

A股股權質押風險引發監管層關注

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，A股市場大幅波動對港股市場投資者情緒產生一定負面影響，導致港股震盪下挫。回顧上周行情，恒生指數跌0.93%，收於25,561點，國企指數跌0.75%，收於10,222點，港股日均成交金額為860.4億港元，較再上周有所下降，南向資金淨流入19億元人民幣。行業板塊方面，美國科技股表現不佳拖累恒生資訊科技業下跌2.6%，表現最差；能源業和消費品製造業表現也較差，分別下跌2.49%、1.61%；防禦類的公用事業上漲0.51%，表現最好。綜合業和工業表現也優於大盤，分別上漲0.24%、0.01%。

近期，A股市場股權質押風險再次成為市場焦點。根據萬得數據統計，截至9月末，2,294家A股上市公司仍存在股權質押情況，佔全部A股公司的64.5%，其中65.9%

的公司屬於製造業；按股權質押佔總股本比率來看，A股市場整體股權質押率為8.3%。其中1,695家公司（佔比73.9%）股權質押率在30%以內，488家公司（21.3%）股權質押率在30%至50%，111家公司（4.8%）股權質押率在50%以上（其中中小創公司53家）。

股市下行或引發流動性風險

2018年以來，隨著去槓桿和強金融監管政策的持續推進，內地實體部門，特別是企業部門的融資條件逐漸趨緊，廣義信貸增速放緩，表外融資（包括委託貸款、信託貸款和銀行未承兌匯票）降幅明顯。部分表外融資需求轉向表內，推動人民幣貸款保持相對平穩增長，最近幾個月新增貸款已明顯回升，但目前尚難以完全對沖表外業務下滑，

令社會融資規模顯著收縮。社會融資存量增速從2018年8月底的10.8%進一步降至2018年9月底的10.6%（如果剔除新加入的「地方政府專項債券」，老口徑下社會融資存量增速跌至10%以內）。實體部門融資條件逐漸趨緊，融資成本上升，金融機構人民幣貸款加權平均利率從2016年末的5.3%上升到2018年第二季度的5.97%。在當前表內融資擴大幅度不足以對沖表外融資的情況下，中小企業融資能力下降，債券違約事件增加，企業信用風險上升。近期，A股市場波動進一步加大企業信用風險，如果未來股市繼續大幅下行或有可能引發市場流動性風險。

監管高層發聲鼓勵資金入市

決策層已經關注到A股市場股權質押風

險的問題。上周，監管高層密集發聲，要求做好股權質押融資業務風險管理，鼓勵長期資金入市。同時，近期一些地方政府也相繼出台了幫助有發展前景的當地公司紓解股權質押困難的政策。因此，疊加A股市場當前估值處於歷史低位的背景下，投資者不宜過分擔憂。根據萬得數據統計，截至10月19日，上證50指數市盈率（TTM，下同）為9.6倍，較過去14年歷史平均低36.4%，處於歷史底部22%區域；滬深300指數市盈率為10.6倍，較過去13年歷史平均低34.3%，處於歷史底部19%區域；中小企業板指數市盈率为20.4倍，較過去14年歷史平均低45.4%，處於歷史底部2%區域；創業板指數市盈率为28.4倍，較過去8年歷史平均低49.6%，處於歷史底部0.5%區域。

港股仍屬全球股市估值窪地

香港市場方面，港股市場當前估值也處於歷史底部區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地。恒生AH股溢價指數從10月12日的122.6升至10月19日的122.9，當於A股較H股平均溢價22.9%。如果未來內地政策逐步發力，重樹市場信心，港股長期投資價值將更加凸顯。但是，香港市場的外圍風險仍有可能繼續發酵。如果今後一段時間內中美貿易摩擦持續升級，美元升息步伐進一步加快以及新興市場金融危機擔憂情緒繼續蔓延，短期內港股市場或將繼續大幅波動。

（本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。）

地緣政治風險大 歐洲經濟變數多

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

歐洲市場面對相當多的擔憂，包括來自貿易戰的風險，以及各區域自身的地緣政治風險，為經濟增長添擔憂。

實際上，在去年，投資者對於歐洲經濟還是抱有相當的期待，其增長速度超出預期，憧憬歐央行會比我們預想的更快收緊貨幣政策。如此一來，最明顯的表現是，歐元受到追捧，去年累積14.15%的漲幅，結束三年連跌的弱勢。而同期，美元則就結束四年連陽，回吐9.87%。

