

股市旺 樓市也沖喜？

陳東岳

香港專業人士協會副主席及資深測量師

復活節假期首个交易日，港股創出七年來新高，恒生指數報26,236點，單日升961點，成交2,524億元，破香港股市單日成交紀錄，港股總市值升至28.6萬億元，亦創歷史新高。今次股市上升，普遍認為是北水南來所致。中證監於3月27日公布，容許內地新成立的公募基金通過港股通投資港股，而毋須取得QDII資格，新政策之下港股開始大升。近期本地零售及旅遊業受到「佔中」及「反水貨客」滋擾旅客等的負面影響所挫，生意大幅下調，股市北水南來如果能夠持續，或許可以成為香港整體經濟的新增推動力。

除了中證監政策放開之外，美國預期加息推遲，歐洲、日本等經濟體系持續量寬，H股股價比對A股有折讓，資金追落後等亦是資金湧入港股市的原因。另外，國家正積極推動「一帶一路」的戰略發展，當中涉及「絲綢之路」的陸路及海路交通系統，跨國跨境的高鐵、開鑿運河、航運港口等設施的龐大基建，藉今次股市升，亦反映相關的基建、交通、列車建造及航運概念等股份受惠。

假若中央持續放寬銀根，而內地投資渠道較少，資金透過港股通南下勢將持續，作為香港股票交易市場的港交所自然因為交投量大增而受惠，或許亦應該及早在交易系統等有關環節提升，立體扩容及加強處理大量交易的能力。

傳統智慧是股市走在樓市前面，股市交投壯旺，部分獲利資金轉投樓市，這是以往經驗，但今次稍有不同。北水南來，新入場

資金來自內地人，現時香港實施雙辣稅及取消了以房地產投資移民項目，內地人套股獲利後購樓的交易成本高，額外印花稅亦令短炒無利可圖，所以今期股市旺未必繼後樓市亦旺，雖然不排除部分港資金套股獲利後，轉持物業作長期持有。

「辣招」令短炒無利可圖

反觀本地樓市，官方數據顯示住宅空置率下跌至17年來新低，差餉物業估價署《香港物業報告2015》初步數據，住宅空置率由前年底的4.1%進一步下跌至去年底3.8%，空置率持續下跌，顯示現存住宅及新建住宅單位有越來越高的使用率，是剛性住屋需求股切的表現。這類需求很難以行政措施去壓抑，比如收緊銀行按揭，對置業自住者來說，只會產生延遲置業的作用，用家待儲蓄足夠首期後，便重投市場。

剛性需求股 難執便宜貨

近期將軍澳新盤，當中部分為較大型的三、四房單位，迎合換樓客需求，市場反應可算熱烈，證明市場對較大型單位仍有一定需求。現時市場做法，發展商在銷售過程中，給予買家各項優惠，包括即供折扣、贈品、財務優惠如二按及從價印花稅津貼等，買家所需動用首期較購買二手樓為少，有人認為政府收緊按揭，間接令二手樓流通量下降，二手樓業主如需套現，除非肯作較大幅度減價，否則不容易成事。現時每年新盤供應只佔現有住宅總量的很少比例，待每年的新建住宅供應量恢復較充裕後，可考慮放寬二手樓按揭至回復收緊前水平，有助於市場消化較多比較新樓樓價便宜的二手樓樓盤，同時亦令買家有更多選擇。

看聯儲局議息聲明分析環球市場

葉澤恒

康宏投資研究部環球市場高級分析員

聯儲局公布3月份議息的詳細會議紀錄顯示，委員對是否於6月份加息意見分歧。數名委員指，從經濟數據及前景顯示，美國可以於6月份開始貨幣政策正常化。但亦有部分委員指，能源價格下跌及美元上升將會壓抑通脹，故應該延後今年的加息時間。局內亦有數名委員更認為，應該於明年才上調利率。聯儲局於是次會後聲明，再沒有提及對調整利率將會保持耐心，又指公開市場委員會預期，當勞工市場進一步改善，並相當有信心通脹於中期回升至2%目標時，是適當時間上調利率。

