

強美元對環球經濟及美股影響

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

美國首季經濟較預期差，連帶3月非農職位增長亦受到影響。是次美國經濟出現放緩的主因，是由於天氣因素及西岸港口工人早前罷工的影響，令美國經濟受到影響。據國際結算銀行數據顯示，美國以外主權與企業借貸者，實際上欠下創紀錄的金額9萬億美元借貸，而且頗多貸款將於未來數年到期。

對中印發展經濟較有利

美元持續強勢的情況下，對環球市場將會帶來甚麼影響呢？首先，對歐元區方面，由於歐洲央行正實施寬鬆的貨幣政策，兌美元匯價自去年開始已經明顯回落，有利歐元區國家出口方面。日本的情況，與歐洲地區的情況頗為相似。強美元下，資源價格持續低迷，對需要較多資源以發展經濟的中國及印度經濟較為有利。

至於對甚麼國家會帶來負面影響呢？對美國而言，強美元除了令企業匯兌收入受到影響外，強美元壓抑了能源價格，令美國生產的頁岩油亦受到影響。強美元持續，令新興市場的貨幣跌勢加劇，令進口物價上升，引發輸入性通脹。此外，不少新興國家發行的債券以美元為主，而美元持續上升，令相關的債務金額急增。中東與及出口資源為主的國家，受到資源價格持續疲弱的影響，令以出口為主的資源國家經濟受到影響。

併購及大低息推高美股

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

美國股市上周上揚。併購加上聯儲局的評論再度蓋過平穩的盈利表現股市上周上升。美國的業績期起步平平，但低利率和併購活動增加仍讓投資者感到寬慰。紐約聯儲局總裁 William Dudley 在上周以「漫長」來形容未來的加息之路，為投資者所樂見。由於資金便宜，併購活動正在升溫。上周聯邦快遞同意以48億美元買下荷蘭快遞公司 TNT，荷蘭皇家殼牌公司則出價約700億美元買下英國天然氣集團 BG Group。

美股雖然在上周上揚，卻有兩個揮之不去的問題。盈利和估值。依照由下而上的估計，標普五百的盈利在過去三個月減少了8%。同時，標普五百的歷史市盈率為大約18.5倍，是自2009年年底以來的最高水平，當時企業盈利仍然受壓。

聯儲局仍有機會在下半年加息。不過，外國的買盤仍有助於壓低美國的加息率，聯儲局公布的最新會議記錄並無重大驚喜。我們依舊相信，儘管近來經濟狀況疲軟，聯儲局還是很可能在今年下半年加息，最可能在9月份。這種看法的主要原因在於，目前的零利率政策與美國勞動市場持續走強並不一致。上周有更多證據證實勞動市場強勁。現在美國領取失業救濟金人數的四周均值比近15年來的任何時候都低。

聯儲局近來的評論影響短期加息率。美國兩年期國債近來跌破了0.50%，是2月初以來首見。雖然加息率在本周反彈，但兩年期加息率仍比3月時的高位低了20個基點左右。長期加息率在上周上揚，卻依舊偏低，有部分是拜非美國買家所賜。日本投資者在2月時購買美國國債的數量是七個月來。

新增用戶減 手遊業降溫

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

過去幾年，伴隨著智能手機的普及，內地手機遊戲(以下簡稱「手遊」)行業發展迅速，市場規模不斷壯大。手遊市場火爆，也直接引爆了資本市場，手遊概念股受到資本市場熱捧，內地眾多手遊公司股價屢創新高。但事實上，內地智能機用戶增長紅利接近消失，手遊行業經過過去一輪的高速增長後，新增用戶增速已出現放緩跡象。手遊行業競爭加劇，馬太效應逐步顯現，開發能力強、資金雄厚的公司有望持續鞏固行業領先地位，值得關注。

智能手機增長紅利將消失

據諮詢公司 iiMedia Research (艾媒諮詢) 公布的數據，2014年內地手遊用戶規模達到4.74億人，市場規模達到281.2億元(人民幣，下同)，同比增長129.6%，增長勢頭強勁。不過，當年四季度手遊用戶增長率環比下降至2.6%，新增用戶增速開始放緩。今年一季度，內地智能機手機出貨量下跌三成，智能手機用戶增長紅利即將消失，手遊市場或會告別高速擴張時期。

此外，手遊行業競爭激烈，開發團隊也已大幅減少。以成都為例，2012年內地手遊初興起時，成都擁有超過1,000個手遊開發團隊。之後團隊數目逐漸減少，到現在開發團隊僅剩200

