

7%左右增速或成新常态

太平金控．太平証券（香港）研究部主管

陳羨明

2015年全國兩會作為年度最重要的會議，資本市場相當關注，也有諸多的期盼。2014年中國內地GDP增速創近24年新低，經濟下行壓力大，經濟增長進入「新常态」。但過去一年又是全面深化改革元年。展望未來，2015年既是「十二五」計劃最後一年，也是全面深化改革的「關鍵之年」。

2015年GDP目標從去年的7.5%下調至「7.0%左右」。這是2012年以來政府首次下調經濟增長目標。一年前李克強總理在作《政府工作報告》時，首次提出「經濟運行保持在合理區間」，GDP增長預期在7.5%左右。2014年中國GDP增速為7.4%，創自1990年以來新低。

我們認為，2015年GDP增長目標定在7%左右也是在預期之中。在此前召開的地方兩會上，大多省份已將GDP增長目標設為一個區間值，而非絕對數字，其中29個省份均明確下調了GDP增長目標。

政策下調增長目標意味着將順勢而為。在全球經濟深度調整，內地經濟內生增長動力減弱，以及房地產長周期觸頂的背景下，經濟的趨勢增長率已然下移。這符合中國經濟增長中樞下移的趨勢，也符合習總書記對當前經濟處於「三期疊加下的新常态」的判斷。過程並沒有結束。

「托底」經濟預期明顯減弱

同時，總理也提到「以這樣的速度保持較長時期發展，實現現代化的物質基礎就會更加雄厚」，這表明當前的經濟潛

在增速應在7%左右，是政府對未來一段時間增長的態度。政府工作報告不再談「保下限」。這反映出，即使下調了增速目標，但在目前內外複雜多變的經濟環境下，經濟發展過程中將遇到的的風險難以估計。因此，當經濟增長較差的時候，托底經濟的預期將明顯減弱。

當然，政府不會放任經濟增速無限放緩。2015年政府工作報告的一個新提法是，要着眼於保持中高速增長和邁向中高端水準「雙目標」、堅持穩政策穩預期和促改革調結構「雙結合」，這意味着，政府既要維持一定的區間調控，防止經濟滑出合理區間，又要繼續堅持結構調整。

與增速目標下調同樣值得關注的是，從2013年開始，政府聲明中「保下限」的措辭一直是穩定政策預期的信號。2014年政府工作報告中曾強調要「守住穩增長、保就業的下限」，而2015年報告則放棄了這一提法。

中央「保就業」決心和力度不變

儘管增長數字調低，但政府「保就業」的決心和力度沒減弱。城鎮新增就業1,000萬人的目標沒變。報告原文提到「穩增長也是為了保就業，隨着服務業比重上升、小微企業增多和經濟體量增大，7%左右的速度可以實現比較充分的就業」，換另一說法，政府認為7%左右的GDP增速可完成就業目標。

整體來看，雖然經濟增長目標下調，但繼續推進改革是政府工作報告的重頭演戲。改革是貫穿政府、經濟、民生、社會發展的重要舉措，今年改革將繼續沿着既定方向穩步推進，其中國企改革頂層方案有望在兩會後出台。

中央仍須出台刺激措施

時富金融策略師

黎智凱

上周中國召開的兩會（即「中華人民共和國全國人民代表大會」和「中國人民政治協商會議」）成了全球經濟矚目點之一。在李克強總理公布的政府報告中，經濟增長預期為7%左右，成為十年來最低水平。另外，居民消費漲幅3%左右，進出口增長6%左右，廣義貨幣供應量增長12%左右。

在解讀政府報告時，分析者不得不從微妙的遣詞用句推測當權者的用意和部署，比如美國聯邦公開市場委員會在關於加息決定上是否冠以「耐心」的措辭，被視作推斷加息時間的重要依據。今年在政府工作報告中所設定的幾乎所有經濟目標都帶有「左右」兩字，給予了施政者更大的靈活性去解讀實際結果。當經濟下滑超過政府預期時，靈活的解讀仍然能使預設的指標看上去合情合理。去年中國經濟的實際增速是7.4%，略低於7.5%的目標。2月28日中國人民銀行在三個月之內第二次降息，一年期存款利率和貸款利率均下調0.25%，暴露出中國經濟下行的風險增高。第二次降息後市場反應依舊冷淡，二級市場信用債收益率不降反升，企業融資成本居高不下，可見降息效果十分有限。在經濟下滑壓力巨大的中國，若要達成7.0%左右的經濟增長目標，還需要更強的刺激手段和改革動力。

