

內地下半年經濟企穩概率增

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

減息不改股市震盪格局。5月10日人民銀行宣布自11日起金融機構人民幣一年期存、貸款基準利率分別下調25個bp至2.25%、5.1%；同時將存款利率浮動區間上限由基準利率的1.3倍調整為1.5倍。

減息時點和力度符合預期。存款利率上浮上限擴大意味着利率市場化改革加速推進，減息基本符合預期以及邊際效應上的減弱，短期對市場影響有限。

穩增長改革措施協同推進

4月內地疲弱的外貿資料和物價資料是人行減息的直接觸發因素。進、出口同比-16.2%、-6.4%，均不及市場預期的-11.3%、-2.0%，出口連續兩個月下降顯示外需較弱。外需的走弱，使得內需穩增長更為迫切。然而，4月份CPI、PPI分別為1.5%、-4.6%，均不及市場預期的1.6%、-4.4%，價格低迷顯示需求仍然疲弱。降準使得貨幣市場利率大幅走低，相比降準，減息直接降低實體融資成本，穩增長作用更加直接，同時助力減輕債務壓力、化解債務風險。但受政策利率傳導不暢和銀行市場化改革影響，實體融資成本下降仍較為緩慢。

雖然總需求持續走弱，但利率市場化加快，金融改革將持續深化。結構調整和改革深化將為新一輪經濟增長打下堅實基礎。在穩增長和改革措施持續協同推進下，下半年經濟企穩概率較大。

牛市仍未改 維持高位震盪

深港通勢成港股新催化劑

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

滬指今年3月又開始另一輪升浪，4月升穿4,500水平後，5月開始出現明顯調整，似乎逃不過5窮的魔咒。

滬指5月5日重挫4%，創3個半月來最大單日跌幅，之後數天亦連續低收，延續調整格局。剛公布的經濟數據顯示中國下行風險加大，匯豐4月中國製造業PMI終值從3月的49.6降至48.9，是2014年4月以來的最低水平，製造業情況未見好轉，尤其是中小企，融資困難的問題並未因減息、降準得以改善。而經濟情況與股市走勢大幅背馳，抑制大市升勢。

此外，5月為新股發行高峰期，凍資不利大市走勢，而早前股市升勢過急，官媒頻頻向市場警示股市風險，市場憂慮監管層出招降溫股市，對市場構成了重大心理壓力。

事實上，自4月16日中國證監會收緊券商融資業務、暫停券商傘形信託等業務後，目前已有近30家券商大幅度調低了可充抵保證金證券折算率，以壓縮兩融槓桿。預料整個5月向下調整壓力仍大，但不影響未來上升走勢，中國股市今年繼續受改革推動大市向上，經濟放緩意味着未來政策繼續寬鬆。

內銀操作空間將更大

時富金融策略師

黎智凱

上周日中國央行再次出手，降息25個基點，並將存款利率上限擴寬至1.5倍，符合市場預期。若將此次降息計算在內，央行在短短六個月內已經進行了3次降息、2次降準，中國毋庸置疑已經處在寬鬆世代的大潮中。

一季度中國經濟數據表現不佳，隨後四月份進出口跌至六年新低，工業品市場量價齊跌，經濟下行壓力較大，需要刺激投資維護增長。然而宏觀調控手段中財政政策由於地方債高企、產能過剩等原因不能隨意使用，中國政府的眼光自然落在見效更快的貨幣端上。通縮風險是降息的另一大誘因，PPI跌幅超市場預期，通脹明顯下降，如果名義利率不降，實際利率反而會上升繼而導致貨幣供給不足。

利率市場化更關注風險溢價

此次存款利率浮動區間上調的目的反而在於給予金融機構更大操作空間，防止市場將上限解讀為誘導價。由於當前流動性充足，利率在下行周期，很少有金融機構會用到1.5倍的上限，上一次存款上限開放到1.3倍時也少有銀行一浮到

