內地樓市調整 龍頭勢跑出

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

2010年4月，北京出台「國十條」，提出北京家庭只能新購一套商品房，成為全國首條「限購令」。在其後中國樓市發展得如火如荼的四年中，總共有46個城市推出了限購令。

在一次次的試探、放鬆、叫停之後，今年五月有消息稱，樓市調控方向出現轉變：除北上廣深之外，其他城市的限購政策可以自行調節，尤其是庫存過大的地方。截至目前，包括蘇州、南寧、呼和浩特、濟南及海口等29個城市，已經明確取消或調整限購，而且未來或有更多城市加入這個行列。

房地產下行恐衝擊經濟

房地產行業的發展並不只關係到樓市的開發商和需要買樓自住或投資的消費者，尤其是在這幾年以房地產為經濟支柱的中國，地產行業的上游影響到水泥、鋼鐵等原材料行業，下游則帶動相關的彩電、洗衣機等消費，甚至是作為一級開發過程中的土地，都是地方政府的主要經濟來源之一，決定着內地政府的負債健康水平，亦承擔着集資以作未來發展所必須的基礎建設的責任。

若帶着這個觀點來審視上半年整體經濟形勢，則不難發現，房地產已經成為短期經濟最大的風險點。從國家統計局剛剛發布的上半年經濟數據看，製造業重返擴張區間，進出口逐漸改善，消費企穩，而基建投資仍受到房地產下行的負面影響。

目前房地產增加值佔GDP的比重約為6%，如果考慮到地產行業對上下游的拉動，整個產業鏈佔GDP的比重則將達到15%。如果放任房地產下行，無疑對經濟的負面效應是巨大的。而目前為止，不難看到中央為了保增長，已經陸續推出一系列財政和貨幣措施。惟鑑於基建投資佔固定資產投資的比重較房地產小，而且政府宣揚要改善經濟結構，加上基建必然產生的財政壓力，並不足以抵消房地產下行對經濟帶來的衝擊。

政府不會任由樓市爆煲

短期政策來看，為了幫助樓市軟着陸，中央可能會在房貸和企業融資上給出更多扶持，消化庫存會是下半年的重點。基於以上對房地產行業重要性的討論，合理的推論是政府不會任由房地產爆煲，不過，在樓市調整的過程中，行業兼併重組是不可避免的，大家亦可預期政府在這一方面加以更多的引導。

事實上，中國房地產經歷過往幾年的高速發展後，亦將進入一個長期的多方面的調整期。一來，中國居民的住房自有率已經處於一個相對較高的水平；二來，隨着金融市場改革，像房地產過往幾年這樣高增長的情況不太可能重現。未來地產的發展方向，將由「量」轉向「質」，集中於更精細的服務。

在這個過程中，龍頭企業將會受惠行業重組，其擁有更多資源和經驗的優勢，有助作出精細化發展，跑贏同業，不足為奇。

地緣局勢動盪 歐美債再受追捧

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

今年，地緣政局動盪一浪接一浪，先有俄烏兩國之間爆發軍事衝突，6月又遇伊拉克內戰升溫，正當7月國際間認為地緣政局問題稍有緩和之際，再有馬航客機在烏克蘭遭親俄叛軍擊落，令全球恐慌情緒升溫。市場避險氣氛濃厚，債券發揮其傳統避險功能，吸引資金大舉湧至高評級債券。美國10年期國債孳息率曾低見2.447%，接近7周以來的新低，而德國更一度下挫至歷史新低1.149%。此外，全球投資等級債券亦緊隨其後，受投資者追捧，反映投資者的風險胃納走低。

美經濟續處於復甦軌道

美國方面，經濟繼續在復甦軌道上穩步前進。6月經季調後消費者物價指數(CPI)同比增長2.1%，與上月持平，且已是連續3個月達到美聯儲2%的通脹目標。就業市場亦持續改善，6月失業率降至6.1%，接近6年低。兩項重要數據向好，意味聯儲局加息的預期進一步升溫，但耶倫多番強調聯儲局不會急於加息，並稱最快或於2015年發生，而市場普遍預料加息周期會於下年度6月啟動。耶倫對何時停止買債則有較明確的指引，她指出如就業市場持續改善及通脹率維持於2%水平，減債步伐將會加快，並計劃於今年十月停止買債，正式為QE3畫上句號。

