

# 國指未擺脫上落市格局

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

A股本周首個交易日出現大幅反彈，上證綜合指數先後升越3,800點和3,900點兩個心理阻力位，全日升184點或4.92%。更令人鼓舞的是，升市獲成交增加配合，滬深兩市全日總成交達12,273億元（人民幣，下同），為7個交易日來首次突破1萬億元成交，較上周五兩市成交不足9,000億元，大增近四成。

可惜港股憂慮美國最快9月加息，恒指未能跟升跌31點，國企指數則止跌回升63點。雖然國指曾高見11,390點，但仍未擺脫近期的上落市格局，市場炒股不炒市。

## 國企改革合併概念抬頭

國企改革利好是引發市場熱情的最主要因素。有消息指出，國務院已經批准了國企改革方案，航運和煤炭等行業大型國企將合併重組。可見，在震盪市中，市場有做多的願望。此前南北車合併被市場追捧，國企改革合併的概念，讓投資者看到了這一概念的炒作價值。

本欄7月21日「A股進入震盪盤底期」一文指，「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。」

就國企改革方面看，前期習近平主席在不同場合強調國企改革，估計年中的政治局經濟工作會議將國企改革作為下半年重點推進的三大改革之一，近期中遠與中海兩大航運集團可能合併的消息，進一步強化了市場對國企改革加快推進的預期，有望對國企改革相關的個股提供支持，投資者可從已

經宣佈試點的六家央企，有整合重組預期的央企，以及推進較快的地方國企三個方面去把握國企改革的機會。

據報道指出，根據基金在A股7月底跟上周二的淨值變動比較發現，近300隻基金可能處於輕倉甚至空倉水平，當中有近200隻在第二季才成立，估計合計超過1萬億元的彈藥隨時買貨。有關報道尚待考證，不過，證金公司借道基金公司成立的5隻各400億元基金，當中兩隻在7月中成立，基金淨值也顯示未見真正入市。

目前市場最缺乏的是信心。是資金有沒信心入場的問題，存量資金博弈成為的主旋律。稍有利好出現，就可為股市打下一劑強心針。

## A股衝4500點難一蹴而就

不過，正如我們於上文指，「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。」由於「國家隊」護盤，上證綜指在3,400點上方站穩有保障，但是向上突破4,500點，也不容易。

而且，從中長期來看，經濟表現不佳最終會影響股市表現。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，A股仍然無法擺脫反覆震盪。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，僅供應商配送時間指數有所回升。

# 股市波動 轉投人債基金避險

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

今年環球股市極為波動，經過7月內地及香港兩地股災後，料後市反彈乏力。「國家隊」繼續為內地股市托底，但在市場持續去槓桿及投資信心還未恢復下，A股大牛市短期難復現。港股受A股拖累，加上美國加息的預期升溫，投資者入市意慾低，大市成交每日不到1,000億，港股大時代暫告一段落。投資者風險胃納下降，轉移尋找定息投資產品避險。

美聯儲於今年啟動加息周期已無懸念，美匯指數走高反映市場對加息的預期升溫，環球貨幣受到拖累，除了日圓及歐元因貨幣政策背馳而大幅貶值外，新興市場貨幣更受到重挫，尤其是商品出口國，受累於商品價格下跌，進一步加劇資金外流，摩通新興市場貨幣指數更跌至歷史低位。

## 中央積極為人幣匯價護航

相反，在眾多新興貨幣中，人民幣匯價相對穩定，對美元年初至今保持0.161水平，高低波幅只有逾2%。即使近期股市出現大幅波動，人民幣匯價亦表現堅挺，足以顯示中央積極為人幣匯價護航。當中與中國今年積極爭取人民幣加入特別提款權（SDR）組成貨幣不無關係，故人民幣短期走勢將相對穩定。此外，股市暴跌並未左右中央推動人民幣國際化的步伐，

# 人民幣發展具備天時地利

時富金融策略師

黎智凱

人民幣在國際間的地位日趨重要，例如現時人民幣為全球第五大支付貨幣，首四名為美元、歐元、英鎊和日圓。人民幣地位雖高，加上中國已鋪好發展渠道，與超過30個國家貨幣互換協議，但現實是少有用武之地，主要原因是國際間使用人民幣的動機不足。如果用人民幣作日常兌付，企業多造成匯率虧損，而大部分海外企業對離岸人民幣都沒有其他用途。美元、歐元等則沒有這個問題。

