

中美經濟勢頭好 歐洲仍是低通脹

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

下半年伊始，美國與中國經濟有加速向好的勢頭，而歐洲卻仍陷於低通脹的泥潭。不過，主要央行仍採取寬鬆的貨幣政策，輔助經濟重回正軌。預期下半年，全球主要經濟體都可繼續錄得改善。

美復甦符聯儲局預期

回顧近期美國的經濟數據，完全符合聯儲局對於經濟現況的判斷。最令人欣喜的表現，當屬勞動力市場。截至7月19日的首次申領失業救濟人數創下2006年2月以來新低。工業產出等生產指標錄得溫和增長。惟新屋開工、新屋銷售與房價數據差過預期，驗證了聯儲局對於住房市場復甦疲弱的看法。

不過，值得一提的是，日前剛剛公佈的美國7月份消費者信心指數大幅攀升至90.9，創下近7年新高，顯示下半年經濟有望繼續走強。消費情況的改善或超出聯儲局預期，造成加息壓力。另外，耶倫日前提及若勞動力市場持續改善或更快更早加息的言論中，仍存疑慮的勞動參與率與時薪增長，亦將於本週末即將出爐的農非報告中公佈，相信會成為市場的關注所在。

基於目前經濟情況大致符合聯儲局的預期，貨幣政策應該不會有大的變化。而美國次季GDP數據將對金融市場提供重要指引。

中國經濟企穩訊號明確

匯豐中國7月製造業PMI初值由前值50.7升至52，並高於預期51，進一步確認了經濟持續好轉。內地政府於上半年連續推出的微刺激措施正逐步發揮效應。而人行近期暫停正回購，亦顯示實際上中性偏鬆的貨幣政策思路，將會在下半年延續。

而短期經濟最大的風險之一，房地產行業亦有好消息傳出。越來越多的地方



市場期望聯儲局透露退市部署，美股投資者態度審慎。 資料圖片

歐洲仍是低通脹

政府加入解除限購令的行列中，顯示政府意圖輔助行業軟着陸。雖然樓市數據暫時未有反映政策效果，惟地產股已經先一步炒上，顯示市場給予正面肯定。內地政府下半年應會延續微調的思路，在財政和貨幣政策上給予支持。而十月份即將實行的滬港通政策，會對內地和香港兩個資本市場形成又一重大利好。

歐央行量寬料下半年顯效

相對來講，歐元區的經濟表現就強人意。作為歐元區經濟火車頭的德國，7月份ZEW經濟景氣判斷指數創一年半新低，IFO企業經濟判斷指數亦錄得下跌並低於預期。地緣政治打擊了投資者的信心，中東政局不穩，以及西方國家對俄羅斯的制裁，都對歐元區造成困擾。

雖然上周公佈的德國與歐元區Markit製造業與服務業PMI都出現了增長，且高於預期。惟市場預期歐元區的通脹和經濟增長仍面臨下行風險。不過，歐洲央行於6月份引入負利率、TLTRO等一系列寬鬆措施，力度已相當大，預期這些貨幣政策的效果會在下半年逐漸顯現。

負利率誘因 歐股下半年看俏

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

美國今年首季國內生產總值收縮2.9%，是2009年首季以來表現最差。雖然第二季經濟數據普遍回升，但反彈動力欠理想。工資上調欠理想，令消費市場表現一般。美國三十年按揭息率於上半年大部分時間，維持於4.3至4.4厘，令樓市復甦步伐受到影響。展望下半年，預料聯儲局將維持目前的退市步伐不變，以支持經濟以較快速度增長。但要留意高油價，可能成為經濟增長進一步擴張的障礙。至於美股方面，預料市場的焦點將會集中於企業盈利及併購方面，料美股下半年表現將反覆向好。

