

中國經濟增長已放慢 外界期望亦降低

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

正如筆者周二(1日)在本欄所言,3月份是金融市場消化眾多重大消息的一個月,其中一個,就是中國經濟增長放慢。

其實,打從去年開始,任何關注中國動態的人,都會發覺經濟政策的大方向,已不再是單純追求增長速度,尤其不單是數字上的增長,更要求有質素上的提升。而透過減慢增長速度,可以集中精力於長期結構改革。畢竟,經過了30多年的開放改革,增長速度最快的時間已完成,目前進行了所謂深水區,是要處理較高難度的項目。正因如此,外界對於中國增長速度的期望,自去年至今,已顯著大幅降低,這一點最具體的證據,就是見諸於金融市場的反應。

是的,所謂期望,怎樣量度?一個方法,當然是針對每個數據,由專門研究這些數據的經濟師或分析師,根據其估算模型,得出結果;然後,大家拿這些專家的數據,抽個樣本,或取其平均,得出一個參考,以之對比於真正出來的數據,看看大家究竟是傾向高估呢,抑或低估,甚至是相當貼近。憑着高估或低估的情況的變化,大家可以看出去期望也在變化,要花多少時間,才能貼近實況等。這種方法,筆者之前也在本欄及其他地方介紹過,此處不贅。

金融市場真金白銀最實際

當然,真實世界上,這些所謂專家是否真的是專家,倒也不盡

可靠,而單憑他們的估算,也未免有點武斷。大家可以設想,隨着大家不再依賴所謂專家,而又不想設定是哪一部分人才夠資格,那最終的結果,便是以全部人的反應來作準。

問題是,難道要眾人宣之於口?但即使真的要講,也難以保證所說的就是心底話。最客觀的方法,原來是動之以利,透過金融市場上真金白銀的買賣交易,投資者以銀彈投票,過程中,就無可避免地,要把他們的期望和資訊,都逐一反映出來。

當然,要透過金融市場上眾人的反應去解讀期望,絕不是容易的事,因為大家客觀可以觀察到的,是成交量和成交價,買賣的理由,大家看不到的。關鍵配合不同時候,對於類似消息或數據的公布,市場上資產價格的變化,從側面去印證投資者的看法。

今年市場對數據反應較平淡

具體而言,一個很有趣的想法是,大家看看去年大部分時間,當中國經濟數據出現時,首先,是與上述所謂專家的估算相比偏低抑或偏高的多,然後,這種情況何時修正,而過程中,金股匯市場的變動。只要大家持續以此框架去觀察,不難發現,去年大家的反應大得多,但今年呢,無論是向哪一個方向走,反應是較小了,換言之,大家的想法,開始與真正出現的數據相接近,也就是說,只要大家客觀上同意中國經濟增長放慢這一點為事實,則同樣地,外界對這一事件的觀感,也不斷在修正中,直到反應開始收細為止,即大致上完成。

亞開行報告帶出的投資啟示

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

亞洲開發銀行剛於本月初,發表了最新的經濟報告。經濟增長方面,去年的增長為6.1%,與2012年相同。通脹方面,由於能源及食品價格上升壓力不大,故去年通脹只有3.4%,較2012年低0.3%。至於展望方面,今明兩年經濟增長分別為6.2%及6.4%,而通脹將分別升至3.6%及3.7%。

但對比2011年經濟增長達到7.4%,亞洲區經濟增長出現明顯放緩的情況,主要是因為中國政府希望扭轉以往由出口及投資,去帶動經濟增長的情況。另一主要國家印度方面,由於當地經濟出現結構性樽頸的情況,故當地去年經濟增長只有4.9%。雖然中印兩國經濟增長均告放緩,但由於歐美日等經濟出現復甦,故亞洲發展中國家的經濟增長,於去年仍維持高達6.1%。當中,香港、韓國、新加坡及台灣經濟增長較強,而且佔亞洲發展中國家或地區的經濟比率達15%,故降低經濟增長下降的速度。

聯儲局過去三次推出量寬措施,對亞洲區的影響,亦成為是次重要的課題。報告刊出自2005年起,多隻東協貨幣的走勢情況。整體上,自聯儲局推出量寬後,這些貨幣的表現有大幅改善。惟當伯南克於去年提及即將收水後,亞洲區貨幣便出現較明顯的回落。當中,印度及印尼(簡稱「雙印」)一度

