

「十三五」規劃將展現新機遇

時富金融策略師
黎智凱

隨着進入2015年下半年，中國「十二五」規劃走入尾聲。同時，中國未來五年總體發展方向的「十三五」規劃也進入立案階段。規劃方案將在今年7月底進行內部討論，並在10月開始在五中全會研究及通過。是次「十三五」的前奏和以前的不同，五年計劃的目標有明顯的轉變，當中分別為：建立小康社會、全面深化改革及轉變經濟發展方式。「小康社會」目標多為政治及社會體度的確立，故不在此論。

中國從「十一」開始的經濟規劃，上至省、市、部門，下至國企、企業都對此「交足功課」。這個十年來，中國的資本及勞動力有不少投放在基建相關的產業上。有市場就有競爭，競爭一方面帶來的經濟增值快速，但亦很快耗盡了GDP的額度。十年過去，面對整體經濟規劃發展過熱，基建、建材、內房等板塊基本上都出現產能過剩，中國下一個「保7」真的難。

藉「一帶一路」優化產業鏈

我相信在這目標下，「十三五」規劃中指出深化改革目標的政策正是要着墨社會規劃及優化產業鏈。故此，中央提及的「一帶一路」、「互聯網+」、「P2P平台」等概念，正正想把中國經濟發展中出現過熱的產業重新包裝；「一帶一

路」成為基建相關發展商的出路；「互聯網+」強化了零售、服務、金融的銷售渠道；「P2P平台」補足了銀行體制對融資業務的不足。同時，作為產業鏈的一部分，市場追求高利潤，一來要吸引產業發展商，二來這對政府GDP數字的支持最為明顯。現時的中國主要經濟發展支柱的多見飽和，加上中國大部分產業企業處於傳統產業價值鏈的低端，技術及創新能力弱、生產、經營及裝備水平低，而且專業人才短缺，無法建立知識產權和品牌，參與競爭就是靠「低成本、低價格、低利潤」，這種「做爛市」狀況難以為繼。這也是為何國策未出，「一帶一路」、「互聯網+」、「P2P平台」的字眼出現後，多個省、市、企業都發出宣傳稿，說自己可以在當中擔當重要角色，更有企業已經直接推出相關業務。

經濟轉型 防勞動人口失衡

而至於經濟發展模式，雖說中國式的執行力不可小覷，但若中國在「十三五」將發展方針轉型為深產業鏈優化，當中需求的勞動力將會和現時主要的勞動人口供應會有落差。這群勞動人口可以穿州過省的工作，但其工作技術多是不流動的。如果經濟發展轉型，中國會出現勞動人口失衡，這個部份雖有領導人提出的「中國製造2025」的概念出台，但當中的培養體系會否有這個能耐強化這個數量的勞動人口需要考量。

股市推動改革 內地需學期望管理

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

當大家覺得6月底至7月初，全球市場的緊張刺激，已經完結，且慢，可能只是剛開始。

不錯，歐洲方面，西線無戰事，歐債問題，起碼希臘那一關，短期未必再是天上演的新聞焦點，雖然人人都明白，拖得一時，拖不了一世，如今的情況，只是久延殘喘，希臘的實體經濟若無法大幅改善，欠債仍難清還，這一刻可以放他一馬，不代表另一刻同樣可以網開一面。不過，說到底，這也並非當前的焦點。

最多人關心的主題，原則上，始終是主導全球的美國，究竟加息預期如何。關於這一方面，三朝兩任便有更新，人人都在估聯儲局的立場，透過官員們的說話，字裡行間，盡可能找出微言大義，而近日美國聯儲局又有新消息，當局有職員似乎不小心透露了內部的意見，讓外界得知。究竟是怎樣的不小心，陰謀論姑且不談，其實觀乎內容，與主席耶倫一直所說的，並無什麼大出入。以此觀之，投資者應不至於突然改觀。如此一來，又何來緊張刺激？雖然，近日全球商品價格急跌，不多不少，可能與加息預期有關，也說不定。

結構性改革再深化 走向市場化

說起來，當前最有可能令人真正感興趣的，其實是中國的前景前途。可不是嗎？隨着中國過去三十多年的開放改革，高速增長後，如今已成為全球舉足輕重的龐大經濟體，其任何舉動，都必然受到全世界的注意。

近年，中國走的路向，明顯是在把結構改革再深化一點去做，不論是反貪腐，不論是環保，不論是推動市場化，說起來，都是要把多年來改革過程中，可能出現的沙石，都有點清理，為將來要走的路，鋪平鋪順一點。

資本市場發展 有利搞活經濟

目前關鍵一步，是怎樣利用市場作為資源配置的決定性作用。從去年初開始，大家觀察到，內銀和內房的重要性，不可以無止境的依賴，反而是透過資本市場的增長和發展，推動大大小小的良性循環，以股市的成長，讓企業集資有渠道，讓老百姓的儲蓄有出路，發揮出金融中介的傳導角色，互通有無，各蒙其利。