歐內企業併購機會增加

歐元區經濟上半年表現仍然疲弱，消費物價指數按年升幅收窄至只有0.5%，令投資者憂慮歐元區步日本後塵，出現通縮的情況。當地失業率持續高企於11.7%，而部分地區的年輕人失業率更高達40%或以上，令當地消費市場表現持續不振。展望下半年，預料區內經濟復甦將會略為加快，但預料市場將測試歐洲央行對實施量寬的決心。歐洲目前股市的股息率約3.5厘，在實施負存款利率後，預料將有不少資金流向歐洲股市及債市，將支持歐洲股市。另外，值得注意的是，自2006年以來，歐洲企業的自由現金流增長五成，但同時現金使用率卻降至十五年以來最低。因此，下半年歐元區企業的併購機會增加，企業亦可能增加資本開支，故預料歐洲股市下半年將有不俗的表現。

退休基金增持料提振日股

下半年環球股市前瞻(一)

日本股市上半年意外走弱，主因市場對安倍經濟學成功第三箭欠缺信心，擔心日本在4月調高消費稅後，會窒礙經濟增長勢頭，加上當地央行未有如市場預期加大量寬，拖累日本股市自去年高位下滑。事實上，日本在4月提升消費稅後，零售銷售數據確有所放緩，惟5月零售銷售放緩已見改善趨勢。就業市場持續強化，而且當地多間大型企業平均發放的夏季獎金，按年增約6%，是銷售稅提升的兩倍，反映企業對經濟前景樂觀。此外，企業投資持續增加，第二季資本支出由上季季度成長4%加速至7.4%，加上同期通脹數據維持高位，將支持內需市場造好。隨著日本積極討論降低企業稅政策，相信有助企業繼續增加資本開支，加上日本退休投資基金有望增持日股比重，利好市場氣氛有助提振日本股市，尤其估值相對較低及受匯價影響較輕的中小型股份。

中國今年上半年經濟表現一般，主因內地反貪行動持續，令高檔消費市場受到打擊。另外，內地仍未撤銷限購令，令內地房地產市場亦受到影響。由於經濟持續放緩，令人行推出定向降準，而政府亦推出微刺激措施。展望下半年，預料內仍會支持中小企，以推動經濟活動。另外，預料內地亦會支持環保及通訊科技行業發展，對相關企業帶來支持。至於印度方面，由莫迪帶領的政黨於上半年的選舉中勝出，市場預料印度將有新一輪的大規模經濟及基建改革措施。但是，印度股市今年以來已經累積上升近兩成，預測市盈率已升至接近17倍，較其他新興市場為高。此外通脹亦未見回落，央行仍維持高息政策，可能限制當地股市下半年升勢。

美未充分就業 低息環境持續

太平金控·太平証券(香港)研究部主管

陳義明

美聯儲在周三結束了為期兩天的7月決策例會，在隨後公佈的貨幣政策決策聲明中，美聯儲決策機構，聯邦公開市場委員會宣佈，以9票贊成，1票反對的表決結果決定維持目標利率在接近零點的0%到0.25%不變，同時連續第五次縮減資產購買規模，將每月的債券購買數量再減少100億美元，至250億美元，符合市場一致預期。

根據本次決議，美聯儲將從8月1日開始，每個月購買100億美元抵押貸款擔保證券和150億美元更長期國債。按照這樣的削減速度，聯儲當前的資產採購項目將在10月完全結束。隨着量寬接近尾聲，關注焦點轉向了債券購買結束後的貨幣政策動向。周三早些時候政府發佈的穩健的國內生產總值報告也使得投資者對於提前加息的擔憂再度升溫。

加息進程態度暫未變

資料顯示，在第一季度意外萎縮2.1%之後，美國經濟在第二季度中有健康的4%增長率，除美國貿易之外的幾乎所有主要經濟領域均在第二季度中顯示出了改善跡象。7月份會議沒有新聞發佈會和經濟預測公佈，會後聲明未涉及加息進程安排。雖然會後聲明對通脹表述有細微變化，但同時既有鴿派的一面，也有鷹派的一面，我們不能從中推斷出美聯儲對加息進程的態度轉變。

