

中國製造業進一步放緩

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員

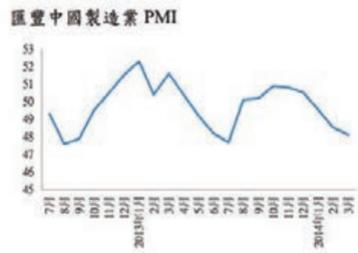
張文鼎

匯豐中國製造業PMI指數從2月份終值的48.5跌至3月份初值的48.1，為八個月以來低位，亦遜於市場預期的48.7。指數已連續三個月處於50盛衰分界線以下，而且萎縮加劇，可見中國製造業正面對一定的下行壓力。

分類指數大部分轉差

其中生產指數從2月份的48.8跌至3月份初值的47.3，創下18個月以來新低。新訂單指數、產出價格、庫存等萎縮同樣加快。惟獨新出口訂單情況較為正面，從上月的萎縮轉向擴張。

今年首兩個月中國的零售、投資和出口增長均有所放緩。從3月份PMI數據所見，除了新出口訂單情況



資料來源：Markit Economics、BOCHK Research

有好轉外，大多數分類指數萎縮加劇。在內需增長動力減弱、外需增長疲乏的情況下，相信今年第一季GDP增長較難達到7.5%的目標。

美加息恐提早 經濟前景料樂觀

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

聯儲局於上週的議會議議上的行動，一如市場預期，維持減少買債步伐。不過，較令人意外的是，當局更新了加息指引，耶倫更明確表示了加息的時機，明顯較市場目前的預期為早。

聯儲局在議息後，決定連續第三次會議減少買債，從4月起將長期國債的每月購買規模從350億美元降至300億美元，將抵押貸款支持證券的每月購買規模從300億美元降至250億美元，即總資產購買規模從每月的650億美元縮減至550億美元。

另外，當局亦調整了有關聯邦基金利率的前瞻指引，取消失業率跌至6.5%作為參考指標，並改為衡量一系列指標，包括勞動力市場狀況、通脹壓力和預期，以及金融市場狀況。聯儲局會以衡量經濟在就業和通脹兩大政策目標上已取得和有望取得的進展，才開始考慮加息。

聯儲局看似推遲了加息，然而，從耶倫在會後的講話中，卻反映出當局的加息時機比市場早前預期的還要早。

耶倫加息路線圖相當明確

耶倫於議息會議後表示，若經濟按照目前的方向發展，將在2015年秋季開始加息，此外，她亦提到首次加息與購債規模結束會有6個月的間隔，當局加息的路線圖

相當明確。

雖然耶倫表示於2015年秋季才開始加息，但以目前每次會議減少100億美元資產規模的速度可以推算，聯儲局再過5次會議，最快於今年10月底，便可以完成停止入買長期國債及抵押貸款支持證券，算是完成2008年金融海嘯以來的歷史任務，假如在此加上6個月的間隔，將會是2015年的4月至5月，即最快於明年的春季，便會開始加息。

加息速度取決於美國經濟情況，雖然從年初至今的經濟顯示，美國經濟活動在冬季有所放緩，但當局以至市場均認為這僅屬不利天氣的影響，屬短期因素。美國整體經濟的潛在力量仍足夠支持就業市場持續改善，事實上，上週美國經濟研究聯合會評估未來3到6個月展望的領先指標，在2月上升0.5%，增幅優於市場預期的0.2%，以及1月份的0.1%，顯示美國經濟增速將可再次加快。

經濟前景仍然樂觀，使官員們亦將2015年底的利率預期由上次議息會議的0.75%上調至1%，2016年底的利率預期由1.75%上調至2.25%。

資本市場投資策略需要調整

可見，長達逾5年的低息環境快將結束，由於美國息率對資產價格的估算、風險溢價、借貸成本等均有重要的影響，因此，息率回升對資本市場帶來的衝擊不輕。而過去五年投資者對資本市場所採取的策略，亦可能需要轉變，才能在市場上繼續生存。

新西蘭加息料促紐元走高

發達市場方面，新西蘭於月中宣佈加息，由已維持三年的歷史低位2.5厘上調至2.75厘，雖然加息0.25厘符合市場預期，但紐元隨即受到投資者支持，每一紐元兌美元由0.8512躍升1.1%至0.8606。紐元受到垂青的主要原因是市場認為今次加息開啟了加息週期的序幕，年內新西蘭央行還將有六次議息，預期利率有機會再上調1厘。

與此同時，新西蘭央行亦上調今兩年的經濟增長預測，將2014年預測從2.8%上調至3.0%，2015年從3%上調至3.5%。央行行長惠勒在會後聲明中表示，通脹壓力正不斷上升，而加息速度將視乎經濟增長及通脹數據而定。

