

經濟數據創新低 內地恐陷通縮

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席 曾慶璘

中國1月物價指數(CPI)回落至0.8%，較12月份的1.5%明顯下降，並創逾5年新低。同時工業品出廠價格指數(PPI)1月份按年下降4.3%，為2009年末以來最大跌幅。中國CPI及PPI齊跌，加上早前公佈的官方製造業採購經理人指數(PMI)意外降至49.8，反映中國經濟下行壓力大增。

1月CPI下降主要受高基數影響，去年春節假期在1月，物價因春節消費而被推高，而且今年天氣較和暖，新鮮蔬果供應穩定，令價格有所回落，加上國際油價持續下跌亦拖低非食品價格。但通脹增長遜預期，以及PPI加劇下滑，意味着房地產放緩及國內需求不足的情況，進一步凸顯產能過剩的問題。

擴大內需拉動經濟存變數

環球通縮風險日增，中國也不能獨善其身。雖然現在中國通脹仍為正數，但總體經濟數據轉弱可能為中國帶來通縮危機。中國經濟改革進程中，以圖減少出口及投資，轉移以擴大內需為拉動經濟增長的主要動力，但通縮恐怕令內需進一步收縮，因持續的物價下跌令消費者產生通縮的預期，導致延遲消費而拖累經濟增長，同時令改革變得更加困難。

此外，通縮會加重借款人的債務負擔，因物價下跌但相對債務成本不變令實際債務負擔增加，令消費者減少消費來償債，加速內需收縮。通縮亦影響企業庫存和產品價格，導致企業資產下降，增加債務比率，而且企業亦因負債增加而減少投資，最終拖垮整體經濟。

通縮更對債台高築的國家，如歐洲及日本影響尤甚，以至他們都不惜一切代價推出大規模量寬，來挽救經濟跌入通縮漩渦。

地方債及房產問題困擾經濟

至於中國，自金融危機爆發以來債務不斷倍增，根據諮詢機構麥肯錫最新的報告指出，直至2014年中中國債務達到28萬億美元，是GDP的282%，相比發達國家如美國、澳洲等還要多。債務來自政府、銀行、公司和家庭，當中很多均與房地產市場相關。中國的地方債及房地產問題一直困擾經濟，如今通脹持續下滑，可能增加中國的債務違約危機，為經濟前景添憂。

為免經濟陷入通縮的惡性循環，預料中央今年會繼續維持寬鬆政策，減息及降準應陸續有來，有望帶動通脹及經濟回穩，幫助政府及企業去積存化。

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



圖為將軍澳將軍澳中心。資料圖片

新界細價樓今年還會跑贏？

去年本地樓市一反傳統，樓價升勢不再由豪宅帶動，大部分升幅來自中小型住宅單位，其中追捧新界細價樓的買家愈來愈多，令去年新界樓價升幅高達16%，跑贏港島(13.3%)及九龍區(9.8%)物業。整個新界版圖中，新界西更超越新界東區，真正是升市冠軍地區，尤其是元朗/天水圍一帶，區內大型屋苑首次突破1997年水平。

如果試圖具體分析新界西急升的原因，大體上可以歸納下列幾點。因為樓市「辣招」影響，細價樓宇相對上稅費利率最低，而且銀行按揭利息和成數是較為優勝，市民購買「細價」樓是可以明白。市區樓入場費動輒六百萬元以上，上車客唯有退而求其次，轉投門檻較低的新界區中小單位，尤其是新界西區的平均呎價水平長期低水，水自然向低處流去了。因為歷史上新界區發展是沿着九廣鐵路自然拓展，以往新界東區的「城市化」程度較高，新界西部則仍然保留着低密度郊區化氣氛，是整個香港中「城市中綠洲」，上車人士自然被吸引進駐，既可以享受較平樓價，更可親身經歷鄰近宜人舒適環境。

基建「重西輕東」前景獲看好

未來特區基建是「重西輕東」，眾多工程都是於新界西興起，如港珠澳大橋、機場第三條跑道擴展、繞道新界公路網將大大改善新界西區地區性交通通達程度，令市民看好未來前景。再者新界區尤其新界西部是未來特區主要房屋供應地，一二手市場互動會產生良性效果，拉動新界西樓市活躍起來。

樓價上升的等號就是交投暢旺。回顧新界區2014年樓市表現，新界區錄近萬宗一手住宅註冊，較去年急升逾七成，而註冊金額按年升1.3倍突破750億元。相對而言，區內二手住宅註冊數量和金額分別是23,500宗及925億元，只上升19%及27%，二手升幅遠遜於一手。但是大家要注意，一手樓平均註冊成交價是7.5百萬元，遠比二手的3.9百萬元高，這是表示一手樓價值未來會拉高二手樓均值，進一步將新界區樓價與其他地區看齊。