告急。惟當地政府推出不同措施,例如印度大幅上調進口黃金稅,以改善經常賬赤字過高的情況。因此,亞洲區貨幣及股市於今年以來,未見再有大幅急跌的情況。

投資者重新留意亞洲市場

由於篇幅有限,故筆者未能以表盡錄資料,但從近期資金流向情況看,投資者似乎對亞洲區的股市有所樂觀。雖然中國、日本、韓國及泰國,今年以來仍出現資金流出的情況,但是不少國家或地區仍錄得資金淨流入。截至3月21日止,印度及印尼今年以來,分別已經錄得資金11.38億及16.7億美元資金淨流入。台灣、菲律賓及越南今年以來亦見有資金流入,可見投資者開始重新留意亞洲區市場。

亞洲區今年面對的不明朗因素有兩方面:第一,匯率波動可能影響出口;第二,商品價格表現不穩定。在匯率方面,由於亞洲區主要進口能源,若匯率波動,可能影響生產成本,以致出口表現亦會受到影響。另外,部分商品價格出現波動,亦可能影響到亞洲區出口的商品價格,特別是出口礦產及資源的國家。

總括而言,亞洲區經濟增長料可持續,但個別國家的表現卻可能出現差別。當中,財政較佳、經常賬保持盈餘、外匯儲備較高、國民與企業負債較低的國家,投資價值較高,投資者不妨留意。

拆解內銀業績 喜憂參半

比富達證券(香港)市場策略研究部副總經理

林振輝

近日各大內銀陸續放榜2013年業績,市場反應不一。上年是內銀的多事之秋,先是6月底業內爆發錢荒,銀行資金流動面臨罕有的風險;接着下半年餘額寶等貨幣基金相繼出現,使銀行活期存款流失嚴重,銀行間資金拆借利率也高居不下。儘管如此,五大行(工、建、中、農、交)上年的盈利收入依然非常可觀,只不過前景就不容樂觀。

五大行盈利增速放緩

上年五大國有銀行實現的淨利潤同比增長10.98%至8,700億元(人民幣,下同),相當於日賺23.6億元。其中,工和建是最賺錢的兩家銀行,分別淨賺2,626.49億元和2,146.57億元。而淨利潤增速方面,農行以14.63%的增速位列榜首,最賺錢的工行增速為10.11%,僅高於交行。五大行2013年淨利潤平均增速為10.98%,明顯低於2012年的14.86%。儘管五大行賺錢能力仍然驚人,卻難以掩蓋淨利潤增速放緩的事實。

五大行淨利潤增速放緩有幾個原因。首先是存款增速下降,以建行為例,去年客戶存款增速是7.16%,遠低於2012年的13.57%,一方面原因是GDP增速放緩,令一方面則是餘額寶等貨幣基金分流了部分存款。其次是淨息差下降,五大行中只有中行淨息差逆勢上升9個點子至2.24%,農行和建行分別下降2個點子和1個點子,工和交行跌

幅較大,分別下跌9個點子和7個點子。內地央行行長周小川上月表示,利率市場化有望在未來一至兩年內實現,內銀的淨息差收窄趨勢將難以避免。

息差收窄 不良貸款增

五大行息差收入依賴嚴重。上年五大行總利息淨收入達1.62萬億元,除中行佔比較低之外(69.58%),其餘四家銀行利息淨收入佔比都在75%以上。內地銀行普遍業務較為單一,相對缺乏創新能力和應變能力,在利率市場化和「餘額寶們」內外衝擊之下,銀行盈利能力下降將在所難免。

另外,五大行不良貸款激增也不容忽視。由於銀行採用了核銷的手法,上年五大行的壞賬率僅上升了5個點子至1%。事實上,五大行新增不良貸款總額由2012年的109.52億元激增至上年的468.31億元,其中工和建行新增規模最大,分別達到191.14億元和106.46億元。

銀行通過向自身投行子公司出售不良資產,由於這些不良資產被出售之後不會納入銀行的資產負債表,銀行得以維持較低的不良貸款率。在今年內地經濟增速放緩的背景下,銀行壞賬很可能會持續上升,粉飾報表只會隱藏問題,無助於應對壞賬風險。

筆者看來,由於政策優勢,五大行依然具備極強的賺錢能力。但是利率市場化、餘額寶的競爭及GDP增速放緩等因素,將會逐漸削弱銀行的賺錢能力,銀行盈利高增長時期已經一去不返。

去年的贏家變今年輸家?