通脹上升已引起關注

與前次會議相比，7月份的會議聲明有兩處不同：一是美聯儲承認失業率下降，就業市場改善的同時，強調就業市場一系列指標顯示勞工資源未充分利用，相對前次聲明則表示儘管就業市場進一步改善，失業率下降但仍高企，這顯示鴿派的一面；二是本次會議指出，通脹已經向「接近於」長期目標的水平發展，通脹持續處於2%下方的可能性有些下降。相對前次聲明稱通脹水平一直處於美聯儲長期目標之下，說明通脹上升已經引起美聯儲的關注，這顯示了鷹派的一面。

不過，作為另一個鴿派的信號，美聯儲在7月的決策聲明中沒有涉及美聯儲主席耶倫7月15日晚在國會參議院聽證會上講話提及的資訊。耶倫當時表示，如果勞動力市場狀況以超過聯儲預期的程度快速改善，加息時機可能更早到來，利率的提升速度也會更快；並且提及了高收益債、小盤股、生物科技及社交媒體股票估值偏高。其言論在一定程度上反映了美聯儲整體鴿派的態度略有轉向。

我們一直強調，儘管美國勞動力市場持續復甦，但美國當前就業水平離達至充分就業狀態相距仍遠。美國二季度的強反彈是寒冬後的庫存與固定資產投資拉動形成的，維持量寬淡出節奏，是針對勞動力市場改善乃至經濟復甦等一系列數據變化所進行的貨幣政策調整，目前仍然處於「量變」的調整階段。我們認為，在美國經濟回復均衡前，例如勞動力市場接近充分就業狀態，美聯儲將維持低利率水平。

「大刁」流標 宜分割減風險

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

市建局觀塘市中心重建項目宣佈流標，涉及住宅樓面約150萬方呎，即可建約1,700單位暫緩落實。這是繼港鐵天榮站以及大埔白石角兩項目之後，今年第三項大型招標不成功，三個項目總共可提供約4,000個住宅單位，假如再推時仍然全數流標，即是這個數量的住宅供應無法實現。近期本港中小型住宅樓價迭創新高，市場普遍認為這是與盤源短缺有關，如果新增供應無法如期兌現，潛在的剛性需求按捺不住，匆匆入市便只會進一步推高樓價。

觀塘重建項目「入場費」過高

觀塘市中心重建項目，除了150萬方呎住宅外，還有35.7萬方呎非住宅，及其他公用設施如公共交通匯處、小販市集、垃圾收集站及6.9萬方呎的公眾休憩平台。毗鄰觀塘舊工業區已在逐步轉型為商貿區，成為「起動九龍東」策略性發展的一部分，兼且觀塘周邊公私住宅屋苑林立，觀塘鐵路連接港九各區，加上鄰近東隧入口及東九龍走廊等基建設施，市中心重建理應是兵家必爭的超強項目。

據報道，有指是次獲邀的發展商出價遠低於市建局要求，而項目商業部分須交還市建局亦是流標原因之一。而發展商普遍認為項目涉及複雜性及風險大，社會設施中特別是小販市集部分，假如小販不滿設計，則影響住宅發展。從市建局的角度看，重建市中心地理位置優越，無理由不保留商業部分作生金蛋的鵝，而在讓發展商取得住宅的發展權的同時，要求附帶建造一些社會設施亦與港府的一貫做法相符，而在工程上及完工期等亦可互相配合。

或許最大的分歧出於對80億入場費的看法，無疑市中心重建是好項目，但這必須同時審慎考慮預期項目的潛在風險。項目規模愈龐大，所要考慮的風險因素愈多，尤其香港社會趨向政治化，一些表面看來不太重要的事情，一經政治化，便有機會形成延誤，比如上述小販市場，它的具體設計便有機會是一場拖拉談判，最後影響整個項目的完成期，項目延誤的直接影響是利息成本增加，甚至錯失賣樓的時機。

