A股市場比較差距較大，恒生AH股溢價指數一度升至140點高位；其他經濟金融指標穩

定。特區政府幾年前已推出限制炒賣的「辣招」，目前香港樓價主要受用家需求的支持，在美國加息預期溫和以及土地供應仍然不足的情況下，樓價將維持平穩發展。在聯繫匯率制度支持下，近期港匯指數表現相對平穩；香港市場反映銀行平均資金成本的綜合利率仍處於歷史低位。香港金管局近日表態，香港銀行體系有足夠的資金及機制應對市場震盪，金管局隨時可向市場注入及向有需要的銀行提供流動性。

投資氣氛較理性

經過歷次股災的衝擊，香港證券市場監管較為審慎穩健（包括禁止「裸賣空」、限制高頻交易、控制槓桿比率等）。近日恒指大跌後，香港證監會表示將繼續密切監管證券、期貨及基金動態，並與其他監管機構及市場參與者保持密切聯繫，以確保市場有序運作。相較於內地A股市場，機構投資者佔比高，投資氣氛較為理性加上監管審慎，可在一定程度上增強市場應對衝擊的能力。

中美歐解決惡性循環效果有別

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

國際市場風起雲湧，過去兩個月，大家見證了不少歷史性的時刻，都與經濟上的惡性循環有關。歐洲有之，美國有之，中國有之。對於香港以致全球投資者，這個夏天的開始，都是充滿緊張和刺激。

歐元區的一大荒唐，以希臘債務危機作為最極端例子。當年，勉強拼湊而成的，今日，難免自食其果。是的，若非為了抗衡美國，企圖在經濟實力上，跟美國爭一日之長短，最優貨幣區這個概念，未必可以輕易在歐洲大陸落地生根。

說到底，如此多語言多民族的環境，加上長久以來，經濟實力懸殊，政治地位更是天與地之別，把一眾小國拉在一起，除了群星拱照賀德國之外，別無更重大的策略。

誠然，歐元區有一定的經濟邏輯，但似乎當事人忽略了，執行上的困難，順境時不會發覺，但逆境時，這些細節特別顯眼；特別是政治上各有各要項向選民交代，而國與國之間，若有明顯強弱之分，則協商談判之時，所處的地位不平等，容易激發社會上的壓力。

希臘危機只是計時炸彈

事實上，從希臘領袖先是強硬，繼而動之以公投，最後承諾的竟是一個比原本大家抗拒的方案還要苛刻的版本。除了說明事到如今，形勢危急，情非得已之外，更說明了一個事實，就是勉強加入歐元區後，希臘失去了以本身貨幣政策調節或刺激經濟的主動性。在欠債累累之下，希臘財政壓力沉

重，債權人自然不會有放鬆的可能，要求更嚴厲的條款，幾乎是現實中必然發生的事。

如此一來，惡性循環之下，經濟復甦無望，清還貸款亦無望，基本上是一個計時炸彈，今天不爆，明天也會爆。

美爛攤子處理得差不多

相比之下，大西洋彼岸，美國為其金融海嘯的爛攤子，已經處理得差不多，基本上已是復元得很好了，有條件談加息，甚至真的在今年內加息一至兩次，大家亦不會感到太意外。

當然，能夠有此能耐，多少也得歸功於美國在全球金融市場上的份量，美元的地位依然不倒，甚至更上一層樓，自然有助於美國擺脫今次的危機，逢凶化吉。本來在金融海嘯時，看似完全沒轉圜餘地的，如今看來，都是關鍵時刻能夠止住惡性循環的問題。美國做到了。

A股樂觀情緒難返從前

地球的另一邊廂，亞洲地區上，中國經濟的問題，愈來愈多人關注。是的，過去三十多年，中國經濟改革，帶來高速增长，如今要適當調整步伐，以進行更深度的改革，為稍後的增長和發展，帶來更穩固的基礎，資本市場的發展，是必需條件。

