

中國經濟暫未擺脫乏力增長

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員

張文晶

國家統計局日前公佈4月份社會零售消費、固定資產投資和工業數據。三項數據均略遜市場預期，而且增速下滑態勢持續。

整體消費需求仍較疲弱

4月份社會消費零售總額同比增長11.9%，較3月份下滑0.3個百分點，也是自2011年3月以來最低的水平。然而，這是一個同比名義增長數字，而4月份CPI也是處於18個月以來最低水平，某程度對名義零售總額增長有負面影響。扣除價格因素的實際增長，從3月份的10.8%輕微上升至4月份的10.9%。因此，從名義增長走勢分析可能誇大了零售消費放緩的程度，惟整體消費需求仍較為疲弱。

投資增長下滑勢頭未止

1月-4月份固定資產投資(不含農戶)同比增長17.3%，較1

月-3月份增速下滑0.3個百分點，投資增長下滑的勢頭未止。隨着政府加快投資的微調措施已出台，相信其正面作用會稍後反映出來。不過，內地樓市降溫，房地產投資活動也會受到影響。兩者互相抵消下，投資增長可望在較低位維持。

4月份規模以上工業增加值同比增長8.7%，較3月份輕微下滑0.1個百分點。今年以來，工業增加值增長在8.6%至8.8%低位窄幅波動，反映內地產能過剩問題仍然嚴重，工業生產低迷的情況未見改善。

短期全面降準機率不大

綜合4月份主要經濟數據，雖然外貿數字較為正面，但進出口增長其實非常溫和。另外以上三項和通脹數據均是負面，可見第二季開局暫未擺脫增長動力不足的局面，但未至於大幅滑坡。而且，隨着政府的微調政策成效陸續反映，加上去年虛假貿易的負面影響減弱，以及以歐美市場為主的外需有改善，從而令外貿對整體經濟有正面支持，相信內地經濟下滑的勢頭有望企穩。在這環境下，人民銀行可能持觀望態度，短期內全面降準的機率不大。

「新國九條」長遠利好A股

比富達證券(香港)業務部副總經理

林振輝

上周五中國國務院發放名為《進一步促進資本市場健康的若干意見》(簡稱「新國九條」)的文件，就股票、私募、債券等市場的頂層設計作出重大調整，被市場視為內地資本市場歷史上最重要的文件之一。該文件規定了A股市場新的上市和退市機制，以及上市公司的管理制度。除此之外，「新國九條」鼓勵多層股權市場建設和併購重組行為，以及支持私募市場的發展。筆者認為，「新國九條」短期內不會改善內地股市較差的基本面，但長期來看對內地及香港兩地股市裨益巨大。

融資受阻 冀做好股票市場

近幾年A股市場持續低迷，政府也沒有給予股票市場足夠重視，上證指數表現遠遠落後於美國和日本等股票市場，某程度上也拖累了港股表現。國務院在這個時候發放文件來改善A股市場結構和機制，一方面原因是A股已經到了非改不可的地步；令一方面內地日益惡化的融資環境，迫使政府重視股票市場這個重要的融資渠道。

今年以來，內地經濟增速明顯放緩，房地產行業也顯著下行，信託產品違約和銀行壞賬風險大增。對企業來說，傳統的融資手段如銀行借貸、發債、發行信託產品等已經舉步維艱，股票市場融資成為最有效和成本最低的手段。為改善股票

市場投資環境，吸引投資者進入，中國證監會之前已經掀起了前所未有的嚴打老鼠倉風暴，為推出「新國九條」造勢。

完善市場體系 提升公司質素

相比「舊國九條」，「新國九條」與股票市場有關的重要新規定包括：推進股票發行註冊制改革；完善上市公司股權激勵制度；加快多層次資本市場體系建設；鼓勵市場化併購重組行為；完善退市機制以及發展私募市場。「新國九條」出台的目的是完善資本市場、提高上市公司質素，以重建投資者信心。

股票發行以註冊制替代代薦人制度，以市場看法來決定股價，可以更有效發揮市場作用。另外，實行註冊制後，公司上市限制減少，短期內IPO有可能出現爆炸式增長，給內地股票市場帶來較大衝擊。鼓勵併購重組行為和完善退市機制，可以實現優勝劣汰，提高上市公司質素，優化市場結構，吸引新投資者入市。另外，內地私募市場一直生存於灰色地帶，建立健全的私募發行制度可以規範市場，以及鼓勵私募基金進入股市或支持中小微企業的發展。