發展商憂實際支出超預期

市建局打算修訂部分招標條件及於九月份再招標。筆者心中有些疑問，何以今次項目的設定是第二及三發展區捆綁在一起？在規劃上，既然是兩個發展區，可否按「區」招標？或分成更多較細部分招標？切割成較細部分招標的好處是把風險降低，亦可避免偏幫超級大財團的疑慮。湊巧今年流標的項目，都是投資金額較龐大的，觀塘市中心項目的投資額估計更達180億元，按照目前很多政府項目都出現超支的情況，其實際支出在結算時可能比這個金額更高。

筆者希望見到觀塘市中心重建項目可以順利上馬並早日完成！希望有關當局在修訂招標條件包括入場費及分紅辦法時，亦考慮在規劃及基建條件許可之下，把項目分割成較小規模，再分開招標，過程中，對於有可能爭議的社會設施予以勾出由市建局自行興建，事前設計亦可交由區議會作詳細討論及拍板。



位於觀塘道/康寧道的鵝蛋形政府/商業綜合大樓，將成為觀塘市中心的新地標。 圖片由市建局提供

內房短線反彈 長期續弱

比富證券(香港)業務部副總經理

市場策略研究部副總經理

林振輝

7月31日7月以來，積弱多時的內房板塊出現反彈，7月初至今累積升幅已達近一成。內房出現反彈，主要是因為今年內房行業整體估值處於近幾年低位，以及近期許多城市放鬆限購政策和房貸，提振了市場信心。不過筆者認為，放鬆限購作用有限，寬鬆房貸非銀行本意，銀行執行積極性不高，內房反彈難以持續。長遠來看，內房庫存過高、去化速度慢以及資金鏈緊張的狀況並沒有改變，長期表現仍然乏力。

目前內地已經有包括廣州、廈門和成都等超過30個城市取消或放鬆限購政策。事實上，限購的作用早已弱化，限購與今年以來的房屋需求疲弱沒有太大關係。放鬆限購更多是形式上的放鬆，難以激發購房需求。即使有刺激作用，持續時間也會非常短，不會超過三個月。

內房資金面持續偏緊按揭貸款的放鬆對內房銷售影響較大，也是近期內房反彈的原因之一。由歷史數據可以發現，按揭貸款的發放與內房銷售基本保持正相關。按揭貸款增速加快，商品房銷售面積也會錄得較高增長。儘管內地央行多次要

求商業銀行放鬆房貸，但由於目前銀行資金來源趨向短期化，而按揭貸款周期較長，一般是10年到30年不等，再加上短期貸款利率高於按揭利率，銀行普遍對按揭貸款業務積極性不高。再者，內房已經被視為高風險行業，從風控角度銀行也會對房貸有所保留。

負債率升 資金鏈續緊張

內房庫存高企，去化速度慢，在樓市量價齊跌的背景下，內房負債率飆升，資金鏈持續緊張。2013年底至今年初，房地產信託等融資手段都維持承受着較高的資金成本。不過今年二季之後，市場資金開始寬鬆，信託等融資利率也出現緩慢下降，內房資金壓力得到一定舒緩。然而，在境外融資的公司情況就截然不同。2014年之前，內房在境外的融資成本一向較低，但在二季度人民幣意外貶值之後，境外融資成本開始上升，對部分內房造成壓力。總體而言，信託等結構性產品市場吸引力下降，吸納的資金難以滿足內房需求，內房資金鏈仍然緊張。

下半年樓市或現降價潮

筆者預計，下半年內地樓價將會持續下跌，甚至會出現較大規模的降價潮。據中國國家統計局數據顯示，6月70城住宅均價環比下跌0.48%，其中一、二、三線城市樓價的下跌幅度分別為0.4%、0.5%和0.5%，跌幅不大。秋季是歷來內地樓盤的銷售旺季，金九銀十是地產商能否完成全年銷售目標和去庫存的關鍵月份。筆者相信，未來幾個月內地樓價下行幅度將會逐漸加大，金九銀十前後將會迎來一波降價潮。因此，筆者認為，近期內房股的反彈力度有限，內房前景仍然偏淡，投資者宜逢高獲利。



圖為浙江省紹興市一處建設中的商品房住宅區。 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。