美元料將會持續走強

與中國降息形成鮮明對比的是，在上周五公布的強勁的就業數據推動下，美聯儲在年內加息的可能性增加。美國2月份非農業就業人數新增29.5萬名，超出此前市場預期。該數

國策支持 光伏業迎來春天

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

中國已進入減息周期，剛於3月又再減息，繼續為增速放緩的經濟注入動力。但減息的效應已逐漸減退，市場似乎對央行減息早有預期，股市未能如去年尾一樣被瘋狂炒上。上證綜合指數經過去年大升後，今年初至今高位徘徊，未能進一步上漲，除了受到中央限制兩融，對市場釋出股市過熱的信息外，亦因經濟再次出現下行壓力。投資者年轉移炒股不炒市，逐聚焦點別板塊，但早前熱炒受惠減息的板塊，如內險、內房及基建等，經過一輪漲升後炒風漸退，相反，環保概念板塊近日備受市場關注，相信逐步成為投資者追捧的目標。

政策推動環保力度加大

中國霧霾問題嚴重，內地知名央視新聞記者柴靜，發表了一輯探討中國霧霾的紀錄片《穹頂之下》，引起內地民眾熱烈點擊，她表示內地空氣污染六成以上來自煤和油的燃燒，凸顯內地推廣清潔能源的重要性。紀錄片在兩會召開前推出，有意引起官員及社會注視，有利兩會後推出更多能源改革政策。李克強總理剛在兩會內指出，中國要大力發展清潔

試談特區個人遊政策

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

十二屆全國人大三次會議已經召開，副秘書長及發言人傅瑩女士「語重心長」地強調香港人與內地旅客要相互尊重，多念彼此的好。她憶起港人汶川賑災期間，兩地關係血濃於水，希望化解一些誤解及分歧。

近期兩個民調反映個人遊政策有再改善的必要。於2月27日至3月2日有政黨進行電話調查，超過七成受訪者贊成為一簽多行封頂，近九成認為來港次數應在每年12次以下，亦有逾六成支持透過稅務措施調控旅客人數。

支持收緊政策比率趨升

於2月24至26日，中大香港研究所訪問700個成年港人對個人遊的態度，總體結論是個人遊壞多於好，認同率相比一年前有所增加。個人遊對香港帶來壞處較多，由去年3月的29.1%上升至今年的36.3%，並且首次超越認同個人遊對香港帶來好處較多的比率約3.5%。調查又說明逾六成被訪問者同意現時個人遊數目已超越本港承受能力，較去年上升約10%，而且支持收緊個人遊政策的比率由去年的57.2%上升至今年的66.7%。最

後，對於在落馬洲發展邊境購物城以方便內地旅客來港購物消費，有過半數人表示同意。

兩個不同機構調查結果同樣顯示市民對收緊個人遊旅客認同感不斷增加，主要是感覺旅客數目已超越本港承受能力，興建邊境購物城方案得到普遍認同。

消費模式走向中低檔

特區政府統計處早前公布1月份零售業總銷貨值估計為466億元，按年下跌14.6%，是自2003年沙士以來最壞情況。按零售商類別分析，消費貨價值跌價從最高下序排列是：雜項耐用品（-44.1%），珠寶首飾、鐘錶及名貴禮物（-21.4%）（較12月的-16.3%再進一步擴大），衣物、鞋類及有關製品（-13.8%），超級市場貨品（-13.1%），百貨（-11.3%），而跌幅較小是眼鏡店（-5.6%），書報、文具及禮品（-3.3%），藥物及化妝品（-0.1%）及一些較可使用長久實物則錄得不同的單位上升。值得注意的是今年一月的訪港旅客約為560萬人次，按年升2.8%，當中內地旅客升3.3%，個人遊跌2.4%，相對去年一月內地旅客升23.3%及個人遊升24.4%有明顯放緩。從數字上不難分析發現，縱然內地旅客整體仍有微升，但是消費模式走向中低檔商品化，