新西蘭去年第四季度消費者價格指數(CPI)年率升1.6%，長期低息導致房地產市場過熱是主要原因，央行預測今年第一季及第二季通脹將分別上升至1.7%及2.0%。而上週公佈的第四季國內生產總值(GDP)，按季升0.9%，按年升3.1%，略高於市場預期的3.0%。

筆者認為今明兩年新西蘭央行將持續上調利率以控制通脹，而市場並未完全消化加息因素，因此看好紐元未來一年走勢，投資者可考慮部署紐元及相關貨幣市場基金以獲取高息及貨幣升值。

內地確立城鎮化指標

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶璘

兩會結束，中共中央、國務院隨即印發《國家新型城鎮化規劃(2014—2020年)》(下稱《規劃》)。《規劃》訂立明確的量化指標，須在2014至2020年有序實行城鎮化，推進農業轉移人口市民化。到2020年，常住人口城鎮化率及戶籍人口城鎮化率要分別提至60%及45%左右，即6年內實現超過1億人口進城落戶。

6年內逾億人口進城落戶

目前中國常住人口城鎮化率及戶籍人口城鎮化率分別為53.7%及36%左右，遠低於發達國家的80%城鎮化平均水平。《規劃》背後的意義是為使中國全面建成小康社會，通過轉移農業勞動力以帶動農民在城市就業創業，從而增加農民收入，擴大城鎮消費群體，進而提升國內消費需求，推動國家長遠經濟發展。

城鎮化還將帶動住房中長期實質需求。儘管內房調控並非國家今年的首要目標，但因內地不斷傳來資金緊張、不利按揭購房，因而對一眾房產企業銷售表現帶來一定影響。反而政府推動社會保障房建設，加快完善各地交通網絡及一般基礎配套設施等，將有助帶動建材及基建相關的板塊，因此從事水泥生產、鐵路建設、列車製造等業務的企業尤其受惠，不妨留

意相關股份。

中國外需企穩 內需仍弱

時富金融策略師

黎智凱

不久前，美聯儲決定今年4月份開始將月度債券購買計劃規模再縮減100億美元至550億美元，每月將購買250億美元抵押貸款支持證券(MBS)和300億美元國債。這進一步表明美國經濟總體趨勢向好，正因為趨勢向好，3月19日新任美聯儲主席耶倫(Janet Yellen)稱，美聯儲或將在結束購債的六個月後將上調利率。在筆者看來，美聯儲縮減購債規模視為經濟回暖的良好信號，但如果上調利率的話，資金收緊仍會給市場造成重大的影響，特別是對於新興市場國家，利率上調美聯儲結束購債，意味着市場走勢將越發的趨緊。

PMI顯經濟下行壓力大

中國內地，雖然在歐美經濟復甦下，外需有所企穩，但內地需求仍疲軟，連續走弱。匯豐昨日(24日)公佈的，中國3月匯豐製造業PMI初值48.1，為8個月低位，且連續三個月處於榮枯線下方，2月終值48.5。其中，產出指數初值降至47.3，為18個月低點。實際上，今年以來，中國內地工業生產、投資、消費、出口等各項經濟數據均呈現放緩趨勢。

根據有關數據顯示，在工業生產上，1月—2月規模以上工業增加值扣除價格因素同比實際增長8.6%，創下2009年4月以來新高；在投資方面，全國固定資產投資同比名義增長17.9%，創2002年12月以來新高；消費方面，全國社會消費品零售總額扣除價格因素實際增長10.8%，也呈回落態勢；出口方面，2月份出口同比增速從1月的增長7.6%轉為下降18.1%，為2009年9月以來最低增速；貿易逆差229.8億美元，為2012年3月以來最大。筆者認為，目前中國經濟內生增長動力持續在減弱，經濟下行的壓力有可能將進一步增大。

內地樓市面臨重大調整

一直依靠房地產發展來發展經濟的中國，而今這條路已經走不下去了，中國的房地產市場與其他國家相比明顯已經過剩，而且現在也面臨著重大的調整。而且，中國經濟面臨的頭號風險是房地產市場的過度投資問題。當下，房地產在放緩，但如果房地產投資急劇放緩，就算政策放鬆也可能無效，因為從本質上來講房地產面臨的是結構性的供給過剩的問題。筆者認為，在目前還沒有找到可替代房地產來支撐經濟增長的事物出來，如果再加上美聯儲結束購債，中國經濟放緩增長是必然的。

