



大衛

環球債災不容小覷

約在兩周前爆發的歐美債市拋售潮急速惡化，其中十年期德國國債信息昨晚高見零點七三厘，竟較一個月前低位狂升近十四倍，導致全球各地債市急挫、債息抽升。這突如其來的債災，已重創投資者信心，紛紛減持風險資產，增加現金比重，債市拋售潮開始蔓延至股市，當前金融市場已颶起風暴，投資者不容小覷。

全球債息全面爆升

雖然希臘當局及時在到限期前向國際貨幣基金償還了七億五千萬歐元貸款，但投資者仍然憂慮希臘債務危機大爆發，原因與債權人就財政改革仍未達成共識，歐盟不會發放新的救命錢，希臘爆煲是遲早問題。

因此，歐美債市跌勢變本加厲，最觸目驚心是十年期德國國債信息由四月十七日低位，即零點零四九厘抽升至昨日最高的零點七三厘，狂升了近十四倍，而十年期美國債息則升破二厘三，創今年新高，三十年美國債息則高見三厘零七。

加劇主權債務危機

與此同時，歐美債市急瀉已蔓延至全球，包括意大利、西班牙、日本以至澳洲等地十年國債息全面上揚，主權債務危機勢必急速惡化，其中仍在衰退邊緣掙扎的歐洲經濟將更加風雨飄搖，發債成本急速上升，不單止希臘無法承受，就連意大利與西班牙可能也難以支撐，

意西十年期國債信息分別迫近二厘。

套現潮蔓延至股市

另外，日本十年期國債出現兩年來最大跌幅，債息高見零點四七厘，日本政府債務利息負擔愈來愈大，恐爆發歐式債務危機。事實上，日本日前進行十年期國債拍賣，獲得標價倍數僅為二點二四倍，為六年來最少。

至於美國三十年國債息亦由今年初的二厘二低位上升至三點零七厘高位，累升了接近一厘，對美國經濟打擊不容低估，必然削弱第二季GDP反彈力度。

值得注意的是，今次突如其來的環球債災，令投資

實力雄厚
信譽超卓

天順證券投資有限公司
SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED

香港銅鑼灣希慎道33號利園33樓3302室
電話：(852)2907 2300 傳真：(852)2907 2309 電郵：info@sws.hk http://www.sws.hk
上海辦事處 電話：(021)6120 9408

者措手不及，以美國三十年期國債為例，債價竟在過去兩周急挫百分之八，可以想見債災殺傷力如何。

投資市場避險情緒急漲，除了減持國債之外，也在股市進行減磅，觸發近日環球股市頻現震盪，強如港股，在A股上升之下，昨日仍然急挫逾三百點。

繼債券市場之後，當心環球股票市場成為大手套現對象，出現股價齊齊崩盤的危機。

電郵：kwlo@takungpao.com.hk

調整心態 迎接新常態

谷運通

股海一粟

過去一周，港股跟隨A股大起大落。A股市場千呼萬喚始出來的大幅調整，因央行上周末的減息而腰斬，後市如何演變分歧很大，但再次連續大幅下跌400點的動能減弱。期內本港大部分中資股跌幅溫和，完全不像中期調整。在如此情況下，短線變得難測。對筆者而言，倒不太擔心市場短期的波動，與其每天掐指算計升跌概率，不如沉下心來研究中長期投資機會，然後趁五六月傳統的波動期，分階段吸入，為下一個升浪做好準備。

A股目前牛市軌道上運行，大概沒有多少人有意義。分歧之處在於A股牛市還可以走多遠。個人的理解是，A股整體估值仍算合理，未到泡沫化階段；創業板中小板估值過高，有內地基金經理質疑100倍PE的創業板為何不可，但如果你是一名理性投資者，這是完全不可接受的。由於整體估值不算高，加上央行繼

續放水、經濟基本面六月向好的預期，A股牛市繼續往前走的概率很大。更重要是，國企改革涉及的巨額股權交易，依賴一個良好氣氛的市場。而現在國企改革頂層設計方案還未公布，理論上A股牛市還很長。

至於港股市場，估值比任何一個發達經濟體的股市都要便宜，中價細價股、創業板同A股比較，吸引力更是驚為天人！只要以下情形不變：中國資本走出去的方向不變；中國經濟第三季轉好的態勢不變。那麼每一次調整，都是吸納的機會。也許這是港股市場今後的新常態。

