

A股暫難擺脫反覆築底

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

A股上海綜合指數7月份下跌了14.34%，創2009年8月以來最大單月跌幅。信心動搖也造成上證綜指盤中劇烈波動，上個星期就跌去了11%。而經濟增長下行的壓力難以緩解，加上外圍經濟金融的影響，8月A股仍然無法擺脫反覆震盪盤底。

中國製造業採購經理指數(PMI)於2015年7月不僅回落至剛處臨界點的50，相比6月份小幅下降0.2個點，連續五個月位於榮枯線上方，但低於市場預期的50.1。從PMI五大主要分項來看，生產、新訂單、就業和原材料庫存指數均出現下滑，僅供應商配時時間指數有所回升。

經濟放緩趨勢顯而易見

7月官方和財新製造業PMI均出現不同程度下行，雖然有高溫暴雨等環境因素的擾動，但需求不振、生產放緩和價格加速收縮的趨勢顯而易見，當前製造業仍處於底部區間。

當前內地經濟增長壓力，不僅表現在剛公佈的PMI遠低於市場預期，企業經濟前景不容樂觀；更表現在中國經濟積累的幾大問題。例如，地方政府融資平台的債務置換，由開始時的一萬億元(人民幣，下同)，已經上升到近三萬億元，會否繼續增加，仍然是未知數。地方政府融資平台的債務風險比預期高。

從美聯儲7月FOMC會議公告中，短期投資者看到美聯儲不會提前加息，隨着市場對美聯儲可能提前加息的擔憂得到化解，風險情緒暫時平穩。前期利空逐漸緩解，美股、歐洲各國、日本股市一致反彈。

不過，長期投資者認為加息遲早要來，隨着美國加息步伐越來越近，美聯儲的貨幣政策對新興市場經濟國家的溢出會越來越大。

大量資金流出新興市場

從長期來看，美元指數持續走強料將對影響工業生產成本構成的大宗價格，所以7月份大宗商品的價格全軍盡墨。美元拆借成本因



由於內地經濟增長下行的壓力難以緩解，加上外圍經濟金融的影響，預計8月A股仍然無法擺脫反覆築底格局。 資料圖片

素造成國際資本流動，大量的資金已經流出新興市場，加上避險情緒影響了風險偏好，從而導致不少新興市場國家的股市、匯市、債市等出現了劇烈的震盪。比如，印尼盧布對美元的匯率已經跌到近17年最低水平。

此外，美國加息的溢出效應對發達國家國家造成的影響同樣不可避免。例如，加拿大的經濟已經出現了連續5個月的負增長，若情況持續，加拿大的經濟也面臨着衰退的風險。

在全球經濟一體化、金融一體化的今天，內地經濟也不可避免受美國加息溢出效應的影響。內地7月PMI出口及進口在內的新訂單、從業員等主要分類指數幾陷全面下行的劣態，意味歐美等主要市場的經濟和需求疲弱，對內地工貿所產生的衍生負面影響不輕。雖然長期看美聯儲加息決心不改，上周美元兌人民幣匯率繼續保持穩定，美元中間價先跌後漲，央行在股災之後維穩，使得人民幣緊跟美元走穩。

在內外經濟金融因素的影響下，暴跌後的A股十分脆弱。近期保險及券商股公佈的中期業績都表現驚喜，但也難以避免持續下跌。市場的信心還未恢復，預計震盪築底還會是8月A股的基本態勢。

流動性續減 A股何以爲繼？

時富金融策略師
黎智凱

內地出手激活股市，出規定要求股東等增持，但近日卻有不少企業股東減持而遭查處。可是，部分減持者根本沒有受到有阻礙性的警告，大多只是罰款及要求學習《證券法》了事。而教人無奈的是，這些罰款遠不夠套現賺的多，這個程度的處罰變相似乎是鼓勵「違法」。當然，企業股東減持，在一個月內還是合法的。

