

中央「微刺激」 注重「穩增長」

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

中央頻頻「穩增長」措施見效，內地近來數據多有起色，經濟繼續回升但存隱憂。在此背景下，政府繼續加大投資以拉動增長，尤其強化中西部鐵路建設，加快核准核電項目，並鼓勵地方基建投資、引進民間資本等。

內地經濟出現回穩跡象

6月匯豐中國PMI由上月49.4升至本月50.8，為今年來首次突破榮枯平衡線，且是7個月來的最高水平；高頻發電量、粗鋼產量等資料顯示製造業景氣度進一步好轉。二季度5,000戶企業景氣指數顯示，內地需求明顯改善，企業總體經營狀況小幅回升，企業經營企穩。

但與此同時，經濟依然面臨下行壓力。下半年經濟面臨信用、外資流入放緩、地產三重壓力。短期內，由於去年整治虛假貿易導致的基數回落以及人民幣匯率的因素，出口增速可能出現回升。由於地產商的促銷壓力以及銀行對房貸的鬆動而使地產銷量出現短期改善。下半年出口可能有改善，但對經濟提振有限。然而，6月的經濟資料顯示經濟反彈仍存隱憂，近來地產銷量不斷下滑，庫存狀況轉差，工業增速短期反彈或後繼無力。

階段性企穩不改政策托底

定向降準、再貸款等，再加上正回購暫停，均顯示人行寬鬆

偏緊的貨幣政策基調未變。財政上仍加大民生相關基建，近日各地紛紛出微刺激政策，穩增長措施見加強。

早於4月末，中國鐵路總公司再度上調今年的鐵路固定資產投資計劃，調整後今年的鐵路投資總額將達到8,000億元（人民幣，下同）以上，這已是今年來不到4個月時間內第三次向上調整鐵路投資計劃。鐵路投資計劃總額有望超過2010年創歷史新高。

與往年投資東部不同的是，今年重點投向中西部。中西部經濟基礎薄弱，鐵路建設滯後，將中西部作為鐵路建設重點拉動內需、發展經濟，對「穩增長」意義重大。

上月初，李克強總理強調「更好地發揮中央和地方兩個積極性」，即見各方開始加碼投資「穩增長」措施。國家發改委上月24日表示將加快核准一批核電項目。相關項目共12台機組，總裝機量約1,500萬千瓦，相當於目前中國投入商業運行的核電機組總裝機容量。

廣東擬發揮市場在資源配置的決定作用，激發民間資本的巨大潛力和活力。廣東上月26日推出重大項目97個，總投資2,120億元，涉及基礎設施、市政公用事業、社會事業、金融服務等領域。

不過，今年的「微刺激」注重穩增長同時調結構，注重利用社會資本，目標是求「穩」、防風險，而不是求「快」、走老路。2012年以來，中央政府要穩增長，地方政府就出大量項目。與以往相比，今年最大的不同在於保持合理適度的投資穩增長的同時，對影子銀行進行全面監管，同時防控地方債務風險。

港股下半年走勢評估

中銀香港經濟研究員
蘇傑

今年以來，港股股價波動下行，成交縮減，總體氣氛不佳，在全球市場中表現平平。五月之後情況有所好轉。展望下半年，鑒於市場利率仍處低位、資金回流新興市場、經濟增長料將企穩、企業盈利回升、技術上仍有炒上空間以及內地股市或見底回穩等因素，港股表現可望略好於上半年，成交有所回升。

展望下半年，利率水平、資金流向、經濟基本面、技術指標、內地與美國股市等因素均會對港股指數走向產生影響。

資金回流新興市場

儘管美國持續縮減QE規模，但經濟復甦表現反覆，相信年內仍將維持低利率政策，因此，預計香港的基礎利率在下半年不會出現轉向。市場利率方面，香港金管局近日指出，反映銀行平均資金成本的綜合利率在5月底微升2個基點至0.45厘。但從較長時間觀察，目前的市場利率處於歷史較低水平。一般而言，利率升跌與股價的變化呈負相關關係，利率水平低企，有利於股市走勢向好。

去年美國啟動縮減QE規模，新興市場出現資金大量流出的情況。隨著美國貨幣政策的溫和走向明朗，新興市場走資潮在今年3月後出現逆轉。從4月下旬的持續跟蹤來看，EPFR新興市場主要股票基金資金流入量遠遠大於流出量，近期資金流入的規模更逐漸擴大。另外，跟蹤中國內地股票基金的統計也顯示，今年5月以後，資金流出內地股市的情況有所緩解。香港市場方面，港匯指數近期維持較強區間，股票市場資金流的市場調查也反映，陸續有資金進入港股市場。相信下半年，香港資金流入與流出互現，總體維持寬鬆水平，有利於股市向好。

在香港市場資金較為充裕的情況下，港股對國際投資者的吸引力料會持續增強。根據香港交易所最新統計，港股現貨市場中海外投資者佔總交易額的比重維持46%，國際資金進入港股的情況料將延續。

