

刺激經濟成效顯 次季增速料回升

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

近年市場充斥大量中國的利淡消息，包括不良貸款規模持續增加、房地產市場下跌、工業產能過剩，以及人口紅利快消失等問題。同一時間，中國經濟增長速度亦不斷減慢，內地股市亦只有反彈沒有升幅，不過，遲遲亦未見引發出大型危機。內地經濟最近更在中央的多項措施和外圍經濟回穩支持下，增速減慢的情況有望止着。

從最近的數據顯示，6月份匯豐中國製造業採購經理指數(PMI)回升至50以上的水平，至50.7；另外，6月份官方中國製造業採購經理指數亦從50.8上升至51，數據反映中國製造業回復擴張，經濟下行風險得以緩和。

內地經濟得以回穩的主因，在於內地政府的支持政策。繼4月份國務院相繼推出在流動性、基礎設施、房地產、就業、小微企業等方面的一攬子「微刺激」措施後，不少地方政府亦隨之發布了重點項目清單或地方投資計劃，令內地經濟得以支撐。

存貸比率調整 利三農小微企

另外，今年4月及6月，人行亦兩次宣布定向下調存款準備金率，支持三農及小微企業，中國銀監會更在6月30日調整存貸比率，從投資者的反應以及各大報章的報道可見，市場普遍認為調整利好實體經濟。

穩增長 更應推進改革

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

中國內地出台的穩增長、促改革、調結構、惠民生各項政策效應正在顯現。經濟發展還面臨着一些挑戰，因此，仍需堅持向改革要動力，向結構調整要助力，以激發宏觀調控的創新性和提升微觀企業的活力。

從數據看，經濟出現回穩跡象。6月中國製造業PMI為51.0%，連續4個月回升，6月份PMI持續反彈表明製造業繼續保持平穩向好的態勢，反映出淡季不淡，緩解了市場上對於中國經濟「硬着陸」的擔憂。

可以看到，政府在3月中旬開始出手維穩，產生了效果，反映經濟發展的PMI、出口、貨運量等指標出現積極變化預計今年二季度經濟增速有望從底部回升。

最大壓力來自房地產低迷

不可否認，經濟依然面臨下行壓力。中國社會和經濟中存在不穩定、不協調、不可持續的問題。6月PMI繼續反彈但動能趨弱，日均發電量、建築業訂單、鐵路貨運量、地產銷量等高頻先行指標萎縮，預示生產和投資走弱。行業景氣度有分化，煤炭、鋼鐵、水泥等中上游行業面臨供需矛盾和產能過剩的問題。經濟企穩基礎不牢，存在回檔壓力。下半年經濟面臨信用、外資流入放緩、地產三重壓力。最顯著的壓力來自房地產市場低迷，對房地產開發投資及其相關的廣泛的上下游產業鏈的傳導效應的影響。

對未來中國內地宏觀政策的判斷，我們認為，仍然是貨幣方面將繼續定向放量，財政方面支出與減稅並行。前天公布的6月CPI同比上漲2.3%，離全年3.5%的目標還有相當距離，而PPI同比下跌1.1%繼續負增長。通脹走勢保持平穩，不會導致原有政策出現明顯調整。

內房短期觸底反彈 長期續弱

比富達證券（香港）業務部副總經理

市場策略研究部副總經理

林振輝

今年以來，內房風光不再，量、價增速均大幅放緩，個別月份甚至出現負增長情況，市場對內房前景看法非常悲觀。不過，隨着四五月內地央行要求銀行保證首套房房貸，加上部分地區放鬆限購，以及貨幣政策趨向寬鬆，樓市出現改善跡象。筆者認為，市場對內房前景反應過度，目前行業估值相對吸引，隨着近日地產商中期業績陸續放榜，部分地產商業績大勝市場預期，相關股價短線有觸底反彈機會。不過，內地樓市仍未解決庫存和樓價過高、需求疲弱，以及資金緊張等問題，相信反彈力度有限，長期仍偏弱。