料美國債升勢難以持久

市場對加息的預期升溫，理應反映在較高的孳息率上，可是近期地緣政局動盪引發投資者憂慮環球股市的不確定性，令需求帶動債券價格走高，拖低孳息率。然而，由避險情緒帶動的需求不能持久，投資者往往會把資金轉到低風險資產短暫「泊岸」，待市況回穩便把資金轉回風險較高的資產上，如股票市場。加上耶倫表明今年很大機會結束買債，意味着需求下降將推低債券價格，對孳息率上升帶來壓力，預料美國國債的升勢難以持久。

相反，歐元區的經濟情況與美國大相徑庭，因兩地分別處於經濟周期的不同階段。現時歐元區的標準利率為0.15%，歐央行明確表示低利率環境會延續至2017年，而通脹率續維持於0.5%，距離2%的目標路途遙遠。低通脹、低利率正好為債券市場製造了有利環境，相信能為未來歐元區債券價格繼續帶來支持。

如投資者購買美國債券基金，建議盡可能選擇存續期較短的，因其對利率的敏感度會較低，有助降低利率上升對債券價格的影響，一般來說便是企業債及高收益債，但風險亦相對較高。至於歐債基金，則要注意匯率風險，因歐元區很可能在未來進一步放寬貨幣政策，加上美元隨着關經濟向好而續漸轉強，歐元向下的趨勢不變。因此投資者宜選擇美元對沖的歐債基金，以減少匯率波動對基金回報帶來的影響。

股市五年預言：回報平庸、慎防修正

路透專欄作家
James Saft

即便將超低利率考慮在內，全球股市估值也太高了，未來五年要想實現每年兩位數百分比的實質回報率頗為不易。

美估值過高調整機會極大

更糟的是，據經濟和投資諮詢公司Wellershoff & Partners分析師Joachim Klement和Oliver Dettman的最新研究，主要市場、特別是美國股市的估值過高，即將迎來修正的概率極高。

這樣的結果，應該會讓那些認為追着央行背書的股市大潮就不會出差錯的人三思了。兩位作者寫道，「研究顯示，高估值、例如當前的估值水平，實際上會導致未來預期回報下滑，以及大幅回撤的風險加大，本金也有可能打了水漂。」「明白地說，目前股市估值偏高，投資人應該認真面對這一個警訊。」

這份研究報告使用兩種主要方法評估了全球38個股票市場估值。第一種是CAPE景氣循環調整市盈率（本益比），又名為席勒市盈率(Shiller P/E)。該指標和一般的市盈率相仿，不過使用的是經通脹率調整後的公司10年平均獲利。

第二個指標是計算調整後的公允CAPE，該指標考慮了利率、成長率和通脹率等經濟因素。這相當重要，因為透過這個指標，我們可以看到溫吞的經濟成長和非常規貨幣政策的影響，並更清楚地知道股市當前估值所處的相對位置，且以歷史為鑒推測股市接下來可能的走向。

通過經濟因子調整後的「公允」CAPE為17.8，可說是偏高水平，然而美國股市當前的CAPE是24.5，高出了37.6%。

這暗示着未來五年修正的可能性很大。

研究報告的作者稱，「在美國，歷史上CAPE達到當今的水準時，接下來五年的平均跌幅是令人瞠目的26%。」當然修正下跌幅度也有大有小，1929年崩盤後的跌幅達80%，而在1995年和2003年的隨後五年修正幅度沒有超過15%。

那麼投資者的難題就來啦。股市估值或許是偏高了，但是誰也不能給出修正發生的時間表。當前和1997年之前的區別是，比起打壓上漲中的市場，央行官員更願意為下跌中的市場伸出援手。不過也要記住，許多質疑股市的人，在2000年和2008年修正開始之前丟掉了基金經理的飯碗。

美股估值如此之高，不僅帶來很高的回調風險，也暗示未來五年的回報相當低。研究預估實質年收益為1.4%。從更大範圍來看，情況要好得多。全球發達市場未來五年的實質回報率(經通脹調整)料為7.5%，而全球新興市場為6.6%。

