



外憂內患之後

公投結果說不，但希臘總理齊普拉斯 (Alexis Tsipras) 最終還是向現實低頭，一如所料接受歐盟提出的苛刻緊縮方向，以換取860億歐元的援助。政客醜陋之處就是為求政治籌碼及選票，大開不切實際及追求理想的空頭支票，但要真正承擔責任及面對兩難抉擇之時，最終還須接受現實。

非理性拋售應已完

齊普拉斯的博弈籌碼是，一旦希臘脫歐，可能引發骨牌效應，令歐元區土崩瓦解，再加上公投的民意牌。德國總理默克爾 (Angela Merkel) 立場堅定，威嚇寧願讓希臘脫歐5年。齊普拉斯博弈失敗，大勢已去，只有就範。抗拒的結果是國家立刻破產，人民掉進深淵，這個歷史責任，相信大部分政客都沒有勇氣承擔。隨後希臘國會通過接受援助方案，相信因希臘債務危機帶來的風險溢價，將會逐漸減退，有助港股回升。

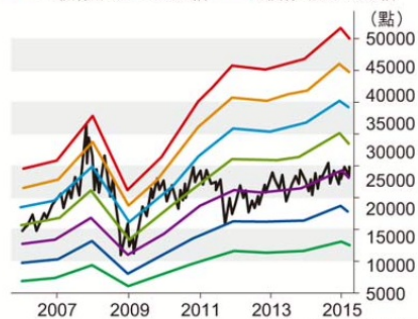
希臘問題造成的外憂屬短暫，中

國經濟及金融市場改革內患對中港市場的後市走勢的影響，才是最深遠。中央政府救市加上數以百計的上市公司自動停牌，令投資者無法套現。基金假如面對回贖壓力，但不能從市場沽售股票套現，這等同向基金判了死刑，因為投資者對基金失去信心，將不能再持續營運。假若內地不能保證股票市場資金能自由進出，相對A股很難國際化，更遑論能夠被納入MSCI國際指數。

這次A股大跌市，相信很多海外機構投資者都趁中央救市把資金撤離。同一時間，中央要求內地券商及內地基金聯手護盤，他們惟有拋售港股，將海外資金班師回朝，釀成港股7月8日的大跌市。因希臘危機及中央救市引發的非理性拋售應該已告一段落，短期內港股大跌的風險應該不高，由於這次較深度的調整，市場氣氛已由極度樂觀轉化為小心謹慎。由於港股的估值(見圖)仍處於低水平，2015年市盈率只有11.2倍，低於過去10年平均水平的12.5倍，假

恒指過去10年市盈率區間

— 恒指
— 平均：12.5倍
— +3個標準差：19.49倍
— +2個標準差：17.16倍
— +1個標準差：14.83倍
— -1個標準差：10.17倍
— -2個標準差：7.83倍
— -3個標準差：5.5倍



資料來源：筆者提供

如中國經濟改善及繼續放鬆貨幣，港股絕對有能力在下半年反彈。

內地基金料遷移香港

香港市場的成熟機制及自由的資金流，可能成為今次中央救市的受害者。內地股市遊戲規則一天未規模及市場化，外資會寧願只透過港股參與中國經濟發展。沽空者被內地監管部門妖魔化，對沖被贓成跌市黑手，甚至因此被捕。經此一役，相對會催化部分內地有能之士，尤其是私募基金，將營運遷移到監管完善的香港。滬港通及深港通實施後，資金可以透過香港買賣內地股票，最重要的是在香港拋空股票，不用擔心會無原無故地被提拿！RM

“由於港股的估值仍處於低水平，2015年市盈率只有11.2倍，低於過去10年平均水平的12.5倍，假如中國經濟改善及繼續放鬆貨幣，港股絕對有能力在下半年反彈。”