近日A股大跌，難免令人憂慮，但說起來，長遠的方向，不可能因此而改變，反而是經一事，長一智，更明白市場的運作規律，有利將來進一步於此着力。

近日打破了反覆拋售的惡性循環，A股回穩，不要奢望急速回到之前的樂觀情緒，反而走得更遠。

美科技股宜逢回調吸納

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

希臘債務危機暫時解除，中國股市亦持續反彈，再加上美國加息時間將延後至9月或之後，令環球股市普遍出現反彈。聯儲局主席耶倫於上週三及週四，分別在眾議院及參議院發表了半年一度的貨幣政策報告。她於國會表示，若果經濟增長符合聯儲局的預期，今年某些時間聯儲局將會上調聯邦基金目標利率的適當時間，而聯邦基金利率目前在0至0.25厘水平。而她亦認為，市場不應過分關注幾時進入第一次加息，而是未來利率的趨勢。對於外界指，聯儲局可以押後加息時間至明年，但耶倫指日後可能以較急的步伐加息，不利美國經濟未來的趨勢。因此，聯儲局今年12月或之前加息的機會亦相對較高。

美國加息理據有待確立

另一方面，基金公司DoubleLine Capital的創辦人，「新債王」岡拉克表示，聯儲局每年均高估了美國經濟增長。聯儲局早前預期，今年美國經濟增長可望達到5%，但今年首季經濟增長卻收縮0.2%，而目前仍預期第二季經濟增長可望達到2.4%至3.0%。他指出，聯儲局高估了美國經濟增長，令今年聯邦基金利率目前仍維持於接近零的水平。不錯，聯儲局今年是想加息，但局方受到經濟數據主導的情況下，只好一直延後加息。若美國目前的經濟情況未有改變至聯儲局的預期，意味聯儲局可能最終下調經濟數據至符合加息預期。9月份是不俗下調經濟數據的時間，以令12月的會議前的經濟數據達標，從而確立加息的理據。因此，美匯指數短期仍會

反覆上升，但升勢未必會像上半年的急升情況。

與此同時，科技股的走勢持續偏強。例如全球最大搜尋器谷歌於上週公布業績較市場預期理想的情況下，股價單日急升16.3%，而市值更於一夜之間增加650億美元。除了股價創新高外，亦創出美股史上第二大單日市值增長的紀錄（第一位仍然是Cisco，於2000年單日增加660億美元市值）。當中，第二季的純利急增近17.3%至39.3億美元，手機廣告及Youtube視頻的兩大業務表現強勁。除了顯示谷歌對這兩項業務押注成功之外，更反映到人類對通訊服務需求產生極大的改變。

龍頭股季度業績勝預期

除了谷歌之外，美國不少科技公司由於季度業績較預期良好，刺激股價上升。例如網絡視頻商、電視連續劇製作商Netflix，第二季用戶量增加327萬戶，不但遠較市場預期的258萬戶理想，而且當中237萬新增訂戶是來自其他國家或地區。因此，股價於上週四單日大升13%，而市值升至490億美元。

至於社交網上平台facebook，雖然仍未公佈第二季業績，但受惠於其他科網股表現突出，刺激其股價上週五亦急升4.5%，市值增加至2,667億的美元新高。其股價自2012年上市以來，升幅已達3倍，而市盈率更達到95倍。另外，Amazon股價今年以來亦上升55%，而單單上週股價便上升9%。雖然公司目前仍處於虧損的情況，但目前預期今年市盈率達到994倍。

雖然本星期蘋果及微軟的業績較預期差，令相關科技股股價下跌，但由於預料需求強勁，投資者不妨候低吸納。預料新經濟將會成為刺激全球經濟的推動劑。

網絡安全及徵信 發展空間大

另外，網絡安全和個人徵信有望維持高增長勢頭。從狹義的信息安全來看，2014年內地網絡安全產業規模僅320億元，與市場預期的近萬億元規模差距巨大。隨着互聯網金融不斷發展，對信息安全的要求也會越來越高，網絡安全領域增長空間巨大。