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

股市和債市上周變化不大,事實上仍維持着過去幾周以來相對窄幅上落。一周下來,道指勉強上升0.1%至16,323點,標普500指數下滑0.5%至1,857點。在科技股遭到拋售下,納斯達克綜合指數則跌了2.8%至4,155點。固定收益市場方面,十年期國債息率率微由2.74%下至2.72%(價格則上揚)。但如下文所討論,存續期較短的國債市場倒是出現了一些值得注意的走勢。

價值股或將受到青睞

雖然近期整體股市平均來說可能起伏不大,但選股方面我們卻在行業與投資模式有着明顯轉變。尤其是去年一些上升的行業目前正開始受到壓力。以美國的生物科技行業為例,去年升幅在65%左右,但目前已從今年2月份的高點下滑了15%。以公司而言,我們則可以直指上周在首次公開發行中慘遭滑鐵盧的King Digital Entertainment(廣受歡迎的電玩遊戲「Candy Crush」的開發商),在今年所有的新股中,首日的股價行情就屬它表現最差,身價縮水了15.6%。

在某種程度上,這種轉變代表之前受到追捧的股份正在褪色,這亦反映出市場投資方向似乎正從增長型逐步轉往價值型。過去一個月來,大型價值股的升幅約為1.25%,大型增長類股的跌幅則超過了2%。這有部分歸因於熱門投資主題(偏好增長型類股)的降溫,但也因為相對估值的落差有增無減。截至上月底,增長股的估值比價值股高了將近40%,也遠遠高於25%的十年平均值。

這種交替若要是持續下去,其中一個受惠者很可能是較中小型股折讓的美國大型股和超大型股。這種趨勢可能也會有利金融類股份。儘管反彈了五年,該行業看起來還是有吸引力,近來也見資金大舉流入。

固定收益市場顯然有類似的趨勢。雖然表面上收益相對穩定,但卻潛藏着一些重要的轉變。重申一遍我們之前的觀察,投資者去年成功避開了存續期較長的國債,但今年中短期部分的孳息率曲線看起來相對脆弱(尤其是二到五年期的區塊)。

儘管在過去幾周,十年期國債孳息率幾乎沒有波動,但五年期國債孳息率卻從1.53%上升至1.73%。展望未來,國債孳息率曲線的這個區塊會產生波動,對於聯邦基金利率可能上調的預期也會最為敏感。

不應拘泥「港人港地」存廢

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

「港人港地」是否存在最近成為話題,特首梁振英表明現時雙辣稅等措施已奏效,外地買家已大幅減少,在現階段已無需要在賣地章程中加入「港人港地」條款。發展局局長陳茂波亦表示,暫時無逼切性再實施「港人港地」,亦沒有逼切性進行立法工作,指相關準備工夫已準備就緒,日後有需要很容易就能啟動,但強調政府從沒說過「港人港地」政策已「壽終正寢」或「擱置」。

筆者贊成無須在現階段重提「港人港地」,適逢美退市預期稍後加息及建築費攀升,本港樓市交投回落而樓價及地價在下調中,如再在這個情況下引入「港人港地」限制,只會令地價加倍受壓甚至影響地收入。既然港府的雙辣措施及增加土地供應已收到冷卻樓市的效果,無必要在現階段再在出售地時加入「港人港地」限制。

「港人港地」的實施,起始於去年三月港府出售兩幅啟德地皮,背後的理念是把部分市場供應撥出予專為滿足港人的置業自住需求。港府就該兩幅地皮加入限制條款,規定日後建成的住宅在三十年內,無論一手二手都只能夠賣給港人,而租約逾五年,避免讓非本地人士鑽空子,以超長期租約明租買賣。

市場轉勢事例愈來愈多

去年初的市道較現時活躍,而兩幅「港人港地」啟德地皮坐落於東九龍新發展區核心,當時兩幅地皮仍然以相當高的價錢售出,預計落成後平均每方呎樓面售價仍會超過一萬元,地皮做價與沒有「港人港地」條款的用地沒有太大分別。當時的客觀效果顯示,就算有這些限制,市場反應仍認為在當時的政經環境下,仍應該值那個中標價。可惜這個中算的樓價水平仍非普羅上車一族所能負擔。

去年港府同步實施雙辣措施及持續直接標售宅用地,反為立竿見影,收到穩定市場的效果。去年下半年開始,樓市交投明顯轉淡,樓價亦呈回軟。2012年市道旺時非本地買家充斥市場,被指搶高樓價,繼後港府實施雙辣稅等措施,現時非本地買家大幅消失,樓市已成為本地用家主導。