中央穩增長政策料陸續有來

太平金控·太平證券(香港)研究部主管

陳羨明

百家觀點

上週中證監接連落實優先股試點、房產再融資開兩大國策，令A股和港股市近兩個交易日大幅上漲。股市上升，在於政府正準備用穩增長政策托底經濟增長。在實體經濟資料滑向底線之時，國務院常務會議傳遞出來的穩增長信號十分及時而必要，並預計穩增長政策將會逐步推出。

穩增長政策再啟動。3月19日，李總理主持召開了「兩會」後的第一次國務院常務會議。會議釋放出穩增長政策再啟動的明確信號：(1)會議提及「及時發現苗頭性、傾向性問題」，表現出對經濟形勢的擔憂；(2)會議重申「努力保持經濟運行處在合理區間」，重在守住穩增長下限；(3)會議提出了一系列穩增長政策措。

經濟進入慣性下滑階段

此刻撐經濟有其原因。雖然不排除有春節等季節性因素，觀乎今年1月及2月的經濟數據全線下滑；1月—2月無論工業增加值增速、製造業投資、非製造業投資、房地產銷售和投資，還是之前公佈的PPI、CPI和出口資料，均低於市場預期，需求放緩、經濟減速成了不爭事實，從慣性來看，當前經濟進入慣性下滑階段。

從公佈的1月—2月資料來看，主要體現在：從量的角度看，工業增加值增速顯著放緩；從價的角度看，PPI環比回落。無論是煤炭、鐵礦石、鋼鐵還是有色，當前都面臨庫存居高不下，需求仍比較疲軟，價格短期難以見底。上游工業品仍將面臨去庫存問題，而從價格傳導角度看，必然會引起其他工業品價格的下跌。

當前經濟增長動能減弱，背後有多重原因。一是調結構壓制了總需求；二是防控金融風險，貨幣政策中性偏緊限制市場資金流動性；三是利率市場化和匯率雙向波動加大了企業融資成本的風險溢價。如果沒有穩增長政策出台，在上游去庫存的價格衝擊，量價齊跌可能還會延續，GDP增速低於7.5%是大概率事件。

央行回收流動性強度減弱

不過，政府一直強調考慮充分經濟結構調整、環保、就業及防控金融風險等多方面因素，而不片面追求GDP增長。在人行持續正回購和季末的雙重影響下，市場利率重拾升勢，人行正回購交易量較上週有所回落，說明央行回收流動性強度減弱。但貨幣政策不會大力度的放鬆，僅限於微調，宏觀調控主要依賴財政政策。

中央近日推出幾項措施。推出《國家新型城鎮化規劃(2014—2020年)》，強調了以存量優化，三舊改造為先，關注存量人口市民化而非新增城市化率的新思路；此外，中證監落實推出《優先股試點管理辦法》，以補充內地銀行的一級資本，並藉此擴大內銀的融資管道進行貸款業務；暫停了約4年後讓房企再融資；推出基建項目，有5條鐵路線路建設專案已獲批，總投資額涉1,424億元人民幣。

這次「穩增長」配合改革主線。它通過擴內需來使經濟運行處在合理區間，強調了大力推進簡政放權、財稅金融、國有企業、有序放寬市場准入等重點領域和關鍵環節改革，進一步激發市場活力，釋放改革紅利。新型城鎮化規劃無論內容還是時點皆符合預期，但依靠傳統基建投資的穩增長空間有限，既不符合轉型方向，又難大規模推動，對於經濟總量形成的向上支撐是有限的。所以，估計穩增長政策將會逐步推出。



中證監日前使出的三招救A股，期待已久的優先股試點管理辦法終於面世，而滬深及港股近日均出現較明顯的反彈。

淺談德房地產市場 — 住宅篇

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

德意志聯邦共和國(下稱德國)是一個歐洲中部的聯邦制共和國，由十六邦組成，首都是全國最大城市柏林。德國領土面積為357,021平方公里，人口約為8,180萬人，是歐盟中人口最多的國家。德國以其出色的實體經濟聞名於世，以購買力平價計為世界五大經濟體，同時還是世界第三大出口和第三大進口國，出口產品包括機械、汽車、化工、日用品、鋼鐵品、飛機等等。

受到其主出口國歐洲的經濟困局的拖累，德國GDP連續三年拾步而下，從2011年的3%到2012年的0.7%到去年的0.5%，但今年可希望回升到1.7%，與歐盟相比已經是表現不俗了(2013年是-0.4%，2014年預測是+1.0%)。全國平均失業率為6.7%，通脹率維持2%左右，且聯邦政府基本上收支平衡，整體經濟表現在歐美國家中名列前茅，而且展現未來會隨著歐盟經濟從谷底反彈而下而重回向上形勢。