「新國九條」短期內不會改善內地股市較差的基本面。內地銀行壞賬激增、信託產品違約風險上升、GDP增速放緩等因素仍然會對股市造成負面壓力。但長期來看，「新國九條」將會大大改善內地股票市場的結構和效率，一旦投資者信心回穩，經濟轉好，新一輪牛市或會到來。

歐央行下月減息機會大

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

最近歐洲央行進一步放寬貨幣政策的預期持續升溫，令早前強勢的歐元，近日轉弱。事實上，雖然歐元區經濟已有所改善，但從最近的經濟數據看，動力仍然不足，歐洲央行還是有必要採取措施。另一方面，強勢歐元亦會打壓當地出口，相信歐洲央行再放寬貨幣政策的時間不遠矣。

上週四(5月8日)，歐洲央行公佈利率決議，宣佈維持基準利率、存款利率、邊際貸款利率在歷史低點的0.25%、0%、0.75%不變，符合市場預期。但歐洲央行行長德拉吉在會後表示，歐元區經濟溫和復甦符合歐洲央行的預期，但歐元升值仍是歐元區的重要風險。同時，他亦表示，歐洲央行有堅定決心維持高度寬鬆貨幣政策，如有需要，歐洲央行願意六月採取行動，令進一步放寬貨幣政策的預期急速升溫。

給出了具體行動時間

與3月和4月份會議上的出口術不同的是，德拉吉今次給出了具體的行動時間(6月5日歐洲央行會議)。如果歐洲央行在6月份並未兌現承諾，應該會引發歐元大幅度反彈，造成歐央行不想看到的局面，所以按兵不動的可能性不大。

而市場消息指，歐洲央行可能會首次嘗試負利率，將三大利率指標都調降10至20個基點，另外還有一些針對向中小企業貸款的刺激性措施，例如實施較三年期更長的長期再融資操作(LTRO)或資產擔保證券(ABS)。

日本貨幣政策兩頭不到岸

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

筆者自在貴報執筆以來，寫了不下數次日本股市及經濟情況。但筆者的感覺，由去年的期望，變為今日的失望。去年，安倍經濟學成為投資界的一時熱話，主要是因為安倍的經濟政策，的確令日本經濟明顯有起色。但有兩大問題，包括貿易情況持續惡化和債務高企，安倍仍未能夠解決。

若有修訂經濟學的讀者，應該對以下的經濟學公式不會陌生。經常賬是由貿易及資本流向的情況所造成。受到進口能源成本持續上升，以及上調銷售稅前消費者大舉消費的影響，令日本3月經常賬盈餘由去年同期的12.8萬億日圓，大幅收窄至1,164億日圓。截至今年3月底的財政年度，盈餘更低見7,899億日圓，是1985年有統計以來最低水平。

圓匯貶值未能刺激出口

當中要注意的是，3月份進口再急升23%，而出口只增加6.2%。這反映日圓貶值，不但未能刺激當地出口，更由於自2011年大地震令日本關閉全國核電廠，令當地進口能源需求有增無減。上調銷售稅亦令日本消費者在加稅前，購買大量耐用用品，刺激進口需求大幅增加。撇除上調銷售稅的因素，

事實上，從數據上看，雖然歐元區經濟平穩復甦，但通脹持續疲軟，失業率亦居高不下。本月公佈的4月份Markit歐元區製造業PMI指數為53.4，高過前值和預期53.3；服務業PMI為53.1，平於前值和預期。製造業和服務業在外需帶動下持續擴張，自2013年7月以來連續企穩於50榮枯線以上。

4月份歐元區失業率仍然維持在11.8%的高位，低於前值和預期11.9%，顯示情況有所穩定。4月份歐元區通脹率同比上升0.7%，較前值上升0.2個百分點，但仍然維持於四年半的低位，令人失望。可見，在歐元匯率持續高企的情況下，歐洲央行在6月採取措施的可能性很大。

德國讓步消除市場憂慮

而5月份的議息會議已經是歐洲央行連續6個月保持息率和寬鬆貨幣政策規模不變，因此，部分法國政客和國際貨幣基金組織(IMF)近期都開始呼籲歐洲央行出手，防止歐元區低通脹持續甚至陷入通縮。不過，德國仍然是進一步放寬政策的最大阻力。

然而，近日有市場消息指，德國央行願意在必要的情況下支持歐洲央行在下個月推出一系列的刺激措施，其中包括實行銀行存款負利率及購買打包的銀行貸款，以避免通貨膨脹處於過低水準。德國央行的這一立場可能會為歐洲央行行長德拉吉提供重要支援，因為歐元區國家間的差異較大，而德國一直是歐洲全面降息的最大阻力，該報導打消了市場的這一憂慮，可見歐洲央行在6月份放寬貨幣政策的機會不低。

