

後QE時代 美主導局勢

時富金融策略師
黎智凱

美國經濟數據多反映國力正進入復甦，使得美國與其他國家踏上不同的道路，加上近日多個主要經濟體自顧不暇，美國將會作為主導量化後復甦時期的投資方向。當中，美國FOMC會議將在本周三舉行，作為主導投資方向的前瞻，美聯儲主席耶倫早前指出將會審視美國可能加息的空間，近日的經濟數據亦算理想，故市場揣測加息的時間表或會比早前的預測更快、程度更深(之前預期2015年中開始加息)。就算任何時候美國的勞工市場有轉弱的跡象，美聯儲亦可反向操作。

新興國家更需實施QE

美國經歷過海量般的量化寬鬆(QE)後，美元一直持續弱勢，資金多流到外地，使外國多有熱錢流動。本周三FOMC的會議結果，將反映來年歐、亞及新興國家的經濟走向。近年來多個國家積弱，加上中國高增長的直通車放慢，美國後QE的資金將需要找尋其他出路，而市場預測的美國加息周期將為資金回流到美國提供了有力的理由，勢帶動美元上升，唯黃金、石油價格走軟，資金將多流至外匯市場操作。故此，現時歐、亞及新興國家將更需要實施量化政策，亦符合現時諸國的舉動，

如日本的QE及中國的下調基準利率。因為發展方向的不同，國與國之間的發展將進入過渡期。國家多聚焦在經濟政策上，而軍事局勢逐步緊張，例如面對極端主義的漫延及其他地緣衝突，國家之間的政治、軍事立場顯得更含糊。這個拖拉的情況將對多個經濟體的國家安全構成持續的威脅，將令極端主義勢力得以久存。

再者，諸國們還要面對自身的半死不活的情況，當中包括中國的軟著陸、歐洲的債務問題等，雖然發展前景看似受控制，但相信當權者也好、市場也好，詮釋的實際情況亦未有改善了什麼，相比起年前的「急性」問題只是平安過渡而已。

美元為首投資工具料受捧

現時的「先治本，後治標」，還不知要把問題再拖個幾年，而美國加息，無疑是會對他們賴以維生的資金流動性收窄。此舉對這些經濟體來說，也只能硬著頭皮支撐。當年美國在大刀闊斧地推出QE，無視國際社會擔心熱錢毒害新興市場；今日市場亦不應該覺得美國會在加息問題上考慮國際社會現時的經濟難處。相反，美國在有能力的情況下加息對投資者會是來年的主要投資方向，以美元為首的投資工具相信會受追捧。2015年將會是風雨飄搖的一年，美國將在多方面主導局勢。

「國十條」長線利好保險業

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

內地經濟放緩已成事實，經濟數據表現疲乏，增加中央憂慮經濟硬著陸的風險。早前人行決定下調一年期貸款基準利率及一年期存款基準利率，藉此帶動社會融資成本下降，拉動經濟重拾動力。消息率先提振股市，令剛受惠於滬港通的中國股市升勢更加熾熱，受資金追捧下，令中國股市成交及指數屢創新高。其中內險股備受注目，因減息對其的影響利多於弊。

減息提升儲蓄壽險吸引力

首先，現時中國保險產品由儲蓄人壽所主導，競爭對手大多為銀行定期存款，因此存款基準利率下調有助提升這類儲蓄壽險的吸引力，帶動保險業銷售增長。此外，保險公司主要投資於債券賺取穩定收入以應付索償，減息能帶動債券價格上升，從而增加保險公司的帳面淨值。而且，減息有利內地股市持續向好，對於內險的股票投資收益亦有所提升。然而，減息卻會降低債券投資的收益，長遠影響債券利息收入，但預期保費收入增長有望抵銷利息收入的下跌。

國策受惠股續成焦點

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

內地11月份宏觀數據喜憂參半，整體略低於預期，價格資料顯示經濟通縮風險進一步加大。宏觀延續弱勢，但尚不構成市場壓力。11月經濟資料顯示，工業生產活動低位，進出口貿易回落以及投資資料繼續下行，反映供需兩面繼續收縮；新增貸款和社融的顯著環比放量與貨幣總量擴張的顯著放緩，顯示了當前宏觀經濟需求下行的趨勢。大宗工業品價格的持續下行與CPI的低於預期，或帶來階段性通縮的預期。綜合看，宏觀增長動能依舊不足，但邊際上看工業活動、投資增長與信用的環比變化，尚未對市場構成明顯壓力。去庫存則將是拖累經濟以及通縮加劇的主導因素。