部分內房半年業績勝預期

據中國國家統計局數據顯示，今年前5個月內地商品住宅的銷售面積和金額分別同比下降9.2%和10.2%至3.2億平方米和1.97萬億元（人民幣，下同）。事實上，2013年的商品住宅數據是歷史最高，今年雖然大跌，相關數據仍是歷史次高值，對比2012年仍增長驚人。已經公布業績的多間內房，包括恒大地產（3333）、越秀地產（0123）和雅居樂（3383）等今年上半年銷售都勝去年，恒大地產上半年錄得的合同銷售金額按年增長55.4%至693.2億元，大大超出市場預期。內房銷售之所以能夠帶來驚喜，除了部分地產

中國銀監會自7月1日起調整商業銀行存貸比的監管，增加存貸比率分子的貸款扣減項，以及擴大存貸比率分母的存款計入項，且僅對人民幣業務實施存貸比監管考核，本外幣合計和外幣業務存貸比將作為監測指標。而存貸比分子即貸款將扣減支農再貸款、小微企業貸款專項金融債、「三農」專項金融債對應貸款等。

此外，在存貸比分子計算中還將扣除商業銀行發行的剩餘期限不少於一年，且債權人無權要求銀行提前償付的其他各類債券所對應的貸款，支小再貸款所對應的小微企業貸款，以及商業銀行利用國際金融組織或外國政府轉貸資金發放的貸款。這存款比率的放寬，明顯有利三農及小微企業，有利於降低其融資成本，間接支持整體經濟。

內地GDP增長或回升至7.5%

事實上，國際貨幣基金組織(IMF)主席拉加德近日亦表示，今年下半年全球經濟活動應該會有所加強，2015年將加速，並補充，亞洲新興市場的國家尤其是中國經濟仍然穩健，並未看到中國經濟增速大幅下滑，其增速只是稍微下降，而增速下降至一個更可持續的水平，預期今年中國經濟增速在7%和7.5%之間。

預期刺激政策對經濟的正面影響正逐步顯現，今年第二季度的中國經濟增長有望從第一季度的7.4%，回升至7.5%，即中央今年對經濟的增長目標。而中國國家統計局將會於下周公布相關數據可望成為內地及本港股市向上的催化劑。

再進一步看，部分動能指標趨弱可能是調結構的結果。經濟反彈已顯疲態，通過長短期政策組合平衡改革發展與穩定的關係，成為當前決策的重要考量。

在關注穩增長的同時，更應該關注改革的推進。近日，國務院印發《關於促進市場公平競爭維護市場正常秩序的若干意見》，圍繞使市場在資源配置中起決定性作用和更好發揮政府作用，提出了7個方面的工作任務。可以預見，未來的改革還將多元化發展。在財政貨幣政策方面，繼續預調微調，通過定向降准解決農業、小微企業融資的問題，通過減稅等措施加大對其支援力度，以此支援實體經濟發展。在国企改革方面，加快行政體制改革，簡政放權，強化市場的力量，將市場的潛力進一步發揮出來。

改革為企業帶來更大效益

就国企改革而言，改革將為企業帶來更大的效益，強化市場的力量。在方式上，公共事業等領域，例如基建、鐵路等，主要是引入民間資本和政府合作的混合所有制模式；以及價格調整，例如天然氣等。對於過剩產能的行業，例如鋼鐵、水泥等，改革的重點主要是國有資產轉讓和重組。

今年以來，有關國企尤其是央企的改革陸續有來，例如中國石油(0857)公布，擬將西氣東輸一、二線相關的資產及負債等設立全资子公司東部管道公司，並將全部股權掛牌轉讓；中國電力投資集團將允許民資參股旗下子公司和建設項目。中信集團擬透過向中信泰富(0267)曲線在香港整體上市。踏入7月，中石化(00386)便公布了引資方案。大唐發電(0991)宣布啟動旗下煤化工業務重組。

國企通過引進民間資本、混合所有制等多種改革措施可激發企業的活力，提升其經營效率。反映到股市上，將給相關板塊帶來明顯的制度改革紅利。石油石化天然氣、電訊、電力、鐵路運輸等板塊正為市場帶來新的投資機會。