我們預計牛市依舊在前行，但市場短期波折，維持高位震盪格局。MSCI中國指數12個月動態市盈率約11.8倍，與歷史水平和其它地區市場估值相比仍然處於合理水平。監管加強壓制市場的風險偏好，增量資金流入下降，市場波動顯著加大。

股市熱、實體冷的局面引致監管加強，而隨著監管層對槓桿資金的監管加強，市場的風險偏好顯著下降，增量資金流入減少。4月末當周新開戶環比下降29%，上周資金繼續流出中國內地和香港股市，但流出規模降至6.45億美元。市傳證監會「視窗指導」機構減倉創業板，進一步壓制市場風險偏好，監管層指向「降溫」的意圖明確，創業板內部分化將加大。

應該看到，5月上旬，發電企業耗煤、工業品價格、商品房成交等高頻經濟資料表現總體偏積極。這些變化，體現了一系列穩增長政策所取得的初步效果，預計在更多穩增長和改革政策形成合力之前，經濟難見明顯起色，我們認為政府有必要推出更多積極的政策抵禦經濟下行風險。

聚焦「一帶一路」改革概念

新興產業成長、國企改革與「一帶一路」相關的周期資產仍是本輪市場牛市的兩大主要方向。改革層面已經取得進展，例如國企、金融改革。國企改革頂層方案和京津冀一體化方案可能會於近期出台。改革驅動與基本面變化仍是後市關注的核心變數，趨勢相對較好的資產仍是政策轉型與基本面敏感型資產。例如地產銷量回升帶動房地產、家電等。未來穩增長的必要性上升，財政加碼受益的新能源、水利、電網及高鐵也值得關注。

最快月內宣布 料末季開車

港股方面，早前中國證監會公布容許內地公募基金通過深港通投資港股，為港股迎來轉機，由3月的2萬4千水平，大幅上升至4月高位2萬8，但5月亦跟隨A股及外圍回落，下望早前4月底低位2萬7水平。然而，港股後市仍值得期待，現時恒指及國指預期市盈率為13倍及9.7倍，相比滬指的17倍更為吸引，而且還有多項利好因素帶動未來走勢向好。

早前中央公布放寬保險資金投資本港創業板，而內地公募基金未來逐漸來港投資，相信未來港股不乏資金支持。再者，萬眾期待的深港通已獲國務院批覆，現由中證監及香港證監會協商方案細節，兩地證監批准後，最快月內宣布，預期最快第四季度初推出，屆時將為港股帶來另一次催化劑。

短期回調提供入市良機

預料經過早前大漲的中港兩地股市5月繼續波動，但回調卻為投資者提供入市機會，之前未能捕捉4月升浪的投資者，可伺機建倉，迎接下半年升浪。

投資者漸習慣降息降準節奏

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

隨著近日中國經濟數據走低，維持過去幾年的情況，下行壓力使然，人行在短期內再度降息，剛過去的周日有此一着，外界並不感到意外。事實上，在上周後期，中港股市皆有一定憧憬，估計行動時間，不外乎上周五黃昏或上周六，說起來，上周日比起預期已是稍為晚了一點點，但總的來說，沒太大的懸念，只在遲早，形式也不會相差太遠。有此廣泛普遍的預期，究其原因，是投資者與央行有着良好的互動，期望管理漸漸建立起來。

是的，從2013年開始，不同渠道，不同方式，均在告訴大家，中國經濟進入新的階段，改革是結構性的，不再單純追求增長數字本身，也要看增長的質素，此之所以，過程中，大有可能出現增幅降低，這本身是不足為奇的，真正重要的是，怎樣在經濟增長速度放慢之際，可以把這種力量有秩序的控制，以免一下子經濟降溫太急，要再重新刺激便又有點麻煩了。正是這樣的背景之下，大家不難發現，2014年起，財政政策和貨幣政策，各司其職，各有新猷，亦是官方所說，工具箱內仍有很多工具的一個意思。