印度回報10.5%為主要亮點

這談不上多麼出色，但也不算太差。印度是亮點之一，實質回報率料將達到10.5%，而意大利和法國應該也會有不錯表現。

雖然這次仍有可能是不一樣的狀況，然而CAPE是顯示未來回報的一項良好指標，因為從歷史角度來看，市場總是向平均值靠攏。研究作者表示，CAPE與未來五至10年股市回報的相關系數通常高於0.7，幾乎所有涵蓋在本研究中的市場皆是如此。

非要說不可的話，擔憂之一在於CAPE計算的獲利部分目前很高，近年來的獲利與國內生產總值(GDP)之比已經處於或接近歷史高位。這很可能成為永久性的變化，也許是因為薪資和生產成本全球化的影響。不過獲利也可能回歸均值，就像投資者願意支付的股價一樣。細微的變化或許就能帶來巨大衝擊。

今年稍早，基金公司GMO的James Montier寫道，如果使用10年趨勢獲利而非10年已公布獲利，那麼美股市場的市盈率就會從25左右升至令人難安的34。

這些研究的結論都不太出人意料：我們未來五年可能迎來調整，回報將變得平庸(美股回報將變差)。美股這樣的資產很難跑贏通脹，而且還伴隨着可觀的大跌及波動風險，恐怕很難持續加碼或續抱。因此，全球股市分散投資的論調似乎是與日俱增。

香港應借鏡珠中澳經濟融合模式

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

百家觀點

七月份是港澳特區城市規劃界的重要日子。於本月19日，香港大學城市研究及城市規劃中心召開年度公開講座，請來香港規劃署署長及英國和澳洲著名大學規劃系學者共同探討香港、英國、澳洲對城市管治、土地供應和公私房屋的經驗。2014年粵澳合作聯席會議在16日於澳門舉行，雙方簽署6份合作協議及備忘錄，最大亮點是《關於合作建設中山翠亨新區的框架協定》。澳門與粵西的珠海/中山/江門/南沙的城市融合已進入具體運作階段，達到雙贏效果。

中山「示範區」紓澳「土地荒」

無可否認，香港及澳門再持續發展必須具備充足土地資源，無論住宅、商業、工業、休閒用地；而澳門是優勝過香港，她正逐步融入大珠三角城市群，並計劃參與橫琴、翠亨、南沙等新區建設。來澳出席粵澳合作聯席會議的廣東省省長朱小丹透露，橫琴將有15平方公里土地予澳門企業使用，加上中山翠亨新區合建的「粵澳全面合作示範區」，首期面積約5平方公里，以及江門的大廣海灣經濟區，三區共可提供幾乎相等澳門土地面積的土地資源供澳門工業企業及社會事業發展，大大解決澳門特區「土地荒」的問題，長遠來說並可有助平抑當地樓宇價格和租金。

因為橫琴新區的准入門檻較高，受益的主要是澳門/外資的大型企業，尤其是旅遊及博彩企業，需要應用大量鄰近土地使其產業多元化滿足不同客戶群需要，或者是她們的下游行業，就地生產產生協同效應。中山翠亨新區則較遠，當相連高速公路建成後，中山及澳門兩地只需約四十五分鐘車程，可以吸引澳門中小型企業及社會事業如安老院、療養院、私立學院進駐，釋放澳門稀缺土地資源作更高經濟效益用途。

「翠亨新區」最吸引澳中小企

粵澳兩地政府是共同建設「翠亨新區」的，旨在促進雙方在經濟、社會、文化、生活各方面深度融合，共同拓展教育、旅遊、文化交流。商貿服務、醫療護理產業多方面的合作，不僅僅是單純的產業合作區，更加是全面合作的示範區，將兩地經濟、社會及民生建設高度融和。針對各方面的不同需要，該合作區將重點劃分為五大功能分區，包括產業合作園區、商貿服務平台區、教育培訓園區、文化產業交流區及旅遊合作開發區等，而合作形式非常有彈性，包括獨資、合資、合作等多種多樣，對澳門中小企尤其吸引。