就算套現問題管不了，救市也應對流動性多作鼓勵。內地常將救市視作「穩定人心」，但奈何今次救市資金只撐指數股，其他股份大多擱淺，這樣叫虧本的小股民心何來？再者，一直以來程序化交易爲成交流動性作支持，但中國金融期貨交易所於上周五針對程序化交易的法例，加強打擊程序化交易造成的期貨波動性，當中透過增加費用來減少投資者大量送出成交或取消指令等指令，並改善落盤的成交命中率。這使得股指期貨昨早一片死寂，正好合乎了中央救市的「市場穩定」的要求。

救市措施未命中問題核心

以上只是救市措施的一部分。從一開始救市的方向、手段及執行等方面，都有不少值得商榷的地方，主因是這些措施並未

命中問題的核心：場外配資、基金造市、程序化交易、惡意沽空被標籤爲股災的元兇。另一方面，中證監準備不足、企業借機大舉集資、股東減持、企業停牌避險、地方政府套現，卻無人問責。

現在政府救市第一波措施大都達到了目標，而剩下來的2,000億元人民幣「國家隊」資金入主股市，在本月內就會知道能否把上證指數推到4,500點目標水平。但救市快要一個月了，股本市場的合法槓桿根本沒有改革，反而市場流動資金陸續減少。試問救市過後哪來足夠的資金去把指數撐上去？

如何激活股本市場惹關注

救市到底救了什麼？除了爲指數止血以外，股本市場現在感覺更像一潭死水。筆者不期望中央政府的下一步行動會對股市做出什麼有建設性的行爲，只要不要突然離場，股本市場還是會跟着救市基金走。政府在股本市場搶了主導權，卻無法真正激活股本市場。若這持續低迷，企業會把資本需求轉投債券市場及貸款。銀行貸款的信用風險及地方/企業債務早已千瘡百孔，靠着債務置換才可苟安。資本市場早晚需要股本市場的復甦，政府最終都要退出，屆時只需要中證監一句「現時企業估值過高，市場應自行發揮市場調整機制，做好交易及風險控制工作」，救市概念就可華麗轉身。

美9月加息機會增 高息債券回報穩

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席
曾慶璘

美聯儲政策會議後，仍未爲加息時間表提供明確指引，但對美國經濟和就業市場的看法持續樂觀，意味着9月加息的預期提高。雖然未來加息的幅度及步伐會循序漸進，但如加息開始後，週期或持續數年，將逐漸影響未來的資產價格。當中息口敏感度高的債券，由於價格與利息成反比，因此加息導致債價下跌，追逐利息收入的投資者應多加留意，作適當的投資部署。

逾5厘票息較定存息率高

對於購買債券的散戶，由於單一債券的入場費高，一般會選購債券基金，基金回報來自債價加票息。在加息的環境下，對美元低息債的影響較大，主因加息令其吸引力降低，保守的投資者將資金轉作銀行定儲或更划算。相反，高息債雖同樣受息口影響，但防守性較高，逾5厘以上票息的高息債相比銀行定存息率仍高，且有較大機會抵消債價下跌的損失。此外，美國加息的背後原因爲經濟表現理想，在此環境下，企業財政狀況向好，固預料

未來高息債的違約率仍保持低企。根據國際評級機構惠譽數據顯示，2014美高收益債的違約率爲2.4%，已是連續5年低於35年平衡值4.1%，情況樂觀。

但在升息周期下，債券價格較波動，短線投資風險較高，投資者宜作中長線投資，以享受長遠可觀的票息回報。環球高收益債券基金亦可取，可分散環球的利息風險，助穩定投資回報，但市面上的基金表現不一，認購時宜比較基金表現及派息率，包括過去加息周期下的整體回報，慎選優質債券基金。

金融股爲加息主要受害者

股票方面，加息亦引發資產價值重估，加重公司的融資及債務成本，如公司盈利未能趕上，股價一般受到拖累，但金融股通常被視爲加息的受害者。以銀行爲例，升息令其放貸利率提高，使淨息差進一步擴大，有利銀行提升盈利。保險公司方面，由於他們主要投資債券賺取穩定的現金收入，來維持足夠現金儲備應付索償，因此升息能爲保險公司帶來額外收益。因此，投資個股而言，本地銀行股於未來的抗跌力較強，加上股息率理想，在波動市中防守性較高，值得保守的投資者關注。