美加息與否 市場看法飄忽

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

美國上周公布非農業新增職位及失業率等數字後，市場為之震動。早前外界一般傾向認為，美國聯儲局不急於加息，尤其歐洲量寬剛提出不久，甚至只是近日才正式實行，又引發一連串各地央行的減息潮，美國雖然量寬退市完成，按理也得顧及其他地方的變化，而不致於急於加息云云。上述數據一出，大家立時觀點轉變，又再回歸到距離加息之期不遠的說法裡。

其實，客觀看，市場中投資者的反應，從來都是來來回回擺動於極端看法之間，有時太悲觀，有時太樂觀，很少會剛巧在中間。實體經濟的變化，從來都是慢於市場反應的，相比起投資者今天看好，明天看淡的傾向，經濟數據慢郎中，與投資者急驚風，相映成趣。

事實上，大家應該記憶猶新，去年第四季，嚴格來說是第三季尾，市場一片風向，是美元強勢，似乎人人認同。美國聯儲局甫完成退市，加息之時，或遲或早，但總會在2015年出現，有人說是年中，有人說是第三季與第四季之交，但總的來說，沒有太多人認為不加息。這種情況，一直延續至2015年尾。

央行紛減息 市場觀點變

然而，甫踏入2015年，市場中人忽又轉變，隨着歐央行量寬傳聞規模大，甚至連瑞士央行也提早退避，把早前人為定下的瑞士法郎兌歐元的匯率上限，一下子便撤銷了。不久，真的公布有關計劃，過程前後，各地央行連番減息有之，減至負利率有之。一時之間，即使美國聯儲局有人發言，大家的焦點，也是盡力在字裡行間，嘗試找出當局顧忌外圍變化，不敢貿然加息的片言隻語。

由此可見，很多時候，其實並非事物本身令人改變觀點，尤其放諸市場上，金融市場上的變化，往往是自我實現預言。由參與者自行塑造事實，在整個真相中，找尋本身最想看到的部分，加以放大，加以傳播。結果是，一時之間，看似人人都在集中於這一點，轉眼間，又看似人人都集中看另一點，而這兩點，是南轅北轍的。

無論如何，如果參考實體經濟，以至世間事物的變化軌跡，當知道，真相未必就在兩點的任何一點，而是兩點之間的某些位置。大家瞎子摸象式的解讀，雖然無可厚非，但畢竟並不完整，容易以偏概全。久而久之，習非成是，甚至習非勝是，則對投資者本身押注的財務健康，也構作重大影響！

通脹數據較具參考價值

話說回來，美國聯儲局致力於達到兩大目標，一是盡可能多些就業，二是穩定的物價水平。可以的話，當然是兩者兼得，否則，也要在兩者之間，取得平衡。目前既然失業已改善到相當可接受的部分，餘下來的時間，大家若要找證據或提示，應在通脹數據中找，方為合理之舉。



■歐洲央行再度向市場放水，曾令美押後加息的預期升溫。圖為歐洲央行總部。

日本經濟難單靠圓匯貶

熱點透視專欄作家

Andy Mukherjee

熱點透視

日圓疲軟並未給日本經濟帶來多大激勵，即便日本第四季國內生產總值（GDP）增幅有一半是受出口帶動。

3月9日公布數據顯示，日本第四季GDP修正數據遠遜於最初估值。國內民間需求幾乎沒有增長，持續自2014年4月上調消費稅以來民間支出一直萎靡不振的狀態。第四季GDP較前季成長0.4%，其中淨出口貢獻了0.2個百分點的力量。安倍晉三2012年12月就任首相時，對外貿易並不是帶動日本經濟擺脫衰退的支柱。而大型出口商本應助力經濟加速增長。所以，安倍讓日圓兌美元貶值30%來鼓勵出口商。