還值得一提是粵澳雙方同樣簽署遊艇自由行合作協議，是另項區域經濟合作的新亮點。朱小丹省長指出雙方經過長時間策劃，現專門制定和實施貼近粵港澳遊艇合作的工作方案，並由他所領導小組統一協調具體工作。目前正研究廣東省遊艇管理辦法，把三地遊艇自由行充分體現，希望今年進行地方立法程序，逐步實現粵港澳三地遊艇方案。中山作為試點，總結具體實施經驗，再逐步覆蓋至珠三角，廣州/深圳/珠海也表達濃厚參與意願，相信達到珠三角沿海城市全覆蓋的目標不會太遙遠。

回顧澳門城市可以逐步納入珠三角城市群，實有賴當地政府的積極推動。「第七期澳城市規劃研究班」於本月4日至6日在粵西幾個城市巡迴舉行，來自澳門、珠海、中山、江門、廣東省規劃專家學者共同參與，以「城市規劃發展與革新」為題，一齊探討粵西區進一步規劃協作的前景。

基於某些因素，香港特區的規劃發展似乎較為自我，與鄰近深圳市區、深圳前海區、東莞城區及鄰近鎮區等等共同融和發展流於滯後。如果香港需持續發展為亞洲區大都會，不乏土地資源和區域協作是必須的。今天的複雜政治使新界東北的開發困難重重，試想香港的未來土地資源從何而來，況且香港如要想保持中國南方的龍頭城市地位，則必須全力發展高產值的第三產業，引用鄰近城市為後勤支援帶。

經過二十五年開放發展，深圳市的經濟成績是驕人的，高新科技行業、通訊工業及其他相關產品已領導全中國，前海地區的落實開發會進一步提升金融、保險、訊息等行業的區域經濟地位，香港特區是必須融合整個深圳-香港大都會去延續未來經濟發展，雙方共同城市融合協同是非常重要的。再者，各大社會事業如養老、醫療、療養、安葬、教育行業如能有效地轉移到大珠三角地帶，便可解決香港「土地資源」不足的長遠問題。

■中山翠亨新區合建的「粵澳全面合作示範區」，首期面積約5平方公里，大大解決澳門特區「土地荒」的問題。 資料圖片

香港上月外貿表現改善

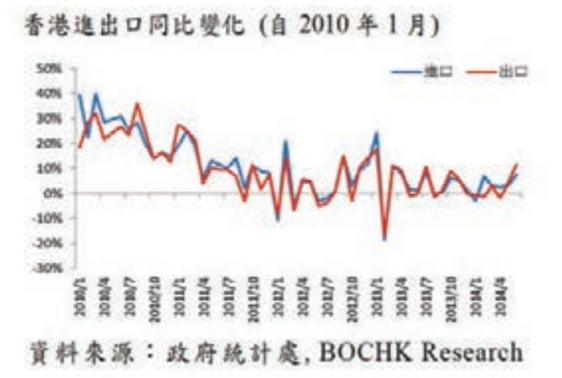
中銀香港經濟研究員
張文晶

香港的外貿表現回暖，6月份整體出口同比增長11.4%，不但較5月份增速加快6.5個百分點，也是自2013年2月以來最高。

主要出口市場增長續升

香港對主要出口市場的增長持續回升，6月份對內地出口同比增長13.9%，較5月份加快10.3個百分點。內地市場佔本港整體出口額逾半，對其出口較快回升是拉動6月份本港整體出口增長的重要原因。另外，本港對歐、美市場的出口繼續溫和改善，6月份對英國和美國的出口同比增長分別為13.3%和5.7%。進口增長亦從5月份的3.7%加快至6月份的7.6%。

隨着去年內地虛假貿易造成的較高基數負面影響在5月份開始漸漸減退，同時微刺激措施漸見成效，內地需求有所回暖。同時，歐、美市場的需求也回穩，故本港今年第二季的外貿情況較第一季好轉，近三個月整體出口移動平均變化從3月份的-5.4%大幅改善至6月份的3.4%增長。外貿回暖可有效抵消內需減弱的負面影響，本港第二季GDP增長可望略高於第一季的2.5%。



■圖為香港貨櫃碼頭。 資料圖片

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。