委員對加息時間分歧大

從這份詳細會議紀錄顯示，委員對加息時間存有相當大的分歧。3月份非農職位遠較市場預期為差，更將會成為鴿派委員要求延後加息的原因。但投資者宜留意，3月的就業數據疲弱，有可能是由於早前天氣惡劣及西岸港口罷工所帶來的影響。目前當地天氣情況有所改善，與及港口恢復運作，真正對就業市場的影響，將在第二季就業數據中反映。因此，本季的就業數據與及通脹走勢，將對聯儲局的加息時間，頗有決定性。雖然聯儲局的加息時間有延後傾向，但局內委員的談話，亦值得投資者留意。位居聯儲局第三位的重量人物——紐約聯邦儲備銀行行長杜德利表示，若過早加息，可能令經濟逆轉，到時聯儲局便需要減息應對，而且亦會損害聯儲局的聲譽。因此，他認為在加息的問題上，聯儲局應採取較保守的態度。他指出，當前美國工資增長速度，無法令美國通脹達到2%的目標。此外，他亦提出在首次加

國策扶持 內險前景俏

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年，中國政府日益重視保險業對國民經濟的積極作用，去年8月國務院發布《關於加快發展現代保險服務業的若干意見》（即「保十條」），保險業的頂層設計進行了升級。近日，中國保險監督管理委員會（簡稱「保監會」）發布《關於調整保險資金境外投資有關政策的通知》（下稱「通知」），進一步放寬保險業境外投資範圍。隨著「國十條」等措施逐步落實，以及股市持續走好，內地保險業進入高增長階段。

「保十條」助行業起飛

上年8月發布的「保十條」重新定位了保險業在國民經濟中所扮演的角色。根據「保十條」，保險業被納入災害事故防範救助體系，同時可支持國家重點工程項目和民生工程項目的建設，且其機構投資者的作用也得到強化，行業地位大大提升。從已公布的業績數據顯示，4大內險公司去年全年的利潤增長33.5%，達889.45億元（人民幣，下同），增長非常強勁。行業受國策護航，增長勢頭料可持續。

「保十條」還增加了許多新的保險類別，如開始試點環境污染強制險，推行食品安全責任保險，2015年年底實現醫療責任險覆蓋全國三甲公立醫院等。為了加強保險業三農發展的支持，保監會發布一系列政策推進農業保險的發展。內地保險業

盈利預期降 美股續不振

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

已發展市場股市上周漲跌參半；隨著盈利預期下降，美股持續不振。上周股市變動不大，但歐股繼續緩步上升。合併的趨勢持續—UnitedHealth以128億美元收購Catamaran，以及中國可望推出更多的刺激措施，對股市都有支持作用。

美股的問題在於，市場因為聯儲局預期收緊資金而需要仰賴盈利增長。遺憾的是，這並未出現。分析師估計標準普爾500指數第一季的盈利按年增長會下降5%。企業面臨困境的原因很多，包括增長比預期疲弱，美元迅速升值以及工資上漲的速度溫和地加快。就後者來說，麥當勞是最新一家宣布調高直營店員工時薪的公司。

全球債息徘徊歷史低點

全球的債券孳息率徘徊在歷史最低點：儘管通脹預期會轉向穩定，但實際孳息率仍繼續下跌。近來孳息率下跌，主要是受到實際孳息率而非通脹預期下降所帶動。央行買債和供應缺乏加深了這股趨勢，此外還有美國的增長疲弱。上周又看到幾個例子：3月芝加哥採購經理人指數重挫至46.3，是2009年以來的最低水平。ISM新訂單指數下跌至51.8，是2013年春季以來最低點，3月新增就業人數12萬6000甚至比最悲觀的預期還要差。雖然我們仍然相信勞工市場的基本面仍然強勁，但跟大多數復甦的情形一樣，第一季的GDP極可能令人失望。

歐洲的經濟數據繼續好轉，失業改善且通脹上升；但風險仍然

正在不斷拓展自身業務範圍，向多個行業滲透，市場空間不斷擴大。

此外，按「保十條」預期，至2020年，內地保險深度(保費收入/國內生產總值)將從2013年的3.3%提高至5%，保險密度（保費收入/總人口）將從2013年的1,265.7元/人提高至3,500元/人，預計保險行業2020年年保費規模有望達到5萬億元左右，比2014年該數字僅為2萬億元。

渠道放寬 股票投資受益高

一直以來，內地保險業由於監管嚴厲，投資渠道狹窄，保險資產長期得不到合理配置。而「保十條」發布之後，拓寬保險業投資渠道成為了政府的改革重點，保險業的投資渠道更加多樣化。2015年至今，中國險資購買了價值25億美元的海外地產，這一數字高於前幾年的總和，且仍處於增長之中。

此外，除了加快配置海外資產，保險業也開始向創業領域滲透。去年12月，保監會發布文件，鼓勵保險資金支持小微企業的發展，估計給小微企業帶來約2,000億的增量資金。

除此之外，股票等傳統投資標的持續強勢也提升了行業的整體表現。上年下半年至今，A股表現強勁，近期港股也跟隨大升，對於股票配置比重較大的險企，其投資受益非常客觀，極大地改善了業績表現。由於內險企業投資自由度不斷提升，以及中港兩地股市持續升溫，料保險業強勁的增長勢頭可保持較長一段時間，股票資產配置較高的險企值得關注。