經濟基本面料將改善

今年上半年，香港經濟表現不如人意，首季GDP增長率僅為2.5%，與港股的弱勢較為一致。下半年，隨著歐美經濟持續復甦、中國內地經濟狀況有望企穩、本地就業情況良好，香港經濟表現有望好於上半年。全年總體水平料會略好於去年。

鑒於內地企業在港股市值與成交額中的佔比較大（以主板為例，前兩年中國相關股份佔總成交量的比重分別高達54.14%和53.14%），我們可從內地企業的表現窺探企業盈利情況。根據國家統計局的資料，今年1-2月內地規模以上企業利潤出現較明顯下滑，但近幾月情況有所好轉。另外，截至6月初，內地公佈業績預告的811家上市公司中，預喜560家，佔比近七成。相信今年下半年公司業績趨穩會對股市形成一定支持。

技術上存在炒上空間

截至今年首季，港股市盈率大約為10.26倍，與歷史高位（1999年與2007年分別為26.73倍與22.47倍）和成熟市場水平仍有一定差距。因此，港股技術上仍存在炒上空間。

今年10月，期待中的「滬港通」機制有望正式啟動。其中，港股通為更多內地投資者南下投資港股提供便利，其對港股成交與氣氛好轉的正面幫助值得期待。

從以上幾方面因素看，港股下半年存在向好的基礎。另外，由於港股歷來受到美國股市與內地股市的影響，近年來，內地市場對港股的影響愈加顯著，可能成為影響港股走勢的重要力量。

（節自《中銀財經述評》二之一）

新興市場估值低 可適時撿平貨

路透熱點透視專欄作家

Robert Cole

熱點透視

最好趁便宜的時候買進投資性資產。這話聽來雖像老生常談，但對投資新興市場可謂相當管用。MSCI明晟新興市場股票目前略低於預估值盈率11倍交投，較倫敦、紐約及東京等地上市股票折價達28%。

較發達市場股票折讓28%

這的確是非常大的差距。不過今年2月時折價幅度曾擴大至33%，湯森路透Datastream數據顯示，2005年才出現過這麼大的差距。然而，以前有過更大的差距。在1990年代，亞洲風暴來襲，而網路熱潮推高西方國家股票之際，折價幅度曾經超過50%。

估值存在差異並不令人意外。新興國家企業較易受到政治及匯率風險的衝擊，而且根據公眾股東利益進行管理的可能性也較低。新興市場經濟成長步伐亦在放緩：世界銀行預估值新興市場國內生產總值(GDP)今年成長率不到5%。

即便如此，Starmine數據顯示，新興市場企業長期獲利成長狀況會跟發達市場一樣好。未來5到10年間，新興及發達市場企業獲利的年複合成長率均預計在8%左右。

而新興市場也愈來愈難一概而論。在涵蓋23個國家或地區的MSCI新興市場指數當中，權值最重的中國內地及韓國異同之處都相當大，而台灣、巴西及南非亦鮮見明

顯的雷同之處。

內地股市市盈率僅8倍最低

該指數亦掩蓋了各地股市估值之間的巨大差異。台灣及南非股票在市盈率15倍左右交易。據Starmine資料，全球第二大經濟體——中國內地股票的預估值盈率只有8倍，反映投資者對其未來經濟成長存在很大的問號。倘若這些風險消退，則這些股票可望展開驚人的漲幅。而更像是發達市場的韓國，目前的預估值盈率為9倍，看來非常物美價廉。

整體而言，現在看來不失為建立新興市場倉位的大好時機。



■內地股市預估值盈率僅8倍，可謂價廉物美。圖為深交所。資料圖片

數據參差解讀相符 行情未見反高潮

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

近期所見，國際金融市場和經濟數據的互動，剛好是大家預期的解讀方向。簡言之，傳統上，某種數據的出現，外界一般有某種看法，而結果出來，市場的行情亦與此相符，沒有甚麼反高潮的複雜走勢。

事實上，上周美國公佈的經濟數據參差，個人消費支出遜於預期，令市場懷疑第二季經濟的反彈力度。另外，首次申請失業救濟人數繼續下降至31.2萬人，反映就業市場持續好轉。聯儲局視為通脹指標的核心PCE增長1.5%，符合預期。

通脹正朝聯儲局目標前進

如此一來，沒有甚麼震盪的市況，應該是可以想像到的。而正好是這樣好壞參半的數據，遇上了聯儲局官員言論上，例如路易斯聯儲主席布拉德表示，通脹朝着聯儲局的目標前進，明年第一季加息可能是合適的，當局應盡早加息云云，才沒有太大反應。若然數據本身變化出人意料，則上述言論不難想像被放大。

無論如何，看市況具體發展，美元自上月19日聯儲局公佈議息結果後，由80.6一路下挫至接近80.0水平。這一點不難理解，過去一段日子，美國聯儲局維持一個固定的減買債速度，相信大家都有所準備；當今年底前，真正完成所有減買債後，若以聯儲局主席耶倫之前的言論，暗示在完成減買債之後，當有大約六個月時間的空檔，之後便是加息周期的開始。