美增長緩慢阻礙利率正常化

中銀香港高級經濟研究員
卓亮

美國第二季GDP以環比年率計算增長2.3%，遜於市場預期。同時，首季GDP變化從-0.2%上調至0.6%。整體來看，GDP報告並沒有對今年加息具體時間作出啟示，7、8兩月的就業情況報告顯得尤爲重要。惟過去幾年經濟增長的修訂，預示未來利率正常化的步伐會相當緩慢。

國防及醫療開支計算改動

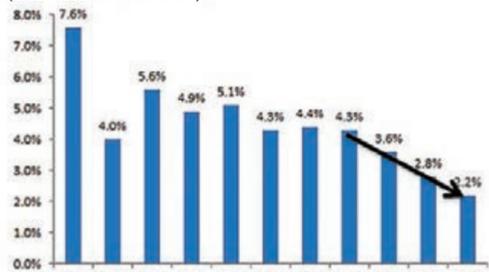
爲了減少季度數據的波動，美國商務部經濟分析局修改了統計GDP的方法，最大的改動集中在對國防及醫療開支的計算。經修訂後，美國2012至2014年經濟活動的年均增速從2.3%下調至僅2.0%。另外，戰後最弱的一次復甦顯得更加乏力。從2009年第三季開始，美國GDP年均增速只有2.2%。

美國在戰後共經歷過11次經濟衰退，在隨後的復甦期中，實際GDP年化增長率從2.2%至7.6%不等，而金融海嘯後的擴張是當中最慢的一次。從歷史經驗來看，一般的規律是衰退愈嚴重，反彈愈強勁。2007年末至2009年中的衰退雖然被視爲上世紀三十年代大蕭條後最嚴重的一次，整體經濟活動復甦的動力反而異乎尋常的弱。

料未來加息步伐會相當慢

有鑑於此，相信聯儲局未來加息的步伐會相當慢。然而，寬鬆

美國戰後三次最弱復甦均出現在超寬鬆貨幣政策期(橫軸爲復甦期起始年份)



資料來源：美國商務部經濟分析局、中銀香港經濟研究

貨幣政策是否應該成爲常態，卻是值得深思的問題。在格林斯潘任期內，聯邦基金利率被下調至1%的當時歷史低位，後來更被伯南克降至零下，耶倫至今亦仍然維持零利率政策，最近三次增長動力卻每況愈下。

量寬換來戰後最弱的一次復甦，而最弱的三次復甦均出現在信奉以寬鬆貨幣政策來刺激經濟的聯儲局主席任內。超低利率、大舉印鈔，絕非提高增長動力的靈丹妙藥。同時，資產價格上漲降低了結構性改革的迫切性，從而拉低長期增長率。利率正常化舉步維艱，或是投資者喜聞樂見的事，但對實體經濟長期發展恐怕並非福音。

A股大跌後 外界更關注中國數據

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

投資者往往在人性的主導下，因爲對於本土市場較爲熟悉，所以投資的放膽程度，也相應提高。有時忘記了分散投資於不同地方的好處，亦反過來，往往對於外邊的事物，關心的程度，一般較爲遜色。這是人之常情。

然而，隨着全球日益一體化，金融市場的變化，可以牽一發動全身，很少有地方真的完全置身事外。若是國際經濟舞台上，舉足輕重者，便更是如此。當地的情況，容易令外界甚爲關注，因爲資產價格的變化，是互爲關連，互爲因果的。

是的，近期中國經濟的數據，屢次成爲國際財經媒體的焦點，絕非偶然。說起來，打從2013年末，中國結構改革這一條路，外界便一直關注，究竟要怎樣行，當中的利弊如何，執行時的沙石又如何。

隨着中國落實結構改革，把反貪腐和環保等社會問題，提升到較高層次，而經濟增長速度，可以有秩序地由極高速，調較至相對高速，上述的題目，便更是外界的焦點。

修訂增長速度並非易事

是的，怎樣可以把一列高速行駛中的火車，在不停下來的大前提下，又要維修改善得妥當，絕對是難題。這個比喻並不新鮮，放在美國聯儲局前主席伯南克的字典中，那只是維修一輛汽車，畢竟，美國經濟體系已經相當成熟，增長速度不可能快，但即使是邊走邊修一輛汽車，也是不容易，何況一列火車。