存在，因為希臘的現金流問題尚未解決。上周公布了更多歐洲經濟持續好轉的證據。德國的通脹三個月來首度轉為正數，歐元區的失業率下降0.1%至11.3%，是2012年5月以來的最低位。正當歐洲大部分地區均錄得改善之際，希臘經濟卻繼續倒退，資金持續流出希臘的銀行。隨着4月9日償還國際貨幣基金欠款的日期逼近，投資者開始有所回應。希臘十年期債券的孳息率在上周攀至11.7%，是2013年夏季以來的最高水平。

新興股市吸引資金流入

新興市場在上周大幅上升：近期漲幅不僅是源自中國，亦來自更廣泛的新興及前緣市場。新興市場股票在上周大漲。中國央行行長周小川表示「政府可以採取更多措施來支持增長」，協助內地股市延續近期的升勢。但上漲的並不僅只有中國。市場期待Petrobras最終會公布年度財報，刺激低迷已久的巴西股市回升；俄股在第一季大漲後升勢持續，油價轉穩代表新興市場能源公司的下調數字減少。布哈里在尼日利亞大選中勝出，帶領前緣市場上揚。

上周油價震盪：與伊朗達成初步核子協議中止了美國原油減產所帶動的升勢。油價在上周三升到兩個月來的最高點。在此之前，美國的油井數目銳減並沒有轉化成實際的減產，因為石油公司只是暫時避開產量最少的油井。但上周出現了一些實際減產的跡象，儘管跌幅輕微：美國的產量從每日942萬桶減少到939萬桶。不過，升勢只是曇花一現，投資者對伊朗達成初步核子協議作出反應。這雖然不會立即解除任何制裁，但協議一旦落實的話，最終伊朗可能會每日出口大約100萬桶石油。

兩地股市漸融合 真金白銀顯力量

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

兩地融合的效果，在資本市場上，開始漸見明顯，港股近日的表現，正好說明這一點事實。是的，香港股民等了又等的北水南調終於成事，有別於2007年的股市直通車，如今不再是盛傳的一個可能性，而是政策層面的一個新動作，自然觸發投資者追逐的誘因。

公募基金放寬規限帶來刺激

事實上，由3月27日黃昏，一切便不一樣了，公募基金放寬規限的消息一出，當晚港股期貨夜市已有反應，及至復活節和清明節長假期之前，尚有幾個交易日，但說起來，動作仍不是太誇張，只是重返二萬五之上，這一點，投資者不會覺得太意外。真正意外驚喜，是長假期後，才不過幾天時間的分別，甫開市，已升破去年高位，再接再厲，往上挑戰二萬六，如今一下子連二萬七也上破，甚至只差幾十點便可觸及二萬八。

股價上升仍不算厲害，真正令人必須為之改觀的，是交投的暢旺，是創紀錄的水平，而且不是少許的破紀錄，是一舉的大破！先來一個2,500億元，再來一個2,900億元，下一個水平是什麼，誰也不敢估，就正如升市莫估頂一樣。說起來，真正關鍵，正是北水南調，由近日港股通的額度，連續兩天都用盡，即可見一斑。回想起來，當初在滬港通開通時，大家估計應該出現，情理中事的，都沒有出現，如今開始出現了。

的確，打從去年初傳出互聯互通一事，大家便憧憬兩地股市融合，同一股票的價格豈能完全脫節，是故，合理的炒作風格，應是估計A H股差價較大者，應有明顯收窄。說起來，這就是最重點的一個方向。其餘的，不外乎估計內地投資者有興趣買入的，可能是本港獨有的大藍籌，又或者內地著名品牌企業在港上市者，但說實在，故事的吸引力都比不上A H股差價的大藍圖。

然而，正式於去年底前開通的滬港通，並未帶來想像中的情況，例如，交投方面，原本預計馬上帶動股市成交，但去年底至最近復活節和清明節長假期前，並未如此。至於南下買港股的港股通，實際上亦未有額度用盡的跡象。至於其他買股的方向，更不見有何突出，A H股差價未見明顯收窄之餘，其他預計中或想像中受惠者，亦無太突出表現。這樣的日子，為時好幾個月，足夠令港股投資者氣餒。