關注歐央行會議

但到了今年，投資者一直沒有等到歐洲超乎預期的經濟增長的證據，加上美元在4月下旬開始加速走高，歐元的升勢實在堅持不下去，不得不加速下跌。從下半年開始至今，歐元大部分時間保持在1.14至1.18的區間內上落，只有8月中曾低見1.1301，但也很快反彈回區間內。最新的歐元區9月製造業PMI意外下修至兩年低，10月ZEW經濟景氣指數結束連彈兩個月而急劇惡化。9月通脹年率終值略升溫至2.1%，德國CPI加快至2.3%，為近期年高。

但歐央行還是不敢輕舉妄動，購債計劃將在今年年底結束，但到底何時加息，市場觀點不一，畢竟所面對的地緣政治風險實在太多，最早也要第三季度才會行動。本周的議息會議，雖然不

會有新的政策變化，但還要密切留意會後聲明和歐央行行長德拉吉的態度及觀點，以此作為之後政策走勢預測的導向。

說到風險，首先就是貿易戰。美國不單把矛頭指向中國，也對老盟友開刀，只是歐美之間的談判一直未有最終的結果。美國商務部長羅斯也曾放下狠話說，總體的耐心是有限的。目前雙方顯然還在拖延狀態，前景不明朗。

意大利預算案發酵

其次，意大利預算案仍在發酵，之前還一度威脅退出歐元區。現在民粹主義聯合政府的領導人表示無意退出，讓投資者喘了一口氣，但其仍堅持預算計劃，和歐盟未來一段時間要繼續爭執，雙方態度都十分強硬。

已經有評級機構將意大利主權信用評級下調。意大利國債繼續遭拋售，目前10年期國債收益率不斷創新高，德國和意大利國債之間的收益率息差擴大創5年來新高。而意大利股指FTSE MIB也不斷下跌，已經連挫四



■投資者密切留意歐央行會議，作為判斷後市走勢預測的導向。圖為歐洲央行行長德拉吉。資料圖片

周。這對於整體歐洲的經濟也有影響，對歐元造成壓力。

脫歐談判持續反覆

第三個風險需要關注的，即德國政壇正在面對民粹主義的風潮。本月中，在保守派大本營巴伐利亞州州議會選舉中，默克爾領導的基民盟在該州的姊妹黨基社盟遭受1950年以來最

大慘敗，僅獲37.2%選票。新生代政黨正在發起挑戰。這無疑是給執政黨敲了一次警鐘。

此外，英國脫歐談判持續，到了關鍵時刻，還是反反覆覆。日前有消息稱，為求達成協議，英國或讓步，放棄對愛爾蘭邊境的訴求，為英鎊帶來短線支持，一度突破1.31，但上行有限，還是要等最後的靴子落地。

香港金融業的核心競爭力

滬港融慧

曹如軍 香港上海金融業聯合會副理事長、民眾證券副總經理

香港是國際三大金融中心「紐倫港」之一。香港金融行業的運作理念和司法監管制度貼近世界主流。在完善的監管架構下，香港金融行業就像一部高效運轉的機器，每個環節各司其職，互相協調，緊張有序地為資金作有效配置。

事前監管制度完善

香港推行事前監管理念，香港金融業具備完善的法律基礎和有效的管理機制。從法律法規、監管架構、公司業務准入、從業員持牌上崗到合規管

理等都有一套明確、公開的制度，並且根據全球金融市場的變化趨勢和本地實際運作情況不時檢討優化。通過每年的持續培訓，每個金融從業人員不斷學習行業規範，提升專業能力。

具備良好企業文化

香港金融行業競爭激烈，來自中西方不同資本和文化的企業在市場中激烈碰撞，不僅爭奪市場，還要爭奪人才。良好的企業文化，能夠讓公司管理層和大股東的利益，與員工和客戶的利益同樣

得到尊重。在公司內部，提倡公平競爭、尊重個性。通過簽署行為準則來約束每個員工的行為。公司根據監管要求將管理層劃分為若干核心職能部門，分工合作，職責分明。業務部門將主要精力集中在市場拓展和團隊建設上，上下一心形成合力。

金融產品種類齊全

香港金融市場提供多樣化的金融產品，涵蓋全球各主要金融市場和機構。投資者可以根據自身的風險偏好

選擇不同的投資渠道和工具。在經歷了雷曼迷債風波後，香港監管部門對公開市場上流通的產品加強了審查，不僅杜絕了非法集資和違法經營者的生存空間，對一些掛羊頭賣狗肉的偽金融產品也給予堅決取締。避免了在劣幣驅逐良幣的現象，為更多優質資產到香港掛牌清除障礙。