近期事態發展,美國退市市場料明年上半年加息陰影乍現,本地建築費持續高企,港鐵天榮站及港府標售白石角用地,雙雙出現流標,至近期將軍澳補地價出現2,000多元新低地價,近日更有豪宅銀主盤以低價成交,市場轉勢事例愈來愈多。在地價瀰急下調的市場環境下,現階段再談推「港人港地」,已屬不合時宜。連白石角沒有無限限額條款的地皮都流標,如果再把「港人港地」限制加諸住宅用地,後果只會是地價現水平再調低甚至持續流標,而流標令住宅供應量無法達標,亦影響庫房從實地所得收入。

應加推居屋幫助上車人士

「港人港地」排拒非本地買家,有損本港國際都市形象,既然「雙辣招」已收到預期效果,而其作為短期措施則更可靈活運用,筆者認為現階段不必拘泥於「港人港地」的存廢與否,反為應該把重點放在加推居屋,更能直接幫助到上車人士。



作者認為,現階段不必拘泥於「港人港地」的存廢與否,反而應把重點放在加推居屋,更能直接幫助到上車人士。圖為黃大仙居屋翠竹花園。資料圖片

國家穩經濟 商機此中尋

太平金控,太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

李克強總理強調要抓緊出台已確定的擴內需、穩增長措施,加快重點投資專案前期工作和建設進度。日前,李克強主持召開國務院常務會議,確定深化鐵路投融資體制改革,加快鐵路建設政策。一、季度經濟疲軟下滑,穩增長措施陸續出台,政策拐點明確。政策有必要及時作出調整。

從前兩個月經濟資料和剛剛公佈的PMI情況看,一季度經濟低位開局,再從工業品價格等指標看,如不及時調整政策,未來經濟還將進一步下行。要完成今年7.5%左右的增長目標以及就業目標,穩增長成為目前的重心。

從政策時點上看,選擇現在開啟政策調整的視窗更能體現政策的前瞻性與有效性。目前的經濟狀況是二季度下行風險增大,相比去年二季度末經濟也是出現快速下行的勢頭。當時政府正是通過相關的投資措施成功穩住了經濟下滑的勢頭。比較而言,此次國務院常務會議規劃的中小企業減稅、棚戶區改造、中西部鐵路建設等政策均在去年有所涉及,這實際上體現了政策的延續性。

鐵路投資為今年重點工作

穩增長態度明確,把投資作為穩增長的關鍵,常務會議的部署是對此前五省市經濟形勢座談會措施的細化。鐵路投資作為重要抓手,將成為今年重點工作。會議指出,今年全國鐵路預計投產新線6,600公里以上,比去年增加1,000多公里,其中國家投資近80%將投向中西部地區。加快鐵路尤其是中西部鐵路建設,在有效擴大投資、帶動相關產業發展的同時,還有利於推動新型城鎮化建設,改善欠發達地區的發展環境。

穩增長的關鍵是解決資金來源問題。會議進一

步確定了深化鐵路投融資體制改革、籌措和落實建設資金的政策措施。例如設立鐵路發展基金,拓寬建設資金來源。吸引社會資本投入,使基金總規模達到每年2,000億元至3,000億元;創新鐵路建設債券發行品種和方式,今年向社會發行1,500億元,實施鐵路債券投資的所得稅優惠政策;引導銀行等金融機構積極支援鐵路建設,擴大社會資本投資規模;對鐵路承擔的公益性、政策性運輸任務,中央財政在一定期限內給予補貼,逐步建立規範的補貼制度。

引入民間資本亦取得進展

在當前經濟形勢下,政府提供投資資金,不再如以往般簡單釋放流動性,而是採取創新投融資方式,以專項債券、財政補貼、設立基金、引入民資等多種方式進行。這些定向扶持的措施不僅使鐵路投融資體制改革不斷深化,鐵路投資在發展混合所有制和引入民間資本方面也取得進展。

當前國務院常務會議只是政策調整的開始,後續政策部署將繼續從擴大內需着手。比較去年和今年的政策調整情況,都是短期擴大內需,長期有利轉機。隨着一系列政策的陸續落實,我們認為經濟將呈現回穩的格局。

按圖索驥,投資者可從政府工作報告中短期工作任務和國家中長期產業政策導向去尋找新的投資機會。國家穩增長措施將會是符合調結構導向,而不是一哄而上全面鋪開各種專案。與此同時,作為穩增長關鍵的投資措施也要符合惠民生的政策導向。當前鐵路改革正進入加速階段,鐵路設備及其相關基礎類將獲得投資機會。此外,座談會鼓勵新興產業發展,因此,新能源、環保和服務消費等行業方面也可能有相應的細化措施出台。