此之所以，全球人都關注到，要一邊減輕以往對內銀和內房的過度依賴，一邊要增加別的比重，以相應令增長保持動力。而過程中的一大工具，不再是以往的財政政策和貨幣政策，而是參考西方成功經驗得來的，以資本市場(外圍的解讀主要是股市，但其實應該也包括債市)推動實體經濟增長。

過去一年半，這件工作成效相當好，隨着股市升，財富效應可以爲消費提供誘因，雖然不是絕對按比例的提升。此外，一般老百姓不必太急於搶購房地產，也可以保值增值，而這樣一來，社會民生的難題，便又解決一部分了，也順理成章地，可以減輕對地方政府賣地的迫切性，當中內房與內銀的關係，亦可較容易順順。另一邊廂，股市升，估值升，企業可以較方便集資，而不必被追求助於銀行體系，間接亦可以增加改革金融體系時的力度。

泡沫形成要化解急不來

不過，凡事總有兩面，當人人知道這個妙策良方，自然會把身家押進去。單邊的押注，容易造成泡沫，哪管過程中官方反覆提示，要求管理好風險，那結果仍是一樣，這一點，在全球投資市場的經驗都是一致的。

目前，最緊張的危機時期，拋售最厲害的日子，應已過去，卻要以時間換取空間，這一點，急也急不來。而過程中，外界對於中國經濟數據的關注和各式解讀，是可以預期必然出現的，也是基於上述大環境中，不可能不出現的。



分析指出，怎樣可以把一列高速行駛中的火車，在不停下來的大前提下，又要維修改善得妥當，絕對是難題。圖爲已營運的合福高鐵福州火車站。 資料圖片

歐元區經濟仍潛藏不安

路透社點透視專欄撰稿人

Swaha Pattanaik 熱點透視

歐元區經濟表現更佳，7月經濟景氣指數攀抵四年高位。西班牙表現更爲亮麗，國內生產總值(GDP)較上季增長率創下逾八年最高。但投資者可能被這些亮點蒙蔽了兩個基本問題。

距離通脹目標遙不可及

首先，歐元區通脹率仍低至0.2%。上周四出爐的官方數據更顯示，經濟相對活躍的西班牙7月消費者物價較上年同期下滑0.1%。距離歐洲央行(ECB)總裁德拉吉達成近2%的通脹目標仍遙不可及。在油價自5月以來下跌近20%的情況下，這幾乎是不可能的任務。

通脹減緩爲全球性的現象，但歐洲無疑將面臨相當大的挑戰。據歐洲央行最新的研究顯示，歐盟未能達成最基本的目標之一，即經濟整合。

報告指出，整體而言，自歐元於1999年上路以來，成員國實質人均GDP的差異即告擴大。在2006年及2008年差距一度縮窄。但金融危機導致情況更形惡化。

作爲較早加入歐元區且收入相對較低的國家，西班牙和葡萄牙實質人均GDP一如既往地遠低於歐元區平均水平。希臘則落後更多。而號稱高收入國家的意大利也已偏離了



圖爲歐洲央行總部大樓。 資料圖片

正軌。歐洲央行歸納了經濟融合失敗的三個原因，其中無一與歐元區本身直接相關。首先是國家機構能力薄弱。其次是，國家的結構性僵化以及國內競爭不足導致了資本錯配。

資產價格泡沫未予重視

最後，對於解決資產價格泡沫問題未充分予以重視。組成貨幣聯盟導致一些國家的實際利率大幅下降，從而滋生了資產價格泡沫。當然，歐洲央行在這一切發生時還沒有監管職責。

實際上，歐洲央行是在告訴當政者他們把情況搞砸了。遺憾的是，解決這些問題要比描述難多了。

題爲編者所擬。本版文章，爲作者之個人意見，不代表本報立場。