綜上所述，香港金融業憑借自身在司法監管、企業文化和服務內容上的獨特競爭力，贏得今天在國際上舉足輕重的地位。



■A股及港股反覆下跌後，昨天終迎來較為明顯的反彈。中新社

施政報告看未來樓市發展

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師



■近日山頂文輝道地王流標，參加入標財團亦只見香港發展商身影。資料圖片

筆者於8月21日發表了「香港住宅樓價敗象漸現」的同欄文章，兩月前已預測本地住宅樓市會轉勢下調。站立在十月中旬的今天，無論一、二手住宅樓價已浮現「止升向下」的局面，尤其是二手熱門的上車屋邨樓價已經下跌逾百分之十或以上，且一手中小型單位也驟現所謂「撻訂」個案，實是本地住宅市場響起下跌警

號。

豪宅市場高位已現

就連一致被看為不受經濟因素直接影響的豪宅市場，正產生今年「第一流標」事件，確認整體住宅市場昂然步入調整期。今輪山頂地王參加入標財團只見香港發展商身影，期望以現時地價拿下這塊逾三百億元總成本

的地王。眾多入標價錢仍未能高於地政署的標底價，政府根據投標程序唯有收回；反映內房股一去後，超高住宅地價成為歷史了！在截稿日，豪宅的下調幅度仍未能以最新成交價證明，不過確認近期豪宅高位已現，未來只有下跌。

縱然住宅樓價轉勢下降是源自眾多因素，但是無可否認2018年特首施政報告起着「一錘定音」的效果。筆者解讀是準買家的心態逐漸改變，開始相信遲買更平的觀望。

10月10日行政官發表新一年度的施政報告，以「堅定前行，燃點希望」為主題，採用大量篇幅，提出了短、中、長期增加土地及房屋供應的建議。「房屋及土地供應」部分是安排在「良好管治」之後，明顯地突顯本屆政府視土地及房屋政策是「重中之重」，應該值得點讚的。本文只會集中分析「土地供應」部分，因為這項才是影響明天住宅樓市的因素。

填海並非掏空庫房

特區政府首次提出「明日大嶼」計劃，是官方正式表示馬上展開研究於交椅洲和喜靈

洲附近分階段填海，建造合共約一千七百萬公頃的多個人工島。透過填海所得的土地儲備，可規劃用作興建26萬至40萬個住宅單位，供七十萬至一百一十萬人口居住，其中七成為公營房屋，預計首階段住宅單位可在2032年入伙。初步估計填海計劃總造價四千億至五千億元，將會分開多個財政年度支付。如以五千億元和十年攤分，則每個財年只是約五百億元財政擔子，是可以負擔的數字。況且財政司司長也表明可以透過發行大嶼建設債券集資，市民不用太操心。根本上以掏空庫房為反對理由是成不成立的。

另外的反對理由是一千七百萬公頃過高，偏離市場預期的一千公頃區間。筆者斥為更加無聊！相信特首拋出高數字，有着不同作用。首先，筆者感到是特首的長遠目標，最終是透過分期分區填海，利用市場行為決定。坦白來說，誰人也說不準，只有市場力量算數。

宜啟動可行性研究

再者，特首可以高指標收到多層作用，包括作為政府回收棕地的談判籌碼、為政府跟不同政黨「討價還價」的起步點、為改善市

民人均居住面積的土地儲備及未來特區的長線土地來源地。不明白是政府還未展開正式可行性研究已被「口誅筆伐」，似乎有欠科學性、邏輯性、合理性，有着為反對政府而盲目反對的傾向。筆者主張特區必須立刻啟動可行性研究，建立幾個指標如一千、一千五、二千公頃，並於選項中尋找客觀性結論，一除眾多無理指點。

無論特區政府最終會於「明日大嶼」具體填多少公頃土地，大眾市民都應該支持。客觀事實擺在眼前，大量市民移入大灣區居住或上班並非「一步到位」，香港市民對本地居住土地需求是有增無減，特首嘗試規劃出短中長期措施，實已收到更改市民急於置業心態，長遠去幫助抑制樓價不斷上升的效應，未來住宅樓價是可望逐步下調，向可以負擔水平前進。這正是特首施政報告的題目：「堅定前行、燃點希望」，市民何不支持放手使特首一試呢？無期的政治爭執只會置香港於止步境界，並同世界步伐更加遠離了。

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。