獲利增長未與員工共享

但因日圓貶值而收穫頗豐的出口商卻談不上有多麼慷慨。隨着日圓匯率已然愈發有競爭力，日本出

購物產品以大眾化為大宗。

2012年初，尖沙咀爆發針對內地客的「驅蝗行動」，但是政府沒有正面面對。隨着去年訪港內地客激增至約4,700萬，除傳統旅遊區外，連屯門、沙田、元朗、荃灣等非旅遊區亦被「迫爆」，港人對個人遊的怨懟更積累深化，演變成今天民意傾向收緊個人遊的田地。其他1月零售額大幅下降原因還包括內地旅客消費力疲弱，反貪活動雷厲風行令內地居民送禮風氣減低，港元匯率不及鄰近國家如日本及韓國吸引及今年特別季節性因素（今年農曆年於2月份，但去年則在1月份）等等。

設邊境購物城呼聲高

上述因素大都是短期，但是反對個人遊之風則影響深遠。本地的「好客之都」、「購物天堂」的金漆招牌必須強化，對「驅蝗」、「反水客」等行動必須立即梳理。有學者說過，旅客與居民之間若能保持一貫的「賓主關係」，各取所需，便可相安無事，所以近期有建議設立邊境購物城，盡量把兩類分隔，以保持良好關係。其實政府還可以於港深珠人工大橋入境的人工島及東涌等郊區設立大型遊客購物城，採用封閉式運作模式，將旅客與居民矛盾減到最低。於2014年8月發表的世界旅遊城市聯合會：《中國公民出境（城市）旅遊消費：市

口商調降美元計價產品價格以搶佔市場份額。但他們並未把增收獲利以大幅加薪的形式與員工共享。這就是消費和投資仍然疲弱的原因所在。

巴克萊分析師團隊認為，日本企業本可以在這段期間採取更大膽行動，搶奪更多市場份額，因按照以美元、歐元和其他貨幣計算的出口合約來看，日本商品海外售價自2012年12月以來下降5.7%，同期日圓經通脹調整後兌一籃子其他貨幣貶值24%。

日本製造商或許對於擴大折扣力度有所保留，因為全球收入太疲弱，無法提振銷量。如果是這樣的話，那麼繼續印製日圓可能也作用不大。

在巴克萊外匯策略師看來，安倍經濟學或許已經到了該把焦點從日圓貶值轉向薪資刺激的時候。問題是企業只是聘雇非正式雇員。兼職和合同工都沒有爭取大幅加薪的議價能力。

日本老早就該進行勞動市場改革。GDP數據提醒人們，日圓貶值充其量也就是帶來支撐，並不會起到加速增長的作用。

場調查報告），內地客出境遊購買最多商品依次如下：紀念品（79%），日用品（58%），奢侈品（57%），這對日後規劃郊區購物城時應起了指導性作用。

從另一個角度分析，本地居民抗拒內地旅客的主因是主要旅遊區因店鋪數目過去五年沒有大幅增加，高檔消費品進駐一下子推高租金到其他行業不可能負擔水平，變成旺場內幾乎全是高級消費品店鋪，市民被迫跑去非購物區消費。當今天本地零售貨額大幅回落，尤其是能付高昂租金的用家的營業額大不如前，購物區便出現「逃亡潮」，唯有業主肯面對現實大幅削租求存。店鋪代理業界預計租金會逐漸回落至約三成才回到租客願意負擔水平，一些平庸商品使用品便會回流傳統旺區。

面對持續下降的零售貨額，港府實應進行中期全面檢討，替本地零售/旅遊業再定下長遠目標和執行路向。長期來說，有效地分流旅客及居民是必須的，透過使用龐大財政盈餘去興建大型邊境購物城及開採、更新更多旅遊景點可以有效提升特區旅客容納能力。市民的眼睛是雪亮的，當發覺政府已悉力化解旅客、居民矛盾時，自然會對個人遊人士歡迎。旅遊業、酒店業、零售業是本地重要經濟支柱及主要僱用行業，健康平穩發展是對特區有不少裨益的，但是「港獨活動」是絕對不應任意擴張。