

港股淡風勁 後市波動增

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

在全球股市普遍低迷的背景之下，港股自8月14日開始連續七個交易日單邊下挫，8月24日恒生指數收市較去年底下跌9.97%，較今年高點28,443點下跌25.3%。近期港股的主要特點：一是受環球市場的影響有所強化，除去受累於內地市場的情況之外，在多個A股反彈的交易日，港股由於美股、新興市場波動或一些突發事件，呈現與內地A股相悖的行情；二是每日波幅明顯擴大，反映恒生指數未來30天趨勢的波幅指數近兩個月波動加劇，數度升至37.4點高位，與個別交易日收盤下跌逾1,000點的震盪走勢相一致；三是成交走出萎縮跡象，在今年4月9日創下近三千億港元的成交歷史高位後，港股日均成交隨指數下跌一度跌至650億元左右的低水平，近期連續數个交易日回升至千億港元。

財經述評

受困美加息與中國經濟放緩

近期全球無論發達經濟體還是新興市場股市，均出現較為一致的波動下落行情。背後的主要因素應是美國加息臨近。今年以來，儘管美國各類經濟數據表現參差，但樓市與勞工市場穩步復甦，市場預估美聯儲9月加息的概率較高。美股三大指數今年以來的緩慢升勢最近出現逆轉，連續多個交易日大幅下挫，即反映了市場這方面的焦慮。隨着美國啟動加息，市場利率將逐漸由低上升，投資者風險偏好降低，資金從高風險市場（股市）流向低風險資產（債市）尋求避險與保值。

美元中長期走強也對美股表現有所抑制。另一個因素則是中國經濟放緩壓力未減。近年中國一直是引領新興市場成長的主導力量。8月10日內地啟動人民幣中間價市場化改革，新興市場貨幣貶值幅度有所擴大；內地8

月財新製造業PMI指數創下44個月新低，經濟下行壓力未能緩解，加重市場對中國經濟前景的憂慮。相信短期內中國經濟包括出口、投資、工業生產等環節暫難見到企穩回升跡象，市場波動料難平復。

A股持續波動影響不容忽視

港股近年受內地A股的影響不斷擴大。內地A股市場在7月份政府大力救市之後，市況仍然不穩。8月24日，上證綜指跌破政府救市以來的最低點3,500，跌幅達9%；8月25日，市傳內地監管部門思路調整，不再盯緊指數表現，上證指數跌破3,000點大關。自8月20日該指數連續四個交易日累計下跌22%，創下1996年以來最大四日跌幅。相信在全球股市投資氣氛低迷、內地股民恐懼猶存以及經濟持續放緩、政策面未出現利好等因素作用之下，A股市場持續波動向下的壓力較大。

港股後市反覆震盪風險仍大

股市的上下波動是市場常態。作為市場自由開放、監管嚴密審慎，機構投資者基礎較好的港股市場在連續大跌後是否存在反彈的契機呢？如新興市場近期金融市場反應有恐慌情緒放大的成分，市場存在不確定性緩解和投資者情緒平復的空間；中國經濟增速放緩疊加金融市場震盪，貨幣政策進一步寬鬆的空間可望打開(8月25日晚間內地央行宣布降息降準)，國企改革、一帶一路等利好政策也將逐漸釋放，這些都可能為市場反彈提供支持。從港股的技術層面來看，恒生指數目前PE值已降至8倍-9倍左右的歷史低位，相信會吸引部分抄底資金進入。但是，在美國加息和中國經濟放緩兩大基本因素短期內難以轉變的情況下，港股反覆向下的機率高，後市波動加大風險須持續留意。

剖析大跌市原因及投資部署

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

受到投資者憂慮中國經濟前景拖累企業盈利，以及資金持續流出新興市場的影響，美股上周急跌，三大指數跌幅均超過3%。標普500指數創下2011年11月以來最大單日跌幅，而道指較5月19日的收市高位下跌超過一成，進入所謂的技術性調整期。全星期計，道指下跌5.8%，是2008年10月10日以來最大單周跌幅。標普500指數累計下跌5.8%，是2011年9月以來最大按周跌幅。反映科技及生物科技股的納指更下跌6.8%。VIX指數單日急升46.45%，收報28.03，是2011年12月以來最高收市價。

筆者認為，美股是次急跌有以下原因。第一，中國經濟放緩及人民幣貶值，令投資者憂慮全球經濟增長受到影響。同時，不少以出口為主的新興市場，正受到兩方面的衝擊。一方面，是中國對資源需求放緩，影響資源價格的表現。另一方面，聯儲局加息時間逐步逼近，令資金流出商品市場，拖累商品價格進一步下跌。由於商品價格下跌，與及資金流出新興市場，令不少國家的貨幣需求爭相貶值，增加市場的憂慮。今年以來，不少新興市場貨幣下跌一成或以上，而出口資源的國家所受的影響更大。