個人徵信方面，近期央行即將驗收頒發個人徵信牌照，個人徵信市場有望放開。未來個人徵信系統有望被廣泛用於P2P、個人消費金融等方面，由於我國人口基数大，相關市場規模將超千億元。當前內地互聯網金融尚處於起步階段，涉及行業及人數眾多，發展空間巨大。隨着監管措施不斷出台，行業發展也更為規範，行業龍頭的領先地位有望進一步加強，值得留意。

消費模式轉變 平價貨抬頭

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

百家觀點

蘋果公布iPhone次季銷量按季下跌22%，當中中國地區收入跌21%，正好反映中國消費市場的狀況，手機並非必需品，現時內地高檔次進口商品及奢侈品的需求下降。與內地市場比較，本地零售數據亦反映類似情況。港府公佈，5月份零售業總銷貨價值按年下跌4.1%，值得注意的是，其中珠寶首飾、鐘錶及名貴禮物的銷貨價值急跌24.5%，後者反映內地旅客到港購名牌商品及奢侈品的趨勢下降，巧合地回調幅度與前述iPhone在內地的銷量表現相若。

再深入看看港府數據，非奢侈品類別的商品銷售情況仍然良好，部分類別甚至錄得逾一成上升幅度，比如超級市場貨品（上升6.4%）、藥物及化妝品（升8%）、食品、酒類飲品及煙草（升6.5%）、汽車及其零件（升14.9%）、鞋類和有關製品及衣物配件（升13.7%）、眼鏡店（升15.1%）。只有珠寶名貴禮品銷貨值急跌25%。

本地整體零售前景樂觀

這些數據顯示，香港的基本零售消費力仍然強勁，配合低失業率以及下半年公務員加薪等因素，本地市民消費意慾頗為正面，整體零售業前景樂觀。有人認為削減個人遊人數，會對本地消費帶來負面影響，若果單單從數據上來說，暫時只見到消費模式轉變，即是本地零售業重心由貴重商品及奢侈品轉移到一般日用品方面。

當中汽車銷量上升或與樓市或股市獲利有關，而超市類別上升或源於貨品價格調升。有報道指出，隨着日圓貶值，內地旅行團多到日本當地搶購日用品，當地為歡迎這股購物潮，聘用懂華語的銷售員及使用中文說明及價目牌，為當地疲弱消費注入新動力。

對本地商舖來說，零售重心轉移亦導致一線旺舖的租金回調。多家測量行數據顯示，今年上半年舖租已錄得約一成跌幅。有報道指出，某龍頭珠寶行銷售持續錄跌幅，當中港澳及中國內地的同店銷售分別下跌兩成及7%，年度計劃將削減4至5間分店。至於尖沙咀及銅鑼灣區的一線旺舖，舊租約到期續約要求減租的案例漸多，一般業主均願意減租留客，租金下調幅度達兩成或以上。

非奢侈行業重奪一線舖

雖然一線旺舖減租最受市場矚目，但筆者對商舖租金及售價並不看得太淡，觀察文首所列數據，現時非奢侈品類別銷售仍然強勁，甲級旺舖租金回落，只是新一輪音樂椅遊戲的開始，在珠寶鐘錶行業零售高企，連鎖式經營的品牌店搶佔大街旺舖之前，其實化妝品、手機、電子產品、糖水店、雪糕店等依賴人流暢旺的零售行業亦曾經各領風騷，一段時間亦曾經是當時付租能力最強的租客，現時奢侈品潮退，正好是這些類別店舖重奪旺舖的好時機，當這些行業重回一線旺舖，騰空的二線舖位又可給予付租能力稍次一級的其他行業進駐，甚至由樓上舖遷回街舖經營。