有壓有保 避免形成負面循環

說起來，不難理解的是，一邊要降低整體增長速度，但另一邊卻要在不同細節和環節上，稍後給予支持，兩者都重要，但前者是長遠的目標，後者是短期的水平，不可偏廢，以免前功盡棄。

事實上，這就涉及了一個難題。既然長遠是要經濟增速放慢，那麼，市場自然形成增速放慢的預期，如此一來，投資者和一般老百姓，都會相應地有本身的打算。然而，正由於市場可以如此形成預期，而往往多年後的可能性，都在市場買賣行動中提早反映和實現，太早的或過度的反映，時有所聞，絕非例外，官方若要有秩序地行事，則過程中少不免也要有一定的動作，這裡那裡扶一下，這裡那裡給予支持，別讓大家一面倒的形成悲觀或負面的循環。

由此可見，過程的艱鉅，正在於涉及不同時期看來有點不一致的要求，雖然長遠而言，可能是短期做得好，有助長期做得好，但兩點之間的動態，才是極考工夫的一個動作。

觀股市反應 投資者普遍歡迎

無論如何，觀乎股市上的反應，投資者普遍是給予歡迎和贊成的。當然，不同人有不同的預期，對於具體的降息降準時機和力度，更不可能完美地預測準確，但無可否認，投資者已愈來愈習慣央行的出招方式，這一點絕對是好事，因為央行已不經不覺在市場參與者心中，種下了期望的種子，讓大家自行填補留白的地方，這樣一來，央行的行動更易取信於投資者，期望管理的妙處，妙不可言。



人行在短期內再度降息，外界並不感到意外。

「補地價仲裁先導計劃」應可行

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

特區住宅土地有三大主要來源，官地、鐵路公司及私人補地價項目。在2014年《施政報告》提出多項對短中期土地供應的方向，更針對地向私人補地價項目提出「補地價仲裁先導計劃」，期引入香港商界已接受的和解機制去加快達成補地價協議。先導計劃會試行兩年，再由政府檢討。

土地契約修訂/換地（含補地價商議）是申請人與地政總署之間的私人合約事宜，必須在雙方同意情況下才能完成，其中最富爭議性莫過於補地價數目多少。一般程序下，地政總署提出的補地價金額(不論是首次或每次上訴後提出的)，申請人在一個月內可以考慮，逾時未答則算失效，而且不限上訴次數，這做成某些大型住宅土地補地價時間拖延逾十年，直接令政府不能主動調控每年度住宅供應量。從另一角度看，申請人於現行補地價商議過程中較具彈性，可以根據市場情況及自身公司現金流轉和項目推售能力去決定何時會完成手續。

政府專業界開發商三角度探討

最近第六屆大中華仲裁論壇於五月初在香港舉行，當中專門論及補地價仲裁先導計劃，並且從政府部門、專業估價界及開發商三個角度去探討計劃的可行性。筆者以專業評估師角色論述整個仲裁流程、仲裁庭機制、仲裁協議內容、仲裁員書面聲明內容、估值基準日(及其可能變更機制)、仲裁時限、仲裁庭適用相關本地及國際法規等等。

據了解，截至當天，成功啟動仲裁程序去處理補地價爭論的申請數目不多，但是高興地不久未來應該會有首宗仲裁庭開始。土地業主仍持觀望態度，主要是仲裁庭的決議為最終裁決，並具約束力，除了某些仲裁員或仲裁庭行為被裁定不規範下才可取消裁決。大部分開發商不願意當上首位申請人，希望其他土地業主先嘗試成功才進行。筆者反問為何業主們不具信心呢？

制定過程充分諮詢主要持份者

在整個「先導計劃」制定過程中，地政總署已充分諮詢主要持份者，包括服務性的專業團體、地產發展商組織、立法會、相關執行政府部門等等，並且就相關提出意見進行反覆論證，討論、