債務佔GDP升至2.3倍

至於日本債務情況，更令投資者感到憂慮。當地債務佔國內生產總值比率已升至230%左右水平，是主要已發展國家中最高，已為日本的債務情況響起警號。日本政府自4月起上調銷售稅，主要是希望增加政府的收入。惟根據以往的經驗，在上調銷售稅後，當地經濟將無可避免出現衰退的情況。況且，政府為避免出現經濟衰退，故會增加企業的減稅幅度。在這情況下，對日本經濟並沒有幫助。

日本的金融市場情況，近期亦受投資者關注。據日本媒體報道指，日本公債二級市場，由於日本央行持續大手吸納，令日本公債交易大幅減少。據部分分析指，若日本央行將每年購買長期日本公債的金額，由目前的50兆日圓，大幅增加至100兆日圓的話，日本國內銀行持有的日本公債餘額將降至0%。如果這樣的話，將會令購買日本債券的投資者大幅減少。

總括而言，日本央行若要實施量寬，將會令進口物價大幅上升。雖然可以帶動通脹升至2%或以上水平，但這並非健康的現象。若若不推出量寬，將欠缺刺激措施，去推動日本經濟增長。在這情況下，預料日本央行短期將處兩難局面。

樓市「減辣」舉措效果成疑

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

政府宣布放寬雙倍印花稅(DSD)條款，即將「先買後賣」換樓客豁免DSD的六個月時限，由原先已購買新單位簽署臨時約(Preliminary Agreement)日期起計，調整為以簽署轉讓契(Assignment)後才計算。市場上有人認為這是政府「減辣」之舉，但港府強調這是技術性調整，讓當事人有更充足時間去完成沽售手頭上舊單位。亦有人認為假如購入的是新單位的樓花，由於等待出入伙紙還有相當長的時間，業主可以持有原住宅更長時間甚至待善價而沽之，這種說法在升市時是對的，但現時經濟形勢不明朗，加上政府在增加供應兼實施雙辣招，樓市下行機率較大，先買後賣兩者時間相隔愈遠，需承受貴買平賣的風險。

料對樓市影響只屬中性

除此之外，另一項微調是連同購買的一個車位亦可獲豁免DSD。估計兩項調整，都是在審議過程中，收到意見的反映，而政府亦認為合理而作出調整。港府強調，這只是技術性的修訂，不代表政府在現階段有「減辣」的意圖，反而仍需維持現行的需求管理措施。事實上，在政府於去年初實施雙辣稅，並有需求管理措施以及同步增加市場供應後，樓市無論在成交量及樓價方面均受到制約。樓市橫行稍偏闊的格局已成，現階段作技術上的微調所帶來對樓市的影響理應只屬中性。

在審議印花稅草案過程中，有意見認為DSD的6個月換樓豁免期，由買入新單位簽署約起計，會對換樓自住業主構成壓力，愈迫近6個月終期日，愈會需要降價，但求售出舊單位，否則不獲豁免而要交雙倍印花稅。按照新修訂，由簽署轉讓契起計，在二手樓交易的情況下，一般成交約為簽署約個半月至兩個月左右，換句話說，即是豁免期延後了同樣時間才開始計，換樓業主盡速售出單位的壓力仍在，但起碼多了個把兩個月時間去做。筆者認為這修訂仍未理想，因為現時市道下，要以合理市場價去出售舊單位，6個月期間未必一定成功，假如能放寬至9個月則更加理想，從換樓自住業主的角度，在橫行市甚至下調中的市道下，是沒有誘因去拖延出售舊單位，怕的只是因急欲售樓被壓價，假如被壓價金額大於雙倍印花稅的「雙倍」部分，最後業主可能索性不賣舊單位。

有市場人士認為今次修訂對樓花銷售有幫助，筆者只部分認同這個說法，一般由購入樓花到簽署轉讓契有段相當長時間，假如這段時間是升市，延後售舊單位會造成低買高賣的效果。假如樓市是下調當中，效果剛剛相反，延後售舊單位變成高買低賣。

換樓欠誘因 業主多觀望

樓換樓自住業主一般只得一個單位，買樓賣樓過程中，對他們來說是既繁複又耗時，現時政治經濟形勢不明朗，不久的將來說不定會加息，中國與鄰近國家或會開戰等等因素，用家較可能一動不如一靜。除非新樓樓花質素佳而訂價吸引，否則用家換樓，還是應該盡速完成一買一賣，以減低拖長時間所帶來的風險。