經濟下滑勢頭繼續延續，通縮壓力漸增，貨幣政策依然具備較大的放鬆空間。上周公開市場50億元正回購到期，無正回購，無央票到期，央行未進行逆回購操作，央行淨投放50億元，短期流動性寬鬆。近期資金面有所波動，主要受債市去槓桿、股市IPO與融資業務核查、以及外匯市場人民幣貶值壓力的影響，但流動性壓力有限。

「穩中求進」助減市場風險

中央經濟工作會議連續第四年將經濟工作定調為「穩中求進」，並點明明年投資方向。穩增長是下一階段政府首要任務，經濟無憂且發生系統性風險概率較小，

通縮風險 人行料將降準

此外，11月內地通脹率進一步放緩至只有1.4%，創5年新低，反映受內需疲弱及原油等大宗商品價格下跌的影響下，通縮風險正在增加。這預示了中國進行寬鬆的貨幣政策周期即將啟動，加上央行已開始了第一輪減息，通脹持續走低意味著再次減息的機會大增。另外，現時銀行的存款準備金率處於20%的歷史高位水平，給予人行下調的空間，市場普遍預期央行來年會開始降準。

因此，未來的寬鬆貨幣政策繼續有利內險的盈利增長，短期內為內險股帶來支持。長遠來說，亦受惠於中央政策扶持，加速未來行業發展。內地近期推保險「國十條」，計劃到2020年，於上海建構現代保險服務體系，使上海發展成為國際保險中心，並確立屆時上海地區的保險深度(保費收入/國內生產總值)達到6%及保險密度(保費收入/總人口)達到每人7,300元人民幣。

根據2010年數據顯示，發達國家的保險深度及保險密度已分別達12%及2,000美元至3,000美元，反映內地保險業仍有很大的增長空間，因此行業長遠甚具投資價值。

以鐵公基和稅收優惠為主的財政政策更有作為，以新興產業與服務業為新常態調整方向。

與此同時，改革在發力。優化經濟發展空間格局成為新的任務，實施「一帶一路」、「長江經濟帶」和「京津冀」等戰略外，自貿區開始擴圍。上周五國務院常務會議確定了廣東、天津和福建成為新的自貿區試點城市及省份。整體來看，之前市場高度關注的區域經濟發展、自貿區建設等政策預期正在並將逐步被兌現，無論是區域發展，還是自貿區建設，都是國家戰略重點，都是改革與發展的長期關注點。

本輪股市反彈由政策主導和資金推動。融資餘額顯著擴張與投資槓桿的提升，融資融券餘額接近萬億，證監會將開展對證券公司相關業務的現場檢查，將加強對兩融業務的檢查和監管，即使是例行公事性質的檢查也會引發對監管層降槓桿的擔憂。在交易層面尤其對於融資交易佔比較高的融資融券標產生一定的影響，短期內市場風險偏好有所下降，前期藍籌股持續火爆的行情短期內難以延續。

「一帶一路」政策具亮點

但這不會改變市場的趨勢。央行採取進一步寬鬆舉措，如11月份新增貸款超出預期以引導融資成本的下降，從壓低無風險利率和風險溢價的角度看，都將有助於推動市場進一步重估。市場將會重新回到具有政策支持及企業成長的方面來，對於國企改革、土地改革以及「一帶一路」政策的預期依然較強。

明年內地股市更注重選股

施羅德大中華區股票主管
盧偉良

由於中國政府積極調整經濟增長結構以及進行反腐行動，2014年中國國內生產總值如預期般出現減慢的情況。進入2015年，鑒於當局持續實施改革以及預料房地產市場放緩，我們預期中國經濟將進一步減慢。

鑒於中國希望擺脫過量信貸對整體經濟造成的副作用，但與此同時盡量避免發生金融危機或者在此過程中造成經濟及整體社會形勢不穩，目前充裕的流動性環境將帶來較大的減息空間(正如近期的情況所示)，而當局亦可能對部分領域提供定向的政策支持。

中國政府致力解決各項社會及經濟難題的決心非常明確，甚至中國共產黨及其統治階層的精英們亦不遺餘力地持續開展反腐行動，並已產生極其深遠的影響。為實現這些目標，近期開幕的十八屆四中全會提出以整頓司法體系及法治建設為重點，以進一步提高中國共產黨執政地位的合法性，從而進一步解放中國經濟，調整經濟結構及重新實現