面對美景 投資者不宜盲目悲觀

幸好，最終在3月底有好消息，這次是真的大動作，大家不用太多疑，只消看看真金白銀的力量，港股成交的變化，整體股市不同板塊不同個股的情況，再看看港股通，可想而知，遲來的春天，終於來臨了。面對如斯美景，投資者不應盲目樂觀之餘，更不應沒來由的悲觀，切忌一朝被蛇咬，十年怕草繩。



■香港股民等了又等的北水南調終於成事。「北水」湧入推動港股一度逼近28,000關。圖為香港的證券行。

資料圖片

美數據變差 利率前景卻有欣喜

路透社專欄作家

James Saft

美國就業增長正在放緩，而經濟可能已經在嚴寒冬季陷入停滯。但金融市場就喜歡這個樣子。沒錯：上周五的數據顯示美國3月非農就業崗位僅增長12.6萬個，但風險資產在復活節後的周一不跌反漲。亞特蘭大聯邦儲備銀行的一項相對較新的統計模型目前預計，第一季美國國內生產總值(GDP)可能僅增長0.1%，遠低於多數預期。該模型試圖實時地評估經濟成長情況。

那麼，投資者是在為經濟成長有可能疲弱而感到高興呢，還是他們認為冬季數據不足為慮，預期隨着消費者開始花費能源價格下跌而省下來的錢，從而經濟將會升溫？就像常見的情況那樣，市場背後的驅動力或許並非基本面本身，而是它們對貨幣政策水龍頭的影響；美國貨幣政策水喉現在大開，但今年稍晚聯邦儲備理事會(美聯儲/FED)開始升息時，放水閘門料將收緊。

紐約聯邦儲備銀行總裁杜德利在周一的一場演講中小心翼翼，他除了重提第一次升息時間取決於後續經濟數據表現的陳腔濫調，還進一步為更重要的可能升息速度打了預防針。「對金融市場而言，開始升息後的短期利率可能路徑，重要性不亞於開始升息的時機，」杜德利指出。「現在，我預期升息路徑將會相當平緩。金融危機發生後的各項障礙仍然很明顯，特別是住宅抵押信貸的易得性降低及條件趨緊。」

對華爾街來說，這等於是讓狗兒預期有甜頭可吃而大流水的暗號，而金融市場也非常恰當地在杜德利談話之後上漲。杜德利的演說內容雖然不算是承諾，但已經暗示未來升息路徑將比較接近市場所預期的緩慢漸進，而不是像美聯儲自己所預測的速度。金融市場目前預期到2016年年底時，指標利率只會升至約1%，低於美聯儲自己的預估中值1.875%，更是低於美聯儲更長期的官方預估利率3.75%。

提防「更長時期」來得早

如果按照耶倫和杜德利的論據邏輯，在更長時期內維持低利率對投資者是具有吸引力的，即使低利率可能要歸因於所謂的危機後倦怠期或者長期停滯。這些可能性不能排除，但更有趣的問題可能是，如果「更長時期」和回歸常態將比投資者希望的來得早，未來將會發生什麼。

請記住，美聯儲已經表明其對金融市場的動物精神非常敏感。隨着美聯儲向着升息邁進，它會希望確保投資者不會有所疑慮，即使加息會被推遲且僅有一次。眼下就有能力使利率政策正常化發表樂觀看法沒有什麼實際作用，反而可能使資金環境過早收緊。

就業市場整體形勢不太壞

然而，撇開3月份令人失望的非農報告不談，就業市場的整體形勢還不算太壞。申領失業金人數繼續維持在低位，同時政府收取的工資稅較去年同期高出約5%。失業率持穩於5.5%，美聯儲認為5%-5.2%的失業率不會引發不必要的通脹。延續3月之前理想狀況的空間已經不大，到了明年就業市場情況無疑將推升通脹壓力。而且，薪資漲幅即便在較為疲弱的月份，幅度也仍然不小，說明在不受天氣或能源生產突然放緩影響的領域，整體形勢依然頗為強勁。

核心論點認為，今年餘下時間形勢會繼續保持強勁，這一看法的立足依據認為消費者會開始將能源方面的節餘用於購物，近期相當不錯的汽車銷售和租賃數據可能暗示了這一點，同時就業市場底層(沃爾瑪、麥當勞等)的新薪持續增長，也證明這是一種趨勢而非一場公關活動。

如果情況是這樣，美聯儲將面臨另外一個問題。聯儲自身對未來利率走向的預測在市場看來不再是那麼不合理，市場對此的反應將會是拋售那些會受升息或通脹影響的投資。這種描述幾乎對一切都適用，因此當好消息來臨時，市場的反應可能會非常強烈。