反饋後再諮詢，才最後定稿。公平地說，現時公布「補地價仲裁先導計劃」參考便覽已基本上涵蓋各持份者意見，並且力求仲裁庭在公平、公正、透明及簡短下操作，例如仲裁庭有三個成員來自法律界及專業評估界別，務求仲裁庭依照現行仲裁法和專業評估行為下盡快得到最後裁決。各仲裁員來自專業界別，自然會持守自身學會的執業守則，並且也受到本地仲裁修例，《防止賄賂條例》(第201章)及國際律師公會編訂的國際仲裁利益衝突指引監管，社會人士尤其土地業主應該放心。

特區政府說明是先導計劃，首階段為期兩年，然後再檢討。在兩年間，筆者深信地政總署必會時刻檢討，並且於大框架下進行逐步微調，盡量合情合理合法下創造成功案例，以換取市場信心。

某些學者提出補地價以基本數（約佔七至八成）加上項目落成後從總收入分成的方法，其實是不太可行的。究其原因補地價必須以估價基準日制定，如果政府只能收取一部分現金再提成，公眾人士會質疑開發商可以壓低建成樓價去減分成。在開發資金融資方面，開發商會先付完地價，然後利用土地產權抵押給融資方去借貸建築費用和其他支出，這種分成方法會影響融資方如何計算可以借貸金額。

某些地產商認為補地價金額的爭議源自政府與發展商對土地估值上的考慮原則性的差異，主要分歧是政府估價只考慮土地將來發展後的價值，並不考慮業主購入土地時的附帶成本，如土地上建築物居民拆遷補償，拆卸成本等等。現行公布的首導計劃政府已清楚說明涉及政府政策及土地契約的詮釋，政府不會接納在先導計劃下仲裁。筆者同意上述意見，因為現行釐定補地價金額相關常規已運行一段日子並為業內上下普遍許可及接納，如果進行全面修改必須得到各持份者及公眾同意。

增運作透明度完成度可達雙贏

「補地價仲裁先導計劃」是政府勇敢地踏上加快補地價程序第一步，還需要時間去優化及論證。為了建立市場信心，政府應挑選較為簡易案例啟步，而發展商應充分了解仲裁機制相應配合政府善意，務求做到補地價工作於公平、公正、快速、陽光下完成。在這個「先導計劃」下，既可增加運作透明度及完成度，也可依據專業評估師的專業常規進行，是個雙贏局面。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。

美國勞工市場表現仍參差

中銀香港高級經濟研究員

卓亮

美國四月非農業職位增加22.3萬份，與市場預期相若。同時，3月新增職位數目大幅下調至8.5萬，令最近三個月均值跌至約20萬份。就業報告的具體內容顯示，美國勞工市場質與量之間依然存在明顯反差。

失業率下跌0.1個百分點至5.4%，為2008年5月以來低位。惟失業率改善的幅度大幅拋離就業人士佔適齡就業人口比例，顯示失業率高估復甦動力。另外，職位增長的結構亦反映勞工市場的活力今不如昔。

職位增長結構不尋常

首先，根據勞工統計局的家庭調查(household survey)，在4月，55至69歲人士的職位數目上升26.6萬份，超過職位升幅總額。換言之，其餘年齡層的職位總數實際上出現萎縮。事實上，從2007年開始，55歲以上就業人士職位累計升幅超過700萬份，是唯一錄得正增長的年齡層。相比之下，25至54歲的人口理應是勞動力的主要來源，但在這期間職位卻減少逾400萬份。已接近退休年齡的人士反而成為就業市場的主力，是相當不尋常的現象，也是金融海嘯後的一大特徵。

美或延至末季才加息

其次，目前美國全職職位的數目仍低於八年前的水平。家庭調查結果顯示，4月兼職職位上升43.7萬份，為10個月高位。同時，全職職位卻減少25.2萬份，恰好是10個月以來最差表現。兩者的對比顯示閒置勞動力依然較為嚴重。

綜上所述，美國失業率持續下跌，職位數目增長不俗。惟由於勞工市場整體表現仍參差，相信可以基本排除聯儲局6月加息的可能性，首次利率調整或要延至第四季。