亞洲提高生產力吸引資金

路透熱點透視專欄作家

Andy Mukherjee

熱點透視

2014年撤離亞洲的民間資本似乎達到1,600億美元之巨，一些亞洲國家央行因而忙着籌措美元充實外匯儲備。在改革方面最有表現的亞洲國家，像是印度及印尼，儼然成為最能留住投資者芳心的贏家。

2014年，日本以外的亞洲10大經濟體靠著貿易合計賺進4,130億美元順差，為五年來高位。正常情況下，當資金入賬，央行會增持硬貨幣資產，避免匯率升值太快。然而，去年這些亞洲國家央行幾乎沒有這方面的煩惱。去年這些國家的外匯儲備僅增加470億美元，是1997年亞洲金融危機以來最小增幅。

部分資金被匯率吃掉

剩下的錢都去了哪兒？一部份肯定是被匯率波動吃掉了。假設亞洲國家央行順應全球趨勢，將五分之三的外匯儲備配置在美元資產，四分之一放在歐元，8%放在日圓和英鎊。美元升值影響，會使亞洲整體外匯儲備縮水2,050億美元。但即使

至於美國加息對美股的影響，筆者最近曾進行講座，投資者對美股的前景頗為關注。美股目前的牛市，較以往的時間為長，累積的升幅亦較大。美股是次牛市，除了受惠於企業盈利改善，亦是由於持續維持超低息的環境，令機構性投資者需要為資金尋找投資出路。越低息的環境，令折算率被拉低，令股價持續維持於較高的水平。

市場對加息有兩種看法：第一，相當緩慢步伐加息，對美國企業盈利及經濟增長較有利。第二，持續及意外地加息，對美國經濟以至股票市場不利。目前市場上，大多以預測市盈率、市賬率、股息率及現金折現流，以作分析。但在市場氣氛高漲的情況下，分析員有機會受氣氛感染，而高估股價。因此，投資者可以轉為留意以CAPE比率、Q-Ratio及Buffet Indicators作了解。

CAPE 測市準確度較高

筆者當中留意到，CAPE Ratio 撇除通脹及商業週期因素，準確度較高；並且使用標普500指數過去十年的CAPE Ratio；過去133年的平均CAPE Ratio是大約17倍，兩個標準差為30倍。1929年、1999年及2007年在突破30倍或逼近30後，均現股災。CAPE Ratio 估值方面，低CAPE Valuation，之後會出現較高的回報。低CAPE Valuation，之後會出現較低的回報。當CAPE去到30倍以上，實際回報更出現負數。

關注希臘問題依然未解決

歐洲大部分的經濟數據都證實，去年底開始的反彈還在持續。不過，希臘雖然逃過了一次大限，但在解決現金流的問題上卻仍無進展。歐元區經濟數據持續好轉，作為製造業主要指標的新訂單創下了2011年以來的最佳水平。不過，希臘的問題仍未解決。

希臘在上周還款給國際貨幣基金。這有助希臘債券反彈，十年期加息率回落到11%以下。遺憾的是，希臘仍面臨錢荒，銀行體系也在失血。自去年11月以來，希臘的存款基數大約減少了250億歐元或14%。由於該國資金仍在外流，下一個值得關注的日子是4月24日，亦即是歐元區財長會議的日期。

中國的漲勢持續，儘管出現第二宗本地公司債違約。漲勢擴散到了H股市場由於市場預期政府將採取額外的步驟來刺激經濟，中國股市在上周大漲。在預期會有更多刺激下，投資者便願意無視第二宗本地公司債違約事件。我們也看到中國A股的漲勢擴散到其他市場，包括投資更方便的中國H股(在香港交易)、印度和韓國。

油價築底具長線投資價值

油市在本周劇烈震盪。即使美國的國內供給趨緩，庫存仍大增。石油在上周仍然大幅上落，在美國生產走弱和庫存依然大增的信號之間拉鋸。原油現貨年化波動率來到了60%左右，大約是去年夏季的五倍。這表示綜合石油公司顯然正在築底。大型全球能源公司的ETF (IXC) 比3月時的低位高約8%。投資者就是在反應這方面的價值。這些股票所達到的平均加息率將近4%，而且股價淨值比只有1.5倍。在我們認定石油可望在年底前穩定的情況下，目前的價格或許代表了不錯的長期價值。