## 「一帶一路」帶來商機

面對美元、歐元等的絕對優勢，近期中國對人民幣開放的行動的確使人民幣角色增強。「一帶一路」有其戰略意義，通過融資、基礎建設、對外投資及大宗商品能源採購推動人民幣局部使用，將大大推升未來數年內人民幣在歐亞地區支付、貿易投資及價值儲備貨幣中的排名和地位。特別是這看準了美國絕不會參與亞投行，令「一帶一路」藍圖下人民幣沒有對手；同時，亞洲主要商品交易集中在新加坡，現時多以美元結算。自2012年港交

上月底便宣布取消外國央行和主權財富基金投資中國債券額度的限制，讓投資者進入中國6.4萬億美元的債券市場。

## 長期國債孳息率3.5%具吸引

環球股市日漸波動，投資者對債券需求熾熱，除因尋求無風險利率回報外，債券每每成為波動市中的避險工具。就中國長期國債而言，現時孳息率為3.5%左右，相比其他發達國家的為高，加上人民幣走勢穩定，對環球投資者具有吸引力，而且，如未來人民幣納入SDR籃子，將促使全球的央行買入中國國債。另外，現時內地股市前景未明，內地投資者轉投債市，故預料中國債券短期受到內外需求的帶動，債價將繼續受到支持。

短期策略上，投資者可考慮投資人民幣債券基金，除賺取票息收入外，亦有望受惠債價上升帶來的資本增值，建議選取國債及投資級別債券基金，以減低違約風險。如不想受價格波動的影響，簡單的人民幣定存是穩健之選。但長遠來說，需要留意匯率風險，隨着人民幣國際化步伐逐漸加快，中央必須進一步擴大波幅區間，未來匯率波動將影響投資回報。此外，中國經濟下行壓力大，出口持續受壓，中央為穩定經濟增長，人民幣或有貶值的需要，但在中央調控下，預料未來貶值幅度有限。受到利率走低及人民幣貶值的雙重影響，人民幣定存的投資價值逐漸下降。

所收購倫敦金屬交易所後，再推出人民幣交易的鉛、鋅及銅合約，明顯是要多開發由人民幣交易主導的商品市場。中國式的立場，發展當然是可以愈大愈好，可是現時的中國人民幣對外業務就是差了一個SDR貨幣籃子的批文。這不過是一個進程，下一步目標才是重點：人民幣的投資活動及其人民幣產品可全力發展。

## 能否納入SDR關係重大

中國在這時機成熟的時候爆出一個股災，令國際貨幣基金組織雖將人民幣是否納入SDR貨幣籃子的決定順延九個月。但組織主席拉加德指股市波動不太可能影響中國的經濟，同時中國股市波動亦不作為決定因素之一。九個月後股市也許將回復穩定，但中國的債、房、經濟多有泡沫，誰知道屆時否有另一個危機？這個機會五年一遇，錯過了的話中國對推動人民幣全球化不但延遲，其經濟慢行因素或會削弱中國在這方面的籌碼。反之而言，對國際貨幣基金組織而言，2016年是否將人民幣納入SDR也非常重要。除了人民幣以外，澳元、加元等強勢貨幣亦在排隊納入SDR貨幣籃子之列，如果國際貨幣基金組織沒法認同人民幣的地位，其市場認可性和地位也會受到影響。

# 今天看未來 樓價升到何時？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

上月14日，筆者於本欄發表了〈歷史看今天 股災後樓災到嗎？〉一文。自從本港「股樓大時代」悄悄落幕後，不少朋友和客戶非常關心未來的樓價走向。不過當我從歷史角度表明股災後樓災只會於3個月內發生，歷來幅度亦只是下降15%之內，這些群體便轉向提問樓價何時才會「見頂回落」？哪些地區是會「下跌較深，上車容易」呢？

股評家大多相信未來一段時間香港股市仍處「好淡爭

持」局面，於牛熊線左右「炒股不炒市」，下面最低指數可能會重回原有水平，股災再次來臨機會看來不太高了。

## 二手成交跌 一手未示弱

如上文中說明，股市下跌會對樓市產生立刻的觀望態度。今番股市回調後，二手成交宗數的變化可以具體表明。在6月底時，本地總周成交約150宗，但是股價下調後，於7月底已見周成交宗數下跌至120宗之下，並創下今年新低，環比月內下跌23%，觀望態度昭然若揭。