經濟平衡。

改革進程喜憂參半

目前為止，改革的進程喜憂參半，一方面與市場各種負面預測相符，另一方面亦取得成功。中石油的改革方案提出為其營銷業務引入30%的外部資本，市場最初對該方案感到樂觀，但由於最終由25名中國投資者組成的買家僅購買該公司極小部分的股份，市場的樂觀情緒逐漸消退。然而，電訊行業透過成立一家合資公司對網絡基礎設施進行整合的方案，能夠提高資本開支規劃及資源配置的效率。放寬電訊資費監管及實施稅項改革，亦有動電訊行業建立更穩健的市場地位。在中國，改革措施及政策將繼續佔據重要地位，雖然我們仍對國企改革的整體效果存疑，但我們認為在個別股票層面仍能找到一些投資良機，投資方法是評估各項政策及進

展對具體企業的影響，而不是根據主題進行投資，亦會顧及公司的具體情況及基本因素而對某個行業進行投資。

逆向投資值得考慮

隨着中國的互聯網巨頭逐漸佔據主導地位，「新經濟」公司(從遊戲及電子商務企業到互聯網及傳媒公司)繼續增長強勁，部分企業更對全球發展表現出強烈的野心。服務業的創新成果及新科技對日常生活產生根本性影響，從新興市場中產階級消費者的購物習慣，到全球性跨國企業的營運都包括在內。因此，過去兩年我們對中國的長期消費主題持樂觀看法，部分投資重點包括新經濟公司、消費及服務相關行業，如互聯網、醫藥及替代能源。

滬港通計劃在近期實施後，中國股市的可投資範圍進一步擴大，更多內地上市股票成為新的投資對象。然而，與香港或納斯達

才說漲升有理 何以冷卻A股熱情？

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

才說A股漲升有理，轉眼間，內地官方言論又似有冷卻熱情之意，這種看起來不太一致的事態變化，該當如何理解？

說難不難，說易亦甚易，只要大家不要以為事情可以瞬間完成，更何況經濟改革？若念及此，當不會以為大家剛才熱炒的，無論是A股重新振作、資本市場開放、金融制度改革、退休保障改善等，可以一兩天，一兩周，甚至一兩年，便完成嗎？不可能的。

誠然，投資當然有順逆，資金的去留，以至投資者的口味，都隨時有變化，但這亦是被炒作的對象本身，可能無甚關係，或起碼不是直線的關係。真正重要的是事態的變化，有沒有按着原本想像的大方向去走，有沒有因為新的困難或挑戰而被迫偏離。

大方向不變 起伏屬正常

只要大方向不變，投資者不應以市場上短線的起伏變化，去反過來判斷事態本身。畢竟市場上，投資者的情緒波動可以快如閃電，過程中，投資者本身有的是羊群心理，有的是直覺本能，未必全是冷靜理性分析，很多時候，你問投資者是為什麼，他們也答不出一個所以然來。

無論如何，大家不妨考慮一下，為何內地官方此時此刻，又要推出一定的冷卻動作，為股市降溫？

顯然，純粹從股民炒作的角度，那是很令人困擾的政策風險，何時突然發言，事先很難掌握，而發言後不見得只是言論，也可能有動作配合。在融資融券的尺度上，例如對不同券商作出的口頭勸諭，甚至金融體系內對於某些資產的可抵押與否，都影響未來一段日子的炒作。

A股狂升暴跌不利改革

然而，大家應跳出個人層面利益攸關的考慮，改為以整體發展的角度去看，便會明白，若A股狂升暴跌，對於上述需時不短的改革而言，並無好處。皆因要以A股投資作為保險公司參與退休保障計劃的一部分，A股的波幅如果無定向風似的，那對於一般人來說，可能便會停留在以往A股的印象。若走不出這段歷史，那怎麼可以讓投資者重拾對A股的信心？

事實上，投資跟任何事情一樣，需要時間，也需要經驗，若經過一段日子，可以產生賺錢的經驗，那自然可以為後來者帶來樂觀的理據。不必太多，只要足夠讓他們試試看，便可以產生一傳十，十傳百的效果，很快便可以在人與人之間互相影響下，對於整個A股持續走穩，帶來正回饋。

以此觀之，不執着於短線的持續漲升，反而可以帶來長遠的持續漲升；相反，若要勉強在短線不斷漲升，長遠可能無以為繼。這一點，其實在中國經濟改革中，一直是重要的考慮，怎樣在開放的過程中，別讓不必要的，也別讓難以控制的因素左右，影響了改革的步伐，這是股民在炒作時也應思考的。