餘個，成功者寥寥無幾。再加上去年有不少桌面端網遊公司開始進軍手遊市場，手遊市場的搏殺將會更加激烈。

能否提供變現能力是關鍵

貼合用戶的需求，開發出優秀的手遊作品，提高變現能力，是手遊公司能否在市場中生存下來的關鍵。據 iiMedia Research 發布的報告顯示，內地手遊的付費玩家僅佔2.8%，60%的手遊遊戲收入來自於0.23%的遊戲玩家，非常集中。此外，手遊玩家忠誠度較低，對遊戲的更新速度要求高，手遊開發商需不斷更新遊戲或開發新遊戲來吸引用戶。

以行業龍頭騰訊控股(0700)為例，據其年報顯示，騰訊去年全年手遊收入達112億元，佔手遊行業約40%，變現能力突出。依託QQ和微信兩大社交軟件的龐大用戶群，以及壓倒性的資金及研發實力，騰訊在休閒類手遊領域具有不可撼動的地位。不過，騰訊在重度手遊(如RPG等玩法為主的遊戲)市場所佔的份額並不高，而重度手遊玩家是付費用戶的主力，騰訊的手遊業務仍有一定的發展機會。

筆者認為，由於新增用戶增長速度放緩，內地手遊市場的競爭將更加側重於精品網遊的開發及變現能力。當前內地手遊市場同質化嚴重，且遊戲公司在廣告等推廣上的投入越來越大，行業利潤不斷受壓，整合仍會繼續，惟行業龍頭成為最終贏家機會最大，其發展值得關注。

把這個因素計算進來，仍然有1,610億美元的貿易順差下落不明。

最簡單的解釋就是民間部門將資金移出。而嫌疑最大的罪魁禍首：日漸失色的亞洲GDP成長率。中國今年GDP增速目標7%，是1990年以來最低，在亞洲估計外流的資金中，中國就佔了三分之一。韓國及新加坡則受到全球貿易不振的打擊。在其他國家，亞洲長期以來的治理不良問題更加惡化。泰國及馬來西亞同時面臨領導階層動盪及家庭債務高企問題。

印度及印尼逆勢崛起。投資人似乎願意暫時先相信印度總理莫迪及印尼總統佐科·維多多，這兩國領袖都祭出有利市場的政策，從相對年輕的勞動人口刺激出更多產值。油價下跌也讓這兩個國家不必浪費經費在能源補貼上，將資金投入基礎建設。去年印度和印尼合計吸引近1,250億美元的民間資本流入。

改革不足恐續受冷落

這種分化表現是合乎邏輯的。那些認真提高生產力並且脫穎而出的國家，應該還會繼續吸引資金湧入。但那些改革不足的亞洲國家，可能會繼續受到冷落。

港股投資者最急切要問的問題

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

港股經過三周的急速漲升，近幾天開始有點稍事休息，待時再戰的意味。嚴格來說，沒有三周之多，只是一個多星期，但升幅已經足以令所有人震撼。也許，投資者對於港股的死心，跟2014年之前的A股市場一樣，哀莫大於心死，卻也是悲觀之盡處，樂觀的起點。

無論如何，隨著升市展開，投資者總有樂觀的理由，任憑你是多悲觀的人，看見真金白銀的投進去，市場真有這種成交，媒體上的標題和內文，總是吸引着你的目光，都是說大家怎樣賺錢，最多人會提出的問題，都是一句：「為甚麼？」

「為甚麼」要答好並不易

然而，「為甚麼？」是很難答的問題，因為真相是不會自動告訴你，我是由如此這般的原因造成如此這般的結果，大家只能憑手上僅有的證據，抽絲剝繭，盡量看出端倪，希望不不知其然，也可以知其所以然。

答不了這句「為甚麼？」，開始有愈來愈多人，按捺不住，不信不信還須信，乾脆不問為何，問「買甚麼？」，周遭的人不斷打聽，今天這隻個股漲了多少，明天哪隻更厲害一點，如今尚有甚麼可買，看來還沒漲個飛天的呢？

然而，當資金真的一湧而至，其實，「買甚麼？」這個看似很有道理的問題，也着實沒太多意義，君不見過去幾周，錢一到位，基本是甚麼都漲的，漲多或漲少的分別而已，但關鍵是漲，你沒有買，漲多少也跟你沒關係，所以重點是要買，買甚麼倒還其次，與其徘徊在買與不買，買甚麼之間，倒不如放膽買。