## 發展商豐收 投地料積極

相反一手樓市並沒有受股市下跌拖累。根據土地註冊處顯示，今年首7個月一手私樓註冊量已錄得9,815宗，即是說明7月內共添加約1,300宗一手成交。縱然與上半年平均月銷量1,418宗有輕微回調，但是走勢仍然未弱。以上半年一手樓平均成交結算，首7個月一手成交金額已突破1,000億元大關，這與過去4年平均年銷售額只差300億元，看來今年是發展商的豐收年了。既然發展商資金回籠充足，自然會積極補充土地儲備，可以預見土地競投氣氛仍會熾熱，地價尤其是成熟社區的住宅土地會保持上升趨勢。

當股市回復穩定後，一手市場成交再次暢旺起來。面對美國可能於9月後加息的壓力，本地發展商選擇8月盡推樓盤。延續去年買樓



雖然本地樓市未來供應增多，但預計樓價不會大幅回落，當供應量增加後，樓價只會被壓制升幅，無復過去幾年每年雙位升勢的勇態。圖為香港高樓大廈。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

# 經濟恐放緩 人行貨幣政策應續放寬

2015年注定不平凡。6月12日滬指創出5,178.191點後，即面臨一面倒跌勢，直到7月9日觸及低點3373.54後，才有所回穩。政府真金白銀救市，全球投資者關注，愈來愈多的目光放在持續走低的中國經濟數據上。

不可否認，經濟面臨較大的下行壓力。第二季度國內生產總值GDP同比增7.0%，持平於前值，並好於預期，引來各界的質疑之聲，這個數據的意義並不僅是數據本身，更多的有政經形勢的考量。

製造業保持疲弱的態勢，中國觀望製造業PMI數據在今年1月和2月低於50，其他月份則維持在50附近，7月為50，低於市場預期。而財新PMI數據7月創下2013年7月以來新低；但另一邊廂，財新服務業PMI持續走高，除了6月，其在7月更是創下11個月新高至53.8。製造業和服務業差異越來越明顯。

近期備受關注的PPI降5.4%，創5年來新低，令各界對於內地經濟的擔憂又多了一層。7月PPI已連續41個月負增長，近期跌幅不斷擴大，受到商品價格下跌較大的衝擊，而未來我們料這個跌勢還將繼續。

## 製造業成本高企待改善

不難發現，無論內需還是外需皆比較乏力，製造業企業成本高企，且面對融資難和貴，故而在降準降息上還有需求。要經過幾次貨幣政策，才能慢慢傳導到實體經濟的真正改善中。

同時，企業還面對外圍環境的考驗，國際商品價格下跌，中低端產業逐步向東南亞轉移，中國一直以來的成本優勢下降。非美貨幣不斷下跌，如盧布和歐元等，令中國出口企業受到很大的影響。6月，出口由負轉正，進口好於前值和預期。而7月表現反覆，出口下跌8.3%，遠遜於前值和預期。而進口亦不樂觀。不過，從出口金額來看，形勢並沒有惡化，但在全球貿易量下降的大環境下，中國也難獨善其身。

與此同時，與PPI走勢出現明顯分化的CPI則保持小幅上升，分析指受到豬肉價格上漲的影響，且還有上行的壓力，故而料CPI和PPI背馳現象將維持。

當然，從最嚴謹的經濟學觀點看，通脹本身就是貨幣現象，而不應斤斤計較於個別物價指數內個別項目的比重，畢竟通脹的最基本定義，就是普遍物價的持續上漲，而不是個別物品或服務的相對價格上升。當然，也很難要求今天的研究員人人都明白這個細微但重要的分別，反正看數字怎樣變就是簡單得多了。

無論如何，參考6月末廣義貨幣（M2）餘額133.34萬億元，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%。

## 首季或存在明顯通縮壓力

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，M2自5月起逐漸回升，以第一季和第二季的名義經濟增長和實質經濟增長的變化觀之，第一季很可能存在明顯的通縮壓力，貨幣政策方面有必要繼續放寬，才能刺激經濟保持活力。

分析認為，內地第一季很可能存在明顯的通縮壓力，貨幣政策方面有必要繼續放寬，才能刺激經濟保持活力。圖為中國人民銀行大門。