分析認為，雖然內地官方言論似有冷卻熱情之意，但只要大方向不變，投資者不應太着意於市場上短線的起伏變化。資料圖片

安倍勝選 加薪考驗更嚴峻

路透社點透視專欄作家
Andy Mukherjee

熱點透視

日本首相安倍晉三在選舉中獲得壓倒性優勢，從而在提升工資和結束通縮方面獲得新的民意背書。但安倍及其執政聯盟無法僅僅通過印製更多日圓來實現承諾。要想實現以生產力推動的薪資增長，就要實施改革，而改革卻不是很快就能落實的。

在12月14日舉行的大選中，日本自民黨及盟黨公明黨贏得了326個眾議院席位(眾議院共有議席475個)，超過了317個席位的「絕對多數」，也就是執政聯盟維持對參議院立法否決權所需的席位數。但投票參與率較低，意味著「安倍經濟學」標籤下的改革要想獲得長久支持並非確定無疑。

這樣，提高實質薪資就成了重中之重。有兩個途徑可阻止日本實質薪資持續了16個月的下滑趨勢：讓價格開始走底，或使日本投資實現增長。價格下跌將是安倍反通縮行動的巨大挫敗，所以安倍需把重點放在後一種

途徑——實現投資增長上。他必須通過下調農業關稅、放鬆移民政策，促使企業提高股東回報來加快改革步伐。只有這樣，日本企業才會借債力圖疲軟加大投資。

擺脫經濟衰退成首要目標

安倍首先要實現一個更為迫切的目標：使經濟擺脫衰退。這可能需要一些短期措施，比如頒發消費券，安撫那些自4月上調消費稅以來感覺境況惡化的家庭。擬議中的第二次上調消費稅計劃亦被推遲了18個月。這種慷慨救濟措施將給2015年預算帶來壓力。日本公共債務已相當於國內生產總值(GDP)的245%，安倍將很難說服日本央行相信他可在中期內降低政府債務和赤字。

總之，安倍即將面臨提升薪資水平的考驗，而這將比此次提前選舉的考驗更加嚴峻。今年1月份，安倍曾樂觀地談到日本薪資水平將實現大幅提升。他現在還有機會信守承諾。如果他不兌現承諾，那麼下一次投票——將於2016年舉行的參議院選舉，可能會給安倍和他的安倍經濟學帶來一個完全不同的判決。

克上市的中國股票相比，內地上市股票的估值通常偏高，但我們將繼續採取嚴格的投資方法，並利用市場下跌的機會調整持倉。可能與市場的普遍觀點不同，我們認為零售及消費企業亦具投資價值。由於受到電子商務企業的強烈競爭，部分傳統實體零售不再被市場看好，股價低於資產淨值，估值處於最低位。在該行業中，我們發現部分企業有良好的應變能力，並擁有強勁的資產負債表及將完成成本優化過程。鑒於大部分不利消息已被市場消化，傳統零售商在與電子商務企業競爭中喪失的市場佔有率逐漸靠穩，而且銷售增長開始回升，明年可帶來意外的增長潛力。

剩餘信貸構成風險

受影子銀行體系的風險及經濟增長放緩的影響，企業收入及利潤仍面臨壓力。除一線城市外，房地產持續疲弱，較低級別的城市仍面臨由近幾年過度投資及建設造成的供應過剩問題的影響，部分房地產開發商的負債比率仍然高企。但鑒於該行業對中國整體經濟形勢極為重要，中國政府將繼續提供支持，目前已經放寬購房貸款政策及大型房地產開發商的融資限制。

2015年，不良貸款及企業破產事件仍可能

增加，但我們認為這不會造成廣泛的系統性風險。此外，這些風險意味着當局將繼續維持相對利好的流動性環境，並可能採取一些政策及措施，以保障企業能逐漸降低負債比率，擺脫由上一個信貸膨脹周期所帶來的負面影響。

展望2015年，中國將繼續轉向消費主導型經濟體系，所以保險及消費、互聯網及服務等行業仍有投資機遇，而核能相關企業亦值得關注。受惠於相關政策，醫療保健、環境保護及清潔能源相關行業亦被看好。

此外，近期公布的中國版「馬歇爾計劃」表明中國在亞洲地區及全球政治的長期發展方面雄心勃勃，中國將動用部分外匯儲備為新興市場國家的基建項目提供融資。部分國企將受惠於此等計劃，從而獲得更多海外發展機會。我們將繼續持有鐵路設備製造商的股票，並從其他基建相關企業中發掘投資機會。

雖然整體宏觀形勢及政策主導的環境將帶來具吸引力的投資主題及機會，我們仍會採取嚴格的方法，選擇有強勁基本因素的優質企業進行投資。隨着中國繼續落實改革，我們需逐漸改變原先以整體環境及投資主題為主導的投資方法，轉而更注重選股，才能獲得豐厚的長期回報。