是的，這就意味着，不但「買甚麼？」未必重要，連「何時買？」也或多或少不言而喻，要麼當下就買，要麼不知待到何時。此之所以，大家可能記起了，有如此這般的幾句詩：「多少事，從來急。天地轉，光陰迫。一萬年太久，只爭朝夕！」

然而，即使上述一連串問題都有其問題，多少是無法好好回答，或答完反而有害，阻礙於適當時候做適當的事，但總有一個問題，是不得不問，必須要問，而且永不過時，永不廢事，問得好答得好，有百利而無一害，就是：「買多少？」

「買多少」最切身應重視

的確，一般人往往忽略了，這個最重要，關乎投資者存活與否的問題，只要是涉及投資，必然是在不確定之下，所作出的決定，有可能對，有可能錯，有時勝算高一點，有時低一點，但總不是絕對確定，除非是事後孔明，除非是馬後炮。

如此說來，唯有好好回答這個「買多少？」的問題，才真正最切身，最可保障自己利益，萬一出錯，可以承受嗎？不要一味想着猜對有獎，也要想想猜錯是甚麼處境。



■ 港股經過三周的急速漲升，近幾天開始有點稍事休息，待時再戰的意味。現時最多人會提出的問題，都是一句：「為甚麼？」「北水」真的是威力無比嗎？ 資料圖片

也談基本法與香港房地產

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

基本法頒布25周年，香港社會很多社團及組織舉辦不同活動，研討及推廣基本法，加深港人尤其年輕一代對基本法的了解和認識。為紀念基本法頒布25周年，筆者藉本文和大家探討一下，從本地市民關心的樓房地產角度，以及從專業人士的角度，基本法對香港社會的巨大貢獻。

自1840年鴉片戰爭後，香港被英國佔領成為殖民地，由當時開始，本地的法例以及土地批租制度等，都是根據英皇訓令，由香港總督在本地頒布和授權屬下官員執行。1984年12月9日，中英兩國發表聯合聲明，國家於1997年7月1日恢復對香港行使主權，當年因不公義的戰爭屈辱之下失去的國土從此回歸祖國懷抱。

基本法確保私人房產權利

根據中華人民共和國憲法第31條的規定，設立香港特別行政區，並按照「一個國家，兩種制度」的方針，不在港實行社會主義的制度和政策。根據憲法，全國人民代表大會(下稱「全國人大」)特制定香港特別行政區基本法，全國人大是國家最高的制定法律機構，所制定法律全國都要遵守，所以基本法不單單是港人要遵守，而是全國人民都需要遵守的法規。現時有人要推翻「人大8·31」決定，是不尊重國家最高法律機構的行為，甚至是否定國家主權的存在。

基本法第一條，「香港特別行政區是中華人民共和國不可分離的部分」，是國家對香港擁有主權的體現。第二條，「全國人民代表大會

授權香港特別行政區依照本法的規定實行高度自治，享有行政管理權、立法權、獨立的司法權和終審權」。這取代了殖民地時代英皇授權本地官員立法和執法等種種權利。特別的是，當年的終審法院是英國樞密院，現時終審庭在香港。這是全球首例，一個國家在收回失去的土地後，絕少豁免其實實施本國的制度及行使終審權，能夠這樣做，盡顯當年決策者的氣度和長遠眼光。

基本法第五條，香港「不實行社會主義制度和政策，保持原有的資本主義制度和生活方式，五十年不變」。第六條，香港「依法保護私有財產權」。這是「一國兩制」和給予港人「定心丸」的體現。第29條，「香港居民的住宅和其他房屋不受侵犯。禁止任意或非法搜查、侵入居民的住宅和其他房屋」。這是保障港人私有產權和使用權的條文。

香港地少人多，房地產向來在港人心目中佔一個很重要地位。香港在殖民地年代，實施土地批租制度，所有土地的大業主是宗主國，其所批出的是有限年期的長期地租租約，香港島及九龍半島界限街以南的土地當年屬於所謂「永久割讓」，故此所批年租租約較長。新界由於是當年的所謂租借地，租期至1997年6月30日止，所有批出地租租約到1997年6月30日前3天終結。為甚麼1980年代開始談香港前途？其中一個原因就是新界土地的批租租期快將屆滿，當年政府批地年期太短，影響投資的可行性，而小業主買樓後到九七年後，面對會否需要申請續批新地租租約和補地價給政府等等問題，而英國政府於97年6月30日新界租期屆滿，新界地區的管治以致土地樓房交易變成無法可依，假如當年不獲妥善解決，這將會是一場亂局。(二之一)