對一些位處新市鎮的店舖和銷售基本消費品如超市類別和飲食行業等，筆者料於今年下半年租金仍會是平穩，甚至個別旺位錄得5%左右的租金升幅。



香港現時非奢侈品類別銷售仍然強勁，甲級旺舖租金回落，正好是相關行業重奪一線旺舖的好時機。圖為銅鑼灣羅素街。資料圖片

監管措施出台 互聯網金融業或洗牌

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理
何天仲

過去幾年，內地互聯網金融由於缺乏監管，野蠻增長的同時也產生了一系列問題。近日央行發佈《促進互聯網金融健康發展指導意見》（下稱「意見」），開始對互聯網金融行業進行監管，有助行業長遠健康發展。內地互聯網金融行業經過一輪爆發式增長，已出現風險上升及惡性競爭等問題，「意見」的出台有助規範行業競爭，推動新一輪行業洗牌，值得關注。

所謂互聯網金融，即利用互聯網技術來實現傳統金融的借貸及支付等行為的模式。以餘額寶為代表，2013年內地互聯網金融行業開始高速發展，但監管政策卻一直處於空白狀態，因此行業雖然取得長足增長，但也出現諸多問題。

P2P及在線支付 或現馬太效應

為保護行業長遠健康發展，「意見」的出台極之必要。「意見」主要對互聯網支付、網絡借貸、信託及保險等領域進行規管，筆者預計，P2P及在線支付等領域或會出現馬太效應，強者恒強，而網絡安全及個人徵信等領域則有望迎來新一輪高增長。

目前內地互聯網金融之中，P2P和在線支付發展最為迅速及成熟，但競爭也最為激烈。以P2P為例，據網貸之家公佈

的數據，2013年，內地P2P平台成交量為1058億元（人民幣，下同），同比增長約4倍；2014年成交量達2528億元，但同比增長跌至約1.4倍，增速明顯放緩。預計未來幾年，內地P2P行業的增速將會進一步放緩，競爭激烈但監管力度提升，龍頭企業或可受惠。

而在線支付領域，據艾瑞諮詢的數據，2014年內地第三方支付互聯網支付交易規模突破8萬億元，同比增長50.3%，預計未來3-5年，增速會逐漸降低至20%左右。市佔率上面，支付寶已佔半壁江山，財付通亦佔近兩成，行業呈現壟斷競爭格局，監管力度提升或有助提升在線支付的安全性。

細價股元氣已傷 選股要求需提高

興證（香港）證券經紀有限公司客戶投資組副總裁
湯紹彰

相信玩細價股的朋友，上週應覺得特別刺激，不少細股周三時股價由高位蒸發超過60%，正當大家絕望之際，周四、五來個終極反彈！當中不乏比周三低位彈超過100%者，那究竟上週發生了什麼事呢？

一切都是過度槓桿惹的禍

內地不准沽貨/沽空，南下先行沽貨/對沖？希臘可能脫歐？抑或中國債務危機？以上的相信都有點關係，但個人覺得最重要的還是過度槓桿的問題。

因為最近兩年個股賺錢其實不難，不少人信心大增，開始利用孖展去增加注碼，若正常散戶如此問題的確不大，最大的問題是內地的老總及私募基金，他們大都和某些上市公司老闆熟絡，而且注碼最少都數以千萬計。

在約一個多月前，他們持有的股票最小都升了近50%，當老總們都覺賺錢那麼容易，而且內地

十個有超過五個都崇商融資證券或場外配置，受着「誰有錢就誰任性」之朋輩影響，他們也加入了這香港的孖展大軍了……大部分都想再增加自己識那老闆股倉位，但由於證券行風險問題，單一持股只可做到少量孖展，於是他們只好多買幾隻有按倉值的股票。

孖展被斬倉 大股也遭殃

最近這兩周A股失火，市況突變，問題隨即出來，老總們被人追孖展，如不能如期入數便遭斬倉，因此可以看到不少股票是愈跌愈急，斬倉盤蜂擁而至，最後連大股也出現斬倉的情況，連中國人壽(2628)都可單日跌超過15%。

為何筆者如此肯定是斬倉盤呢？可從這兩個地方看到：

一、周三A股無大幅下跌，但港股獨自急跌，更要下跌股份比例高達97%以上，看到沽盤是非常不理性。

二、不少股票莊家同時收盤，即「熄燈」情況甚為不平常，明顯地見到市場唔理性斬倉，不用浪費資金頂盤。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。