供過於求 長期續弱

與過往受政策影響出現調整不同，本次內地樓市調整主要是受市場主導，供需嚴重失衡所致。目前內房庫存高企，一、二線城市庫存去化需要12個月左右，三線城市去化周期達到24個月左右，而且還未考慮在建房屋，庫存壓力相當大。另外，由於人口結構發生變化，內地購房適齡人口(25-50歲)拐點已經出現，長期剛性需求下降成為必然，樓市過去十年的高速增長將難再現。

現時內房股價估值極低，部分公司預測P/E(市盈率)甚至只有不到3倍，處於歷史最低位。筆者相信，行業中短期負面因素都已經反應在估值中，而部分公司中期業績好於市場預期有機會修正估值，股價將出現短期反彈。惟行業中長期來看，內房仍處於下行調整之中，投資者需保持謹慎。

加快，包括香港(6.5%)、東盟地區(9.7%)及美國(7.5%)。當月對歐盟地區出口雖然回落至12.5%，但表現仍算不俗。另外，進口增長回升也反映了微刺激措施漸見成效，令內需增加。整體來看，外貿表現改善，相信稍後公布的第二季GDP增長有較大機會達到全年增長7.5%的目標。

她預料在先進經濟體保持溫和平穩，以及穩增長政策對內需起了支持的作用下，相信下半年外貿情況會與上半年比較將有所改善。然而，也存在一些利淡因素，包括出口成本上漲、貿易摩擦等，令外貿表現較難有明顯改善。今年上半年，進出口總值同比增長只有1.2%，要達到全年增長7.5%的目標將有一定困難。

關注中小住宅租金升幅勁

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

土地註冊處數字，上半年錄得住宅樓宇買賣合約共26,799宗，比去年下半年22,962宗，升幅約17%。六月份住宅樓宇買賣合約5,960宗，比對五月份的5,270宗，增加了13%，比對去年六月份的3,740宗，增加了59%。近期樓市成交升勢始於三月份，該月有3,141宗，之後按月回升至六月份的約6,000宗。至於成交金額，六月份住宅樓宇買賣錄得338億，比對五月份的318億元，上升6%，與去年六月份的187億元，上升81%。這些數字均顯示住宅樓市交投，雖然與全盛期的每月逾萬宗成交，仍有一段距離，但顯然近期正在復甦之中。

再觀察差餉物業估價署的數字，可了解各類型不同面積單位的最新樓價走勢。該署最新公布，五月份住宅樓價指數246.8點，不但持續兩月上升，而且升幅逐漸擴大，亦為該署記錄歷史新高。對上一個高位是去年八月錄得的246.3點。由於數據滯後關係，按樓市尤其新盤銷售情況，料六，七月份指數應比前述數字更高一點。

差估署數字顯示，五月中小型住宅單位樓價升幅較為顯著，A型單位（即430呎以下）指數267.4，是破紀錄新高，按月升0.94%，B型單位（即430呎至656呎）報233.2，升幅0.91%。

樓價受市場剛性需求推動

怎樣解釋政府實施需求管理等辣招去壓抑樓市，收到一定效果之後，但樓市近期卻有價量齊升之勢？首先，成交量雖然回升，但與全盛時期比較，成交量仍有一段距離，或者可以說，是用家剛性需求按捺不住入市。筆者相信，在各項辣招實施之下，來自炒家那部分需求基本上被杜絕。而現時中小型住宅交投較活，除顯示是市民剛性住宅需求外，亦反映金管局嚴控較大金額樓按的成效。

有人認為近月政府施政受阻，立法會財委會討論新界東北撥款備受拖延，社會憂慮政府增加土地用以建房的目標無法達成，剛性需求部分按捺不住入市。筆者認同這個說法有其道理，但筆者有一個業界朋友，他對近期樓價回升有另一種看法，他說自從今年初新樓盤變招，以代繳部分印花稅另加高佣金促銷取得成效之後，近期新樓盤都採用這個證明有效的促銷模式，但其實同時訂價是相應提高了，以反映補貼印花稅及提高代理佣金，假如這個說法是真的，即是現時新樓的樓價是有若干水份。

炒風升溫 須防政府再出招

在新樓樓價獲得支持後，二手樓樓價由於相對落後，近期追落後現象漸現，名牌屋苑如太古城、沙田第一城等亦漸見高市價成交。相信當局亦在密切關注，如果樓市持續大幅升溫，或會招致進一步加辣的新措施。