被指市場沒有太大泡沫

跟其他經濟強國不同，德國房地產市場是被指為沒有太大泡沫的國家，價格/租金走勢會同GDP增長和整體工資走向掛鉤！最近，筆者所屬商會邀請資深德國地產建築商兼投資者作專題演講，論述該地過去、現在和未來的房地產情形和展望。筆者參照其內容，再進行論證調查，以下是結合德國房地產投資市場住宅類別的初步觀點和建議！

當地投資市場可大約劃分為住宅及商業(含辦公室、店舖、工業/物流、酒店和特殊性物業)兩大類，全國投資地區主要集中五大城市地區，包括柏林(Berlin)、漢堡(Hamburg)、慕尼黑(Munich)、法蘭克福(Frankfurt)、及杜塞爾多夫(Dusseldorf)，人口排名分別是第一、二、三、五及七。

中國投資者成生力軍

以商業活動去排列，則是法蘭克福、慕尼黑、柏林為首三名；但以住宅樓價順排列，則是慕尼黑、漢堡、法蘭克福、柏林及杜塞爾多夫，尤其慕尼黑是領跑者，是歐洲本土、俄羅斯、中東國家以至亞洲區富豪熱衷投資的城市。中德兩國素來友好，經濟/文化/科技交流頻繁，吸引不少中國學生往德國著名學院上學，近年內地投資者已成為德國地產投資生力軍，而且有節節上升的勢頭，筆者也接獲不少華北及華東地區朋友對德國地產的查詢，有意赴當地買入整幢商業或住宅單位/獨立屋為企業/個人投資/自用。

如果讀者有興趣投資住宅物業，以下資料可作為參

考。以2013年4月來比較，各個主要城市的多層住宅大廈單位平均單價如下：慕尼黑(€3,053/平米)、漢堡(€2,850/平米)、法蘭克福(€2,468/平米)、柏林(€2,333/平米)及杜塞爾多夫(€2,226/平米)，而獨立屋則依上列排名是慕尼黑(€3,951/平米)、漢堡(€2,720/平米)、法蘭克福(€2,030/平米)、柏林(€1,771/平米)及杜塞爾多夫(€1,815/平米)。多層住宅單位平均租值(以2013年年中算)為柏林(€10-12/平米)、法蘭克福(€13-15/平米)及慕尼黑(€16-18/平米)，而各城回報率分別是柏林(3.4%-4.3%)(大單位是幅度下限)、法蘭克福(4.2%-4.7%)及慕尼黑(2.9%-4.7%)(大單位是幅度下限)。獨立屋以慕尼黑最受外國人鍾情，豪華地區可達€10,000/平米以上，但需求仍會甚殷。

租賃條例高度保護租客

德國國民喜歡租住房屋，全國只有約四成業主自住，六成人口是租客，分別租用社會房屋(6%)、合作性房屋(6%)及私房(48%)。德國租賃條例是高度保護租客的，如三年內(除了翻新後住宅)租金受控在20%以內，一般租期沒有設期限，業主不容易趕走租客如對方有經濟理由。不過，隨著未來德國國民家庭觀念的改變令置業人士會趨升，主要原因是人口持續老化使政府支付公營退休金額會減少，國民傾向置業養老；出生率持續下降(估計未來四十年內會減少20%總人口)，但國民流行男女都長期單身且會自組家庭，促使未來中小型住宅需求不斷。

除了大城市外，讀者可以留意她們的衛星城市，如杜塞爾多夫旁的米爾海姆(Mulheim-an-der-Ruhr)及諾伊斯(Neuss)、法蘭克福的奧芬巴哈(Offenbach)、科隆的勒沃庫森(Leverkusen)等等。她們人口約十萬以上，往來大城市便捷，價租相宜，回報率高，成為另類住宅的投資選擇。在各大城市內，較為理想的住宅投資是將舊樓翻新再出租，持有十年以上便不用付增值稅。

各位住宅投資者請注意德國的租金收入入息稅率不低，視乎租金額，可高達45%，且持有十年以上才不用交增值稅。在收入入息稅以上還有附加額5.5%，如稅率是25%，則連同附加額變成26.375%。再者，物業轉讓成本不算太低，介乎9%-15%，已含各邦可抽取物業轉讓稅(3.5%-6%)及中介費用。一般住宅投資者會向銀行以長期固定利息進行抵押，如十年期固定利息約為3%左右(於2013年4月計)，成數約五成。

面對著高租金收入入息稅及十年的增值稅的政策，德國住宅樓市只從中長線持有才可獲利去考量。如果隨着美國於下半年開始加息，德國住宅市場是一個不俗投資選擇，起碼現在的市場泡沫仍受控制，國內經濟以實體為主，且回報率尚算合理，前景較穩定！

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。