個股方面，可關注有合併概念的航運板塊。國資會屬下有四大航運央企，分別是中遠集團、中海集團、中外運長航集團和招商局集團下的招商輪船。根據內地投行的分析，中遠和中海的集運業務如果整合，協同效應巨大；總運力可以達到全球運力的8%。這兩大集團已分別在A股和H股上市，可重點留意H股。

漢能受惠生態文明建設熱

高飛

股壇魔術師

《中共中央、國務院關於加快推進生態文明建設的意見》近日正式印發，對生態文明建設各方面給予指導意見，並首次提出「綠色化」概念，對光伏及核電等多個行業利好。漢能薄膜發電（00566）為跨國清潔能源公司，早在2005年就進入減排管理服務領域，技術領先，前景看好。

環保股不僅是今年以來A股走勢最牛的板塊之一，在港股上也表現突出。其中最典型的是成為滬港通標的股份漢能，自年初以來，其股價累計上漲逾270%，穩居全球市值最高的太陽能企業，主因漢能快人一

步。2012年2月，漢能便組建減排與服務集團，致力於溫室氣體減排業務。去年9月，漢能通過借力其戰略合作夥伴宜家集團，將其自主研發的戶用薄膜太陽能發電系統推廣銷售至荷蘭、瑞士等八個國家，真正讓清潔能源走進千家萬戶。

目前，漢能下設八個薄膜應用事業部，主打移動能源與民用市場，其BIPV、戶用發電已經取得良好成果，並將於下半年推出全太陽能汽車。「薄膜光伏的滲透性極強，應用領域廣泛，市場一旦打開，空間極大。」廣發證券評估，隨着南下資金挖掘新能源港股價值窪地，漢能股價的增長空間巨大。

財經縱橫

投資受壓有深層原因

趙令彬

況。然而由此引發的對長滯原因的探討卻是有用的，可令人深思為何投資不振。在探討原因前先要了解金融海嘯對長滯的影響。之前自由化泡沫掩蓋了長滯而維持了西方經濟的較高增長，但海嘯衝擊則令長滯的影響突顯出來，因此其後復甦緩慢便殊不為奇。為防危機全面爆發，歐美都採取了超級擴張的宏調政策，又部分掩蓋了長滯效應，即以政策泡沫代替自由化泡沫來支撐經濟。但這不可能持久，泡沫最終都會爆破，到時長滯效應便暴露無遺，並加深了爆泡衝擊。

一些理論試圖判定引發長滯的深層原因。其一是金融體系因缺陷而不能把資金引向投資。然而事實是金融體系效率甚高，只是引向不當。西方在自由化下金融效率尤高，但在美國卻因資金引向次按而致爆發，現時則引向股債泡沫。故金融體系缺陷不在壓制資金運用，而是壓制風險不足。其二是缺少投資機會，特別是高科技開發不足。然而事實是高科技在各方面都繼續湧現，而一般的非科技性投資機會更多。即使先進國如美德等基建設施均開始老化，必須及早更新或提升，但卻無錢立項。英國已定下了4000億英鎊的基建投資計劃，但能否足量集資？歐美國家的政府大多負債沉重，難再有能力由大舉借貸投入基建。

還有一個因素是去槓桿化，許多政府以至個人都因債台高築而要減支削債，自會抑制經濟活動。然而這非全部甚至主要原因，美國的大企業多是資金過剩，並不受去槓桿化制約，且若要大規模投資到市場集資不成問題。因此，還須找出抑制投資及拖慢增長的真正原因。

騰訊低收

羅星

異動股

在資金推動下，內地股市反彈不止，上證綜指昨日收復四千四百點，全日上升百分之一點五，但港股未有跟上市A股升勢，恒指全日急挫三百一十一點，以二七四零七收市，國企指數則跌二零九點，以一三九七三收市，全日成交金額有一千三百多億元。即月期指收市呈七十八點低水。

由於外圍債市大冧市，市場投資信心虛怯，環球股市調整未完，港股短期續有波動。

騰訊（00700）昨日先升後跌，全日最高見一百六十一元八角，但收市則倒跌，以一百五十七元收市，下跌一元六角，投資者對騰訊季績有戒心，紛紛先行獲利回吐。

潤電現價偏低目標26元

外資觀點

花旗發表報告表示，重申華潤電力（00836）「買入」評級，目標價由23.5元上調至26元，此按現金流折現率作估值，2015至2017年純利預期上調3%至7%，主要反映2014至2017年裝機容量9%的複合增長貢獻；帶動4月份公司淨發電量升6.1%至11.9兆瓦時；2015年每單位燃料成本跌10%；及受惠於人行減息或能節省利息支出。華潤電力現價相當預期明年市盈率8.2倍、市帳率1.2倍屬吸引，分別低於歷史中位數各41%及25%。