第二，美國就業市場有改善，加上7月份的聯儲局會議記錄顯示，部分委員已指經濟有條件加息。但同時，商品價格持續低迷，以及工資升幅不大，顯然未見美國出現通脹壓力。相反，由於商品價格持續下跌，令美國出現通縮的機會隨時出現。因此，聯儲局內部對9月份是否加息未能達成共識。投資者最不喜歡的是不明朗，而目前美息不明朗，便成了投資者一個不明朗因素。第三，商品價格持續下跌。原油價格跌至六年半的低位，而鋁價及銅價亦全線急跌，反映背後原因並非單單美國加息不利商品價格，又或者是出現供過於求的情況，而是中國經濟放緩的速度可能超出大家的預期，拖累周邊國家以至全球的經濟表現。

新興市場貨幣走勢料仍疲弱

除了歐美股市外，新興市場所面對的沽壓更大。很大程度是由於聯儲局加息時間接近，由於預期美匯指數上升，資金紛紛流出商品市場，以至出口商品為主的國家。另外，中國的經濟放緩程度可能超過市場預期，令市場的憂慮進一步增

加。新興市場貨幣自去年年中起便持續下跌，令原本維持匯率平穩的人民幣的出口競爭力亦受到影響，最近便作出貶值。雖然人行表明只是一次性的行動，但在市場本已疲弱之時，人民幣卻加入貨幣貶值戰，令炒家認為其他新興市場的貨幣將會爭相貶值，引發惡性循環。因此，新興市場貨幣走勢短期內仍然疲弱。

首先要留意反映美息走勢的聯邦基金利率期貨走勢。若9月份加息的機會進一步下跌，預料聯儲局將會延後加息時間，而美元近期的弱勢開始反映這個因素。非美元貨幣短期仍可能出現一些反彈，但投資者不應因此全面看好非美元貨幣走勢。短期日圓匯價可能受避險因素影響而上升。

待市況回穩吸歐日股票基金

非美元貨幣上升，對歐洲及日本經濟可能帶來影響。兩大經濟體目前的經濟情況仍然疲弱，故央行以量寬行動去刺激經濟。日本第二季經濟再度出現負增長，不排除日本央行需要再加碼量寬行動，以維持日本經濟增長。至於歐洲方面，未來一年量寬行動持續下，預料可以支持經濟表現。但投資者再度懷疑歐洲經濟復甦的話，歐洲央行未來仍可能再加碼量寬作應對。因此，投資者可待市場回穩時吸納日本及歐洲股票基金。

中國的經濟放緩情況仍然受投資者關注。由於「一帶一路」及「2025中國製造」仍需要時間籌備，故內地短期經濟復甦重點將會是出口及私人消息。總理李克強近日已表示，當前要頂住經濟下行的壓力實現穩增長，亦必須在着力擴大需求的同時，通過優化產業的結構。

黃金或為短期避險投資工具

至於商品價格方面，短期仍可能受壓，主因是市場仍憂慮全球經濟增長放緩。但後市會否進一步出現大幅下跌的情況，估計機會不大。但是，黃金可能是短期避險的投資工具，香港上市的可留意SPDR黃金ETF(02840)及價值黃金ETF(03081)。

預料美股短期走勢仍然偏弱，但要留意本周將於Jackson Hole舉行每年的央行年會，聯儲局副主席費沙將於29日發表講話。若到時對貨幣政策的言論仍相當鴿派的話，可能暗示聯儲局將會進一步延後加息時間，市場氣氛才會好轉。

市況改善 港股曙光乍現

興證國際證券有限公司客戶投資組副總裁

何世浩

繼6月25日雙降之後，人行罕有地於周二宣佈減息0.25厘及降準0.5個百分點。此消息一出，即時令A股、道指及港股期貨應聲搶高，惜升勢不但沒有維持，道指更倒跌逾200點收場，港股昨日收報跌逾200點，市況仍未轉好。

國際提款機角色稍紓緩

跌市中，筆者卻赫然發現升的股票佔逾800隻，市況大為改善。雖然指數報跌，相信只是與接近期指結算有關，配合星期二當日上市指數大瀉，而港股升0.7%的忽然強勢，相信近兩個月港股作為國際提款機的角色可稍為紓緩。內地和港股，以至亞洲區股市急瀉，市場沽出人民幣買入美元避險的情況明顯，在岸人民幣（CNY）兌美元滙價跌

穿6.4，創4年新低。受CNY失守6.4心理關口影響，加上人民幣資產轉回美元及港元情況持續，離岸人民幣（CNH）沽壓加劇，一度跌穿6.5水平，離岸人民幣與在岸人民幣差價擴闊逾900點子，為2011年第四季以來最闊，市場料人民幣將繼續趨貶。