今年重磅住宅供應帶惹關注

新界區是本港主要新盤倉庫，計算已批及待批預售項目以及發展商有意開盤的，今年會涉及單位數逾一萬六千伙，是全港的60%左右，尤其是將軍澳及元朗是主要供應地帶，其他地區分散於荃灣、屯門、沙田、馬鞍山等等新城市中，大體上新界西地區仍是今年重磅住宅供應帶。今年首季已發售幾個大型新盤上市，都是位於將軍澳及元朗。根據樓盤資料了解，首季樓盤是以上車盤主導，樓價維持在五百萬之內，預料成交量仍然不減。在區內一手樓市情拉動下，不難預計同區的二手樓市保持暢旺，可以增至2.5-2.6萬宗水平，價值400萬以下成交佔區內整體比例繼續下跌。

展望今年樓市。其實存在利好及利淡因素，下半年後利淡因素轉趨強化。本屆特區承接上任政府留下的五年低量私人住宅供應量，特首立刻決定加大年供應量至約1.9-2.0萬宗，也是興建樓時和約五萬個需求仍積存市場上，全球利息低企推高樓價。從特區人口結構數據，本港家庭成員不斷走低，由十年前每戶逾三個人減至現時不足三人，加上人口老化，年產不少至4萬對新婚夫妻和年青人崇尚自組家庭多種因素驅使下，中小型住宅剛需強大，令樓價及租金節節上升。

因為政府「辣招」政策導向，用家購入「細價」樓稅費負擔較便宜，銀行按揭成數和利息較優惠，用家自然較容易上車。「辣招」推行至今年，業主出售樓宇時傾向將應負擔的稅項從成交價中收回，如果未能達到有淨利潤的情況，則寧願不賣轉為出租，這造成市場盤源減少，成交價每每寫下新高，變相將稅費支出全部或大部分轉嫁於消費者身上。面對政府未能立控「再加辣」的困局下，市民預料政府未有具體政策再下控樓價，便形成「寧買早、寧買貴、不買遲、不賣平」的羊群心態。步入2015年首月，中小型樓宇尤其市區大型住宅單位接力上升，走勢大可以延續到新春假期以後，而且由新界區擴延至港島及九龍地區。

宜留意下半年市場利淡因素

不過，市民應留意下半年利淡因素轉為濃烈。長遠來說，房屋供應量增加，《施政報告書》提及未來五年私樓平均落成量是1.46萬伙，對租金/樓價有平抑作用。因為樓價太高，上車客可負擔能力越來越弱，細價樓升浪會受影響。受到外圍經濟尤其祖國放緩影響，本港經濟表現今年會略遜去年，工資升幅自然受累，間接地控制樓價上升勢頭。在這些大方向因素以下，2015年更會看見息口上升情形，其啟動時間表及數量將決定下半年樓價上升幅度。

綜合來說，中小型樓宇仍會跑贏大市，一手樓傾斜於新界令該區一/二手住宅樓市保持活躍。但是隨着去年新界中小型樓價升了16%後，今年升幅會放緩，預料仍會是10%左右，下半年端視利息走勢才可看清，但是平穩樓價可以預期的。在總樓價仍然向上局面下，上車客仍然只可鍾情新界區，短期內購買力仍然大量注入。

央行量寬 金融工具須重新認知

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

踏入2015年，全球市場再起風雲，本來看似一切簡單不過的，如今又存在暗湧。例如，去年高唱入雲，在9月起一直熱炒的美元強勢，背後理念，一言以蔽之，就是美國聯儲局完成量寬退市後，只有加息一途，或遲或早，只是時間的問題。

然而，甫走進1月初，歐洲央行的量寬計劃，打亂了不少地方的部署，先不說別的，就以瑞士央行為例，行之有效好幾年的，在歐債危機水深火熱之際推出的，瑞士法郎兌歐元的匯率上限，突如其來地取消了。脫鈎的行動，說明了瑞士央行的擔憂，明知歐洲量寬規模可能不是小數目，乾脆快一點取消這人為的限制，好過勉強自己承擔真正公布後的結果。

歐央行量寬迅速被消化

在1月期間，隨着歐洲量寬推行，1月份美債孳息率不斷下跌，直到1月中，才開始有所改變，也就是歐洲央行決定差不多塵埃落定之際。假如大家單憑當時的情況，而覺得債市或類似的投資繼續好景，則恐怕在1月中至2月中，又會覺得全然不是這回事，因為這短短一個月之內，美債孳息率急速上升，換言之，歐洲央行量寬帶來的影響，迅速已被消化。