支持二七〇〇

頭牌手記 沈金

港股昨日低開低收，恒指棄守二七五〇〇關，以二七四〇七點收市，跌三一點。國企指數收一三七七三，跌二〇九點。全日總成交一千三百六十四億元，較上日微增五十五億元。

這是港股未跟隨內地股市上升的一次「單獨行動」。內地深滬指數昨日升了百分之一點二，而港股恒指就跌百分之一點一，可見港股是決心作出必要的整固，亦即我頭牌所描述的：正為慢牛、健康牛的培育作出努力。換言之，從宏觀的角度看，好友應該歡迎昨日的調整。

大部分股份昨日都隨整體市況作下調，唯一例外的是核電板塊，因全國核電會議即將召開，炒家估計會有挺核電的政策出台，所以率先將核電股推上。至於具指標作用的內銀內險股，昨日均全面向下，顯示這兩大板塊會有相對深度的調整，而一旦整固完成，反彈的力度也必然較強。

從走勢看，上次調整由二八四四二開始，一連跌了七日，到二七二八九止步，共回一一五三點，然後彈上二七七一八，回升四二九點，經昨日一跌，已將反彈所得大部分賠去，而最值得關注的是上次低點二七二八九（中段低點為二七二〇七）能否穩守。相信今日的市況可以給大家一點啓示。

我頭牌仍認為二七〇〇〇至二七二〇〇是可以守的區間，如果回到這一水平，更是低吸的好機會。自然，若在二七二〇〇水平已經守得住，則很有可能形成雙底，有作更大反彈的可能。

不過，整體而言，培育慢牛、健康牛的意欲並沒有改變，所以無論升跌，都有一個「度」，跌得過「度」，大家吸納之；升得過「度」，大家回吐之。反覆上落完成五月的整固，六月是又一條好漢了！



宏安估值偏低追落後

贊華

板塊尋寶

自梁振英上任特首後，致力解決房屋問題，期內推出多項「辣招」，同時亦加快推出土地，令更多二、三線發展商積極重投地產市場，宏安集團（01222）可說是近年做得有聲有色的中小型發展商。由於公司規模較細，使其估值一直嚴重偏低，市帳率不足0.7倍，極有追落後的價值。積極參與暗標投地宏安之所以積極投入本港地產市場，因為政府改變以往的公開投地方式，變為暗標投地，壞處是政府的賣地收益會少於以前，因為沒有公開競價的刺激來推高地價，好處是成功打破過往四大發展商壟斷的局面。宏安在此環境下突圍而出，成為近年少有的中小型活躍發展商。公司設計和建造的豪華別墅區項目：元朗「首譽」及沙田「戈林」，推出市場後反應熱烈，亦壯大了集團在地產市場大展拳腳的信心。

香港每年有約5萬多對新人登記結婚，新建立的家庭引發住屋的需求。雖然港府大力興建公營房屋，但由於先前停滯多年，導致現時樓宇依舊是供不應求。尤其是面積較小、以用家為主的

「上車盤」十分搶手，預期這些剛性需求將在未來支撐樓市穩步發展。

宏安近期順勢推出了樓盤「The Met」品牌都會精品住宅系列，其中的紅磡「薈點」、西營盤「薈臻」、長沙灣「薈悅」，正符合時下香港年輕人對小面積住屋的需求。由於集團未來將着力發展「The Met」系列之中小型單位，以現時土地儲備計算，已足夠未來3至4年的發展。再者，宏安是本港最大的單一中式街市租賃營運商，亦是領匯（00823）旗下最大街市營運商，往後發展空間有限，未來將依賴地產市場「發圍」。公司往績市盈率低至4.5倍，市帳率更只有0.69倍，與普遍地產發展商的0.8至1倍比較，估值存在大幅折讓。

架構宜重組體現價值

贊華認為宏安大落後與其垂直間接控股架構有莫大關係，集團若在適當時候進行重組，架構改為橫向，由宏安直接控有旗下3家公司，包括位元堂（00897）、中國農產品交易（00149）及PNG資源（00221），相信此舉能令母公司真正價值全面浮現出來。