由於連日市場沽人民幣轉回美元或港元的活動增加，CNH流動性持續趨緊，CNH隔夜及1周拆息定盤價昨日分別高報7.028及7.365厘，日間隔夜拆息更曾飆升至10厘以上。

料大市會先反彈再定去向

昨晚，1周及隔夜拆息已大幅回順，而恒生指數技術上50天線雖已跌穿250天線，形成死亡交叉，但根據過往經驗，大市往往會先行反彈再定後向，周六JACKSON HOLE會議如有延遲減息傾向，博反彈是較值博之舉。

特區政府「適度有為」可取

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

特首梁振英撰文，闡釋政府要「適度有為」，面對國際及週邊地區競爭，香港有需要摒棄過時的「積極不干預」思維，適度有為地引導和配合企業。言論引來評論，香港是否放棄自由市場，以及過往一直奉行的積極不干預政策。

坊間質疑的主要依據是，過往香港曾在亞洲四小龍位居前列，當時沒有政府參與經濟投資，奉行積極不干預，讓市場力量解決一切。筆者認同特首的看法，過去十多年，香港經濟發展停滯不前，與競爭對手新加坡比較，後者年均GDP增長率約6%，香港的年均增長只逾4%，長期跑輸給對手，更遑論與急速發展的內地城市如上海、深圳比較。

新加坡政府主導角色獲認同

逆水行舟，不進則退，香港政府不能再墨守成規，自我沉醉於昔日的光輝之中，而不思進取。近年新加坡、馬來西亞等國家均以主權基金方式投資各地項目，而取得一定成績，當中新加坡政府在推動國內的經濟、房屋供應以至提供就業崗位方面均長期扮演主導角色，獲得國民普遍認同。

現今國際局勢風雲變幻，特區政府政策應因時制宜。外國政府干預市場的例證，莫過於2008年雷曼引發金融海嘯之後，當年以美國為首的各國(甚至今年日本量寬加貨幣貶值)實行多輪量寬寬鬆加印鈔票去救活經濟，這不就是政府以貨幣政策干預市場嗎？對受影響的其他國家來說，這更是是實施量寬的國家把本國經濟問題輸出至沒有量寬的別國，這是國際市場層面的干預。

現今國際形勢急劇變化，每個國家或地區的政府都為着本國或地區利益去打算及採取有利於本身的行動，包括財政、金融、利率、貿易措施方面以至外交交涉行動等，本港作為一個特區而且是相對細小的經濟體，因應局勢變化而採取適當應對措施是合理的。記憶猶新，九七年國際對沖基金衝擊亞洲貨幣，港府動用外匯基金擊退大鱷經典一役，積極不干預不代表自縛手腳，任憑宰割！

房屋供應絕不宜自由放任

本港土地資源短缺，政府政策上從來對房屋供應及滿足住屋需求，就絕對不是放任的讓自由市場的供求力量去運作，而是長期絕對干預。首先，土地的供應來源來自大業主即政府，把土地規劃作可供出售的住宅、商業、工業及其他政府以及社會配套設施用途是政府的工作，政府按市場需求訂定每年可讓私人發展的土地賣地計劃，換句話說，市場上的年度新增私人住宅供應由政府主導，經由私人發展商買地後建成住宅應市。

公營房屋方面，更加非由政府直接提供不可，具有福利性質的公共房屋由房屋部門負責興建和管理，以低廉租金出租予有需要的合資格人士，為負擔不起私人市場租金者，提供住宿的安全網。近年市場上私樓樓價因某些原因需求上升而短期內樓價被推高，但港府增加供應需一段時間始見效，作為快速可執行的干預樓市措施，港府更實施需求管理措施，比如各類印花稅以及收緊銀行按揭等，藉以把來自投資者那部分需求排擠出市場外。另外，推出居屋等資助首次置業人士上車，則是刺激需求的措施，但對平社會上上不到車人士的怨氣有幫助。

半年交接起風雲 改革路途仍漫長

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

近期投資市場，風雲變色。由上半年至下半年，交接期間，誰也沒想到，A股好端端的，竟然跌至如斯水平，而由此而起，不論是救市，抑或人民幣貶值，甚至後來的美股高位回落，相信都不是大家可以預料的。在市場上，儘管大家強調理性的一面，從可以把握的方向去入手，但說到底，不確定性始終關鍵，而這一點，偏偏從最根本的本質上說，是無可猜測的。

不過，可以觀察的是人的反應。市場的起伏，未必如潮汐漲退般準確，但總有一定的端倪。依此觀之，不必太聰明，只要減去心中的偏見，盡量在感受市場情緒的同時，也平心靜氣的看看，究竟身邊的人，是哪一種較多，便可略知一二。