假如樓市是下調當中，延後售舊單位會變成高買低賣。圖為香港的高樓大廈。資料圖片

內地料續推微刺激以穩增長

太平金控、太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

由於內地經濟疲弱，現在市場的關注焦點是貨幣政策會不會進一步放鬆。雖然二季度以來中央不斷推出穩增長政策，但實體經濟未有明顯改觀。內地近期公佈的宏觀經濟數據，包括4月CPI錄得18個月新低、PPI連續26個月負增長，顯示實體經濟疲弱，通縮風險上升。國家統計局前日公佈的4月工業增加值、社會消費品零售總額及固定資產投資等數據均低於預期。雖然經濟下行壓力仍較大，但預計未來政策仍將定向寬鬆，續推微刺激以穩增長。

流動性未引導至實體經濟

內地4月金融數據顯示信貸增長保持下行趨勢。雖然廣義貨幣(M2)按年增長13.2%，從3月的歷史新低反彈，且遠高於預期的12.2%。然而狹義貨幣(M1)增速放緩令人關注，暗示期內經濟活動疲軟。新增貸款降至7,750億元(人民幣，下同)，意味著未償信貸按年增長13.7%，是2006年7月以來最慢。加上社會融資規模減速，暗示流動性仍沒有被引導至實體經濟上。

表面看，近期數據顯示通縮風險上升，而且較低的貨幣市場利率水平並未真正傳遞到借貸利率上，人行需要通過降準來從根本上增加流動性，以此來降低借貸利率，以支持經濟增長和令信貸投放正常化。

然而，目前國務院強調宏觀調控要有定力，不會採取大規模的刺激政策。因此，人行會否採用數量型工具，會否全面降準，將以更長期的數據決定。

從4月金融數據看，社會融資總量和新增人民幣貸款雙雙下行並低於市場預期，短期貸款有所下降，但中長期貸款與3月持平，顯示政府仍然在總量上進行控制，不會大幅放鬆。由於長期貸款仍然穩定，經濟仍然具有一定的穩定性。為穩增長、達到今年GDP的目標，中央已推出三項微刺激措施，包括加快棚改和鐵路建設、定向降準支持農業發展和鼓勵社會資本參與基礎設施項目等。而且在政策層面上今年比一季度更積極。例如出出80項基礎設施投資類項目，吸引社會資本

參與，基建投資在一個月內連續兩次提高鐵路投資預算至8,000億元以上。

從4月社會融資數據看，企業債券淨融資繼3月的2,459億元後再度顯著增加到3,663億元，與3月-5月城投債供給一樣處於高位。反映出基礎設施建設得到政府的支持，並繼續成為政府穩增長的主要依靠力量，有助於經濟企穩。從PMI看，經濟動能指標降幅已經放緩，加上今季的微刺激政策的快速推動，短期經濟增長同比或會有所改善。

因此，目前仍是政策和經濟形勢的觀察期，而且經濟沒有出現加速下滑的勢頭，預計政策面還是會保持定力，以定向微調加碼為主。

宏觀面反映到股市上，其實「五窮」淡市危中有機。「新國九條」出台，資本市場改革加速，政策支援力度加大，市場化方向進一步明晰，短期支撐市場情緒改善。上月底中共中央政治局會議認為「一季度經濟增速處於年度預期目標範圍」，「經濟形勢總體符合宏觀調控和發展預期」。反映中央對內地經濟狀況並未表現出太大的擔憂。另外，與往次會議不同的是，本次會議提到要「保持合理流動性」，所以儘管現行的財政和貨幣政策保持不變，但為了今年宏觀經濟形勢穩定，實現預期目標，估計貨幣政策手段將會更為靈活。

當經濟運行觸及決策底線，相應而靈活的政策就會出來。進出口不振，上月底的國務院常務會議，提出扶持穩定外貿的政策舉措，政府昨日發布外貿穩定增長的若干意見，將該項政策細化並分解到相關部門。

房地產是最大風險點

剛公佈的數據顯示，1至4月房地產投資按年增速亦回落至16.4%，新開工和銷售均有不同程度回落。而且房地產消費下滑和收入增長放緩，同時使到消費增速回落。

人行隨即組織召開住房金融服務專題座談會，研究落實差別化住房信貸政策、改進住房金融服務有關工作。這些政策所產生的預期，雖還不太可能會扭轉房地產市場景氣度下行的局勢，但卻會在一定程度上對房地產市場帶來正面影響。

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。