值得留意，對於很多普通老百姓而言，債券應是最保守穩定的投資工具，但其實，在過程幾年的經驗所

見，投資者感受到的是完全另一回事。君不見2013年中，在5月份至6月份期間，隨着當時的聯儲局主席伯南克預告退市將會來臨，美債帶動全球市場資產拋售潮，當時不少防守性的資產，也跟隨大跌，就以香港投資者熟悉的領匯(0823)為例，即跌去四分一的市價，不可謂不驚人。若以收息為投資目的，恐怕面對此賺蝕蝕價的局面，肯定會手足無措。

事實上，正因為這類資產的定性，給予一般人較安全穩定的感覺，自然令人傾向把財富的相當比例，投放在此。換言之，若面對上述的突如其來債市大跌，很多人肯定全無心理準備，可以在一眾保守的投資工具上，虧掉那麼多錢。

人為救市 後遺症須面對

有趣的是，近年由於金融海嘯後，央行為救經濟，推出史無前例的措施，以非常時期的非常手段去處理，後遺症便是要面對。應付的不升，應付的不跌，例如，金融海嘯後，為了讓大眾有信心再消費和投資，便人為把貨幣供應增加，變相讓資產價格變得吸引。但市場明白央行的用意，便不會理會資產泡沫，央行也變得投鼠忌器，結果是，明明要從市場撤出，卻遲遲行不出第一步。若真的要推行，給了市場的震撼，便是上述的2013年5月至6月的經驗。

面對當前環境，投資者不宜單憑一般宣傳上的金融工具定性去理解，而必須配合央行的做法，去調節潛在風險的認知。

日本經濟增長動力溫和

中銀香港經濟研究員 張文晶

日本經濟經過連續兩個季度環比負增長後，2014年第四季GDP錄得0.6%環比正增長，或年率化增長2.2%，日本經濟擺脫衰退。然而，去年日本經濟的季度表現波動，最終2014全年GDP持平，遜於2013年的1.6%增長。

2014年日本經濟表現波動，與政府提高消費稅率有密切關係。日本的消費稅率於4月1日從5%提高至8%，促使民眾提前消費，私人消費環比增長從2013年第四季

的-0.1%大升至2014年第一季的2.2%。然而，在2014年第一季異常高的基數下，2014年第二季錄得5.1%環比萎縮。相關的特殊因素在第三季減退，私人消費環比再次回復0.3%增長，惟此回升的幅度較1997年政府將消費稅率從3%調升至5%那次更弱。有鑒於調升消費稅率的負面影響大於預期，日本政府宣布將消費稅率提升至10%的計劃延後至2017年4月實行。

私人消費難有大幅改善

展望2015年，日本央行加大質化、量化寬鬆的規模，日圓表現弱勢，對其出口有

利。雖然日圓走弱會令進口貨品價格上升，但根據2013年日本央行最初推出質化、量化寬鬆政策而令日圓走弱的經驗所見，當時進口急升主要是能源方面所帶動，惟現時國際能源價格相對疲弱，相信日圓弱勢對出口的利好會高於進口的利淡影響。加上日本政府已宣布延後提升消費稅率，因此今年日本經濟會擺脫消費稅率提升的負面影響。不過，目前企業對員工的薪酬加幅仍相當審慎，故私人消費方面也難有大幅改善。總括而言，預料日本今年的經濟前景將優於去年，經濟增長動力溫和。

針對近日內地經濟大事分析

時富金融策略師 黎智凱

人行上週三再次宣布降息降準，為近期的第二次，深化了市場對內地進入減息週期的預測。對於內地後續調整存款準備金率的速度及次數，可以以歷史為鑑。就以2008年金融海嘯時內地的處理手法為例，在危機發生後4次大幅下調存款準備金率，合共下調2%，平均為每兩個月一次；直至2010年底至2011年中期間，內地進行緊縮貨幣政策，9次進行上調存款準備金率，合共上調4.5%，平均每一個月一次。當時和現在的舵手都是同一夥人，加上內地對此的分拆格局都是貨幣流動性問題，

故我對於他們透過調整存款準備金率去達成是次經濟「重新啟航」的估量相近，再次調整存款準備金率可能不過是一至兩個月後的事。

至於有傳中國人民銀行在上週三宣布全面降準後即將有一輪變動，去年9月有傳67歲的中國央行行長周小川可能卸任，使得市場擔心對後續的貨幣政策有影響。我認為這些消息在正常情況下都不會造成不穩定性，因為在中國央行人事上的變動，對經濟平穩發展的前景影響不大；原因是中國央行的獨立性比較各國央行低。