在人人眼中只有好消息的日子，距離高位總不遠，雖然誰也沒法說得準，哪個才是高位，升完可以再升。同樣地，在人人眼中只有壞消息的日子，距離低位也大概不遠，即使任誰都不可能猜中低位在哪兒，愈跌愈買，可能換來的只是愈買愈跌。

無論如何，由上半年轉入下半年，全球投資者的焦點，都落在中國身上。從事後回顧，其實不算完全意外。這幾年以來，金融海嘯以後，投資者可以看到，最直接受打擊的美國，已經在聯儲局的悉心保護下，重新振作，回復正常，有望在可見將來加息，完成了非常時期的非常手段。至於歐洲，可能是比較麻煩的一環，皆因勉強聯合而成的經濟體，並不真的融合，強弱懸殊的成員，可能變成互相拖累，又互不相讓的局面，最終總有部分要退出。

中國經濟增長放緩帶來陣痛

剩下來，只要中國最無礙，金融海嘯之初，已經相當果斷的投入資金，數以萬億元計，兵分兩路，既有財政政策的大興土木，也有貨幣政策的放寬銀根，務求各個環節，盡可能不受外圍市場的影響。幾年下來，增長率依然高企，一切安好。而就是在近年，結構改革推行之下，雖然增長速度刻意放慢，而過程中可能影響各環節的數據，不及早前亮麗，但以其龐大的規模，這些快速的增長，仍可算是不俗。更何況，過程中利用股市穩步上揚的預期，為增長帶來另一種動力，一切看來都相當好。一直都好，直到今年年中。

結構問題未處理好仍有危機

是的，就在看來不太危險的收緊融資，以做好風險管理，讓股市投機活動不太熾熱的一刻，沒有誰可以想到，牽連如此深，影響如此深。雖然，過去幾年，在樂觀的背後，也有意見認為，中國高速增長依然，但結構問題一日未處理好，仍然有危機，如今看來，算是說中了。只是時機上，早了好幾年，而事實上若要從時機上論英雄，也無從說起，因為中國A股的上升，只是2014年開始的事！

今次事件的教訓是，改革路途仍然漫長，大家要明白，當中沙石不少，整件事，可不是一時三刻可以完成的。



■中國經濟高速增長放緩或成「新常態」，也成為環球股市大波動的主要原因。圖為廈門港巨型貨船正在裝載集裝箱貨櫃。 資料圖片

土改推進 續釋放活力

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

家糧食安全造成威脅。

政策滯後 改革勢在必行

近日，中國國務院發文提出開展農村承包土地（指耕地）的經營權和農民住房財產權（下稱「兩權」）抵押貸款試點工作，土地改革進一步深化。近年內地一直在大力推行農業現代化，而規模化生產是主要發展方向，「兩權」抵押貸款不僅能夠有效提高土地流轉效率，亦能盤活農村不動產存量資產，提升經濟效益。土地改革是農業現代化及新型城鎮化的必要環節，影響深遠，未來料仍有相應配套措施出台，值得留意。

由於內地農民人口基数大，人均擁有耕地面積較小。根據國家統計局2012年的數據，農村居民家庭經營耕地面積僅2.34畝每人。這種分散的小農經濟難以產生規模效應，導致農民收入普遍不高，大量農民長期外務工尋求更高收入，導致農村勞動力減少，部分耕地甚至無人打理。

耕地被閒置荒廢的一個重要原因，是農民只擁有承包土地的使用權，而沒有所有權，無法將土地抵押，只能轉讓或出租，導致土地流轉率低下，無法充分利用。耕地閒置，也導致國內實際耕地面積不斷減少，糧食自給率持續降低，給國

為解決這些問題，國家鼓勵發展規模化、機械化、現代化的農業模式，同時推進新型城鎮化建設，在改善農民生活狀況的同時，亦能提升耕地使用率。但落後的戶籍制度和土地政策已成為城鎮化建設和現代化農業發展的絆腳石，「兩權」抵押貸款試點，便是土地改革的一次重要推進。

通過「兩權」抵押，個人或企業可以利用耕地或農民住房獲得貸款，可以推動規模化農業的發展。根據中國國土資源部的數據，截至2013年底，全國共有耕地20.27億畝，保守估計，土地流轉將激活耕地至少15億畝，刺激中國經濟規模超百萬億元人民幣，市場空間巨大。

農民職業化將會成趨勢

土地流轉效率的提升可以令大量農民從土地上解放出來，農民職業化將會成為趨勢。土地改革是新型城鎮化和現代化農業發展的必經過程，預計未來將會有更多相關政策出台。此次「兩權」抵押貸款試點，突破了內地的物權法等法律條文的限制，顯示出土地改革也面臨諸多挑戰，不會一蹴而就，投資者可持續關注。

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。