筆者關注住宅租金走勢，因為這是市民租屋實質支出，理應毫無水分。差估署租金指數，五月份156點，已是連續三個月上升，當中尤以中小型住宅升幅最強勁，按月升0.42%。假如這個趨勢持續，而整體經濟無同步或更佳增長，即顯示市民住屋支出佔比擴大，支付住房以外的支出相對縮減，尤其是普羅市民居住的中小型住房，這將影響普羅階層的消费模式，值得大家留意及跟進。



■在新樓樓價獲得支持後，二手樓樓價由於相對落後，近期追落後現象漸現，名牌屋苑如太古城、沙田第一城等亦漸見高市價成交。 資料圖片

安倍「第三枝箭」好睇唔好食

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

日本首相安倍晉三終於公布了第三枝箭措施，當中包括了減低企業稅；鼓勵女性就業；制定外國勞工政策，以及改革日本政府退休基金投資等二百多項措施。其實，安倍晉三早已於去年6月，提出了第三枝箭的框架，即結構性經濟改革，包括增加私人投資、科技創新、改革企業稅制等，以增加民間的投資意慾。安倍是次就第三枝箭提出更多細節。

日本過去多年經濟困局在於通縮持續，以及經濟欠缺長期的增長動力。到安倍於2012年競選時，提出一些措施，例如壓抑日圓進一步升值，以及對抗嚴重通縮的問題，長遠目標是希望通脹率回升至2%，而經濟增長亦同時增長至2%。

雖然安倍自12年底以來推出多項措施，似乎真的對支持經濟增長帶來成效，但今年第三枝箭推出的措施，卻較市場預期為保守。究竟是安倍對日本經濟復甦有信心，還是希望把彈藥留待以後再推出呢？

減稅有限影響企業投資意慾

首先，企業減稅的幅度輕微，而且大部分接受訪問的企業均表示，將會資金保存下來，令安倍希望企業增加投資，以刺激經濟增長的說法，存在不明朗因素。日本政府目前債務龐大，公共債

務佔國內生產總值的比率高達243%，而日本政府存未能開拓新的收入來源時，希望把銷售稅於明年上調至10%。因此，企業對政府能夠解決高負債問題存有懷疑，亦影響企業的投資意欲。

農業改革推動力度欠理想

第二，安倍原先希望削弱農業合作中央聯盟，主因為當地農業最受全球保護，但產出量卻最少。而且日本農民老化問題惡化，超過一半的耕地已處於休息的狀態。原先安倍希望五年內重組，並期望農產品出口由去年的5,500億日圓，增加至2020年的10,000億日圓，到2030年更達到50,000億日圓。惟農業措施只提出放寬管制，允許土地合併成為大面積農田，以及擴大自由貿易區等措施，反映在農業改革力度欠理想。

雖然安倍第三枝箭在財政及政府推動的政策上較弱，但投資者似乎把焦點落於日本政府退休保險基金的投資委員會改組，並增加投資日股的比重。另外，日本政府於今年年初為鼓勵釋放民間資金，實施個人儲蓄賬戶(NISA)投資低於500萬日圓，可獲得100萬日圓免稅額，令日本股市有支持，以及帶動日本出現正面財富效應。對於未來帶動日本經濟，可以留意開放賭博，於台場建設賭場；2020年東京舉辦奧運會，將興建場地及公共設施。對整體日本股市抱審慎樂觀的態度，但預料日本經濟今年下半年增長較弱，預料央行有機會加碼量寬。

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。

中銀香港經濟研究員

張文晶

中國出口同比增長從5月份的7.0%加快至6月份的7.2%，但遠遜Bloomberg調查預估值中的9.9%。當月進口同比增長5.5%，雖然同樣遜於市場預期的7.9%，但表現已較5月份同比下跌1.6%為佳。由於進口增長回升幅度較大，貿易順差從5月份359億美元的逾五年新高回落至6月份的316億美元。

去年6月份出口增長為負數，基數因素對今年6月份出口表現會有某程度的正面影響。中國對主要的出口市場增長普遍