然而，近期所見，美國聯儲局的退市步伐，以減買債的速度每次100億美元額度來說，雖然是保持，按理大家應該放心，因為實體經濟應無大礙，起碼不動搖這個由非常時期撤出非常手段的部署，才是合理預期。可是，由於局方對經濟前景展望的調低，難免令人有所擔心。

故此，一切還原基本步，看數據出現。這樣一來，上述提及，美元這一段日子下跌，實不足為奇。畢竟減買債繼續，退市依然，加息未成事，但經濟增長動力未必太樂觀，加起來，不就是美元相對於其他貨幣，略為回順的方向嗎？

周四公布非農數據成焦點

說到數據，本周美國方面將公佈財金界一直重視的非農數據。另外，星期五是美國獨立日，因此，非農數據將提前一日於星期四的夜晚公佈。短期內，大家應已密切留意匯市波動，以作為外界對於數據解讀和央行行動的前瞻。的確，在星期三的夜晚，聯儲局主席耶倫亦將發表講話，相信會成為市場焦點。

若把焦點由美國轉至其他地方，類似的情況亦出現。例如，美元回吐，歐洲相對來說反彈，本來是一體兩面，但即便從消息面看，亦有一定道理。畢竟歐元近期震盪區間有上移的趨勢，而時機上，早前歐洲央行實施負利率之前，一早已經做好期望管理，匯價預先回落了不少。

目前，大家期待的，應該是星期四歐洲央行將公佈最新利率決議。暫時看來，外界應不會預期出現大動作。正如之前的大動作，實在要有相當長時間的鋪排，才可以減輕殺傷力，即可見一斑。當然，外界離不開觀望歐洲央行行長德拉吉的講話，尤其是他對未來可能實施QE政策的描述。



■美國本周將提前至周四公佈財金界一直重視的非農數據。圖為工人在美國首都華盛頓附近一處工地施工。資料圖片

市場樂觀 歐股有望追落後

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶瑛

近期歐美經濟增長差異進一步擴大。美國數據表現十分亮麗，6月綜合PMI初值升至61.1，創2009年10月以來新高。6月份消費者信心指數由5月的82.2點升至85.2點，為6年新高，優於市場預期，顯示消費者對美國經濟及就業前景感樂觀，經濟復甦勢頭強勁。此外，耶倫曾表明美國樓市數據良好，新屋銷售連續兩個月回升，5月份年率月增18.6%，亦創6年新高，反映房屋市場已逐漸走出低潮。

相反，歐元區增長乏力。綜合採購經理指數由5月的53.5下跌至6月的52.8，表現遜預期，主要受累於法國製造業大幅收縮所致，反映歐元區國家經濟景況不均，拖累整體的經濟復甦。在失業率仍居高不下的形勢下，歐元區6月消費者信心指數初值終止連月升勢，意外由逾6年半高位回落至-7.4，疲弱的數據反映歐元區或需要更多量化寬鬆措施來提振經濟，擺脫疲態，加快復甦步伐。此外，數據亦印證了歐洲央行在6月初宣佈推行寬鬆貨幣政策是有必要的，但政策效用還有待觀察。

利率2017年前仍維持低水平

兩地經濟景況不同，加息的步伐也不一樣。隨著美國經濟持續復甦，意味着量寬時代即將結束，加息周期隨之來臨。市場普遍預測加息

時間表最快為2015年下半年，但不排除加息步伐會隨著美國經濟復甦而加快。相比之下，歐洲才剛開始進一步減息及放寬貨幣政策，歐央行行長德拉吉更表示2017年前，利率很大可能仍維持於低水平。

雖然美國經濟數據亮麗持續支持美股不斷創新高，但在美指上漲的同時，股市的預期市盈率亦向上調整，現時已達逾16倍，高過15倍的長期平均值，意味美股的潛在升幅有限。預計短期內於加息前，美股仍能受經濟數據及企業營利向好帶動，繼續創新高。但是，當加息周期啟動後，股價偏高的美股或會借勢調整，因此美股未來波動不容忽視。

至於歐股，在寬鬆貨幣政策下資金持續泛濫，或為歐股帶來支持。目前該區股市的預期市盈率在15倍左右，相比美股有追落後的空間。然而，歐洲剛推行的寬鬆貨幣政策雖然短期內有望提振股市，但其實際效果仍需要時間來印證。預期未來大市的上漲取決於救市政策對經濟表現的影響，尤其是困擾歐洲的低通脹問題。

基金垂青 中長線較美股可取

環球投資者對歐洲市場持樂觀態度，根據美銀美林的最新全球基金經理調查報告顯示，歐股為最受機構投資者看好的區域股市，預料歐股將持續受資金追捧。有見及此，筆者認為歐股受惠於股價相對便宜及憧憬寬鬆貨幣政策將提振經濟，中長線而言較美股可取。