料經濟指標高於市場預測7%

中國高速發展了三十年，我相信這已經

成為了一個無法放緩的經濟體。2014年度中國全年平均失業率5.1%，中國若放棄產能過剩的生產模式，中國的城市人口當中失業率馬上會上升，例如飆升1%（估計約有500萬人），你可以想像到社會造成的壓力會有多高。各式經濟增速政策自去年十一月的四中全會後的三個月來不斷湧現，不論基建、金融、民生、樓市等方面著墨甚重。說到底，GDP數字對中國來說，不過是其中一個銷售指標，數字背後的延伸還是要看銀行債務、國家稅收、還有「市場產能過剩」下的就業人口。相信在三月初召開的全國人民代表大會當中提出的經濟指標會比市場預測的7%為高。

黃金前景豐滿 現實仍骨感

路透熱點透視專欄作家 Clyde Russell

金價似乎陷入一種拉鋸狀態，困在實際需求情況與可能出現的情況之間。世界黃金協會(WGC)的最新季度報告，透露出目前影響金市的幾種不同力量，也讓人了解到為何金價花了近兩年時間膠着於狹幅區間。

WGC在黃金需求趨勢2014年報告所呈現的整體狀況就是，去年是2009年以來最弱的一年。這很符合現貨金去年總計小跌1.8%的表現，而仔細分析需求的細節情況，則可以看出哪裡是要緊處。

印度去年重新拿下全球最大黃金市場地位，總需求達842.7噸，但仍比2013年下滑14%。中國退居第二，總需求813.6噸，較上年大減38%，因為中國消費者在2013年創下購金紀錄之後，買氣退潮。

最重要的是，亞洲這兩大黃金市場的引擎到底出現了什麼情況，因為兩國佔據全球黃金消費需求的半壁江

山。印度政府對黃金進口的禁令已經解除，國內經濟也在上升，這似乎可以看作是印度的利好。然而，這個南亞國家還能再創造出多少需求，仍然是個問題。印度需求回升到每年約1,000噸的水平，這樣的期望並不過分，而且無疑將為實貨黃金市場帶來支持。

中國消費者需求存不確定性

而中國的疑問就更多一點，繼2013年金價大跌時的購買熱潮過去之後，消費者需求的強勁程度存在很大不確定性。中國的反腐敗以及廉政建設，可能會限制國內黃金需求的上升，這或許也讓買家心存忌憚。本週中國春節假期，將為消費者需求的狀況提供一些線索。

世界黃金協會還將全球黃金需求進行分類，其中黃金需求最大的是珠寶行業，佔總需求的比例略超過一半。珠寶黃金需求在2014年同比下降9.7%，但除中國外，其他地區的需求則堅挺，發達國家可見更多買需。

再一次，中國成為導致金幣和金條投資急劇下滑的主因，但黃金上市交易基金(ETF)也呈現淨流出，只不過不像2013年金市重挫時期那樣嚴重。在發達國家，黃金ETF是投資者參與金市投資的主要渠道。

科技行業的需求佔到全球黃金需求的約10%，隨着更為便宜的替代品的湧現，這部分需求展現出溫和的長期下降趨勢。

2014年央行的黃金淨購買量上升，雖明顯低於2012年的水平，不過這依然構成金市需求的一個穩固來源。

實盤需求穩 投資需求較疲軟

整體看，全球金市的需求情景如下：珠寶行業和央行的需求都相當穩健，但投資性需求較為疲軟。

展望2015年，上述趨勢將如何發展呢？珠寶黃金需求料將進一步提升，因為歐洲以外的全球其他地區經濟都有所改善。來自印度的需求可能走強，而中國穩定的需求料也將帶來正面推動。投資需求則可能較不明朗；因美國結束量寬寬鬆(QE)，歐洲卻在加碼QE，形成兩

股相對的力量。美國利率將上升，及歐洲的通縮疑慮，都可能使金價走弱；但如果歐洲投資人真的擔心貨幣寬鬆或希臘退出歐元區將打壓歐元貶值，那麼黃金可能因避險需求而受惠。但避險需求提高可能恰成為抑制金飾需求的因素，因消費者會減少花在仍被視為奢侈採購的支出。

盧布貶值 削弱俄央行購買力

而儘管央行黃金淨購買量是一大亮點，但是否能維持當前那樣的購買程度，還存在疑問。俄羅斯尤其如此。去年俄羅斯在整體央行黃金淨購買量中約佔35%，但盧布RUB—2014年重貶可能削弱了該國央行買進美元計價資產的能力。

那就是黃金目前何以困在實際需求情況與可能情況之間的原因。當前黃金實質需求穩定，預示價格將維持在每盎司約1,140-1,400美元的近期區間內。要讓黃金多頭重現，實貨和投資者需求都需高於當前水平；這種狀況或許會出現，但現在還沒有見到。