事實上，眾人正是了解這樣的背景下，才有樂觀的情緒，把握去年起的機遇，大家先從新股市場上，賺得了錢，更賺得了經驗，而這種經驗是有感染力的，讓身邊的人也躍躍欲試。

面對跌市 當務之急穩定信心

正是從這種樂觀情緒帶來良好回報的循環中，過去一年半，中國股市出現了大規模的上升勢頭，事前沒有人估到會出現，正如沒有人估到，在6月中起，竟然以三數個星期的短時間，大家會收緊資金觸發的跌市循環中，產生出不同的看法。目前當務之急，是從信心方面入手，這一點，正是美國聯儲局的拿手好戲，金融海嘯至今，聯儲局從量寬到退市，由退市到如今談加息，無不從信心的期望管理着眼。

A股處波動市 系統性風險有限

太平金控·太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

百家觀點

A股回穩後，昨天又出現斷崖式的急跌。上證綜指下跌8.48%，創超過8年來最大單日跌幅。不過，A股未來主要為波動市，系統性風險有限。需要進一步觀察監管層對市場的態度。

股市的表現符合本欄周二《A股進入震盪築底期》一文的預判。我們指出，「信心重塑仍需時間過程，有序復牌和資金重新入場的博弈，令反彈幅度難以一蹴而就。因此，短期內股市會在波動中上行，市場目前正進入震盪築底期。」「繼續穩定市場仍是目前的首要工作，估計隨着市場的運行逐步恢復正常，為了防止再次助長投機，官方的流動性支持會逐漸淡化，將逐漸步入個股的分化階段。」

政策強力出手後 大市已反彈

經歷前期毀滅性殺跌後，市場在政策強力出手後反彈。7月9日反彈以來，上證綜指、創業板指最大漲幅分別為24%、31%，個股漲幅中位數58%。股災前的5月停牌公司已有350家左右，目前兩市停牌公司已降至522家。7月14日後市場走出6連陽，個別板塊略反彈，而軍工、農業養殖、國企改革等板塊隨着新熱點出現而持續上升，板塊走勢有所分化。

此外，隨着7月9日大市止跌，兩融餘額開始企穩並探底回升。今年6月18日以來A股回調，兩融餘額從2.27萬億元（人民幣，下同），的高位連續、快速回落至1.2萬億元左右。而截至上周四止，滬深兩市合計融資餘額為1.46萬億元，較前一天增加190億元，連續三日回升，自7月9日低點以來回升1%，創七周最大漲幅。

A股急挫，市場列舉了幾方面的原因：1) 美聯儲加息預期強烈、外圍股市大跌；3月以來內地生豬出欄價漲幅已超40%，豬價上漲帶動食品價格底部回升，或拉高CPI到3%，貨幣政策或陷兩難；2) 國際貨幣基金組織(IMF)敦促中國退出救市措施，壓制了政府的市場干預；3) 中國7月非官方中國製造業PMI初值跌至48.2，為15個月來低位，前值49.4，預期49.7，新定單、新出口定單等多個分項指數跌入收縮區間，反映製造業需求乏力，經濟形勢仍不容樂觀。

平均估值仍高 市場將續調整

其實，更應關注的是，流動性是此前市場上漲的重要邏輯，尤其是槓桿帶來的流動性將出現新的變化。市場恢復信心需要時間，在這過程中，為了解決流動性風險，市場近期選擇拋出流動性相對較好的股份，因此對大市的影響也特別明顯。

此外，即使經過此前的一輪調整之後，A股的平均估值水準依然偏高，市場需要進一步點爆高估值，釋放風險。短期內市場將繼續調整高估值。

最近兩周回升更多的是國家隊維穩以及技術性反彈，目前來看，政府亦需要通過市場表現對此前的政策措措作判斷，短期政策面變化不大。國家隊何時退出成為市場的懸念，未來市場震盪壓力依然較大。



■ A股未來主要為波動市，需要進一步觀察監管層對市場的態度。
中新社

澳元創6年新低 房產投資更吸引

AMTD尚乘資產管理有限公司主席
曾慶璣

自去年美聯儲宣佈退市後，強美元時代又再展開，美匯指數由過去80水平，攀升至現時的97水平高位，預料未來向上趨勢不變。美元持續強勢，拖累商品價格走跌，但同時令海外股市及樓市的投資價值上升。

美國經濟繼續走強，美聯儲加息的預期漸濃，市場預料聯儲局在9月加息的機會超過50%，美元走強已成市場共識，加劇商品價格走跌。主因商品以美元報價，美元升值令商品價格上升，導致來自非美國的需求下降，拖累商品價格受壓。從過去表現來看，美元的上升周期維持數年，意味着對商品價格或造成長期壓力。近期油價繼續回跌，未來伊朗可能重返國際石油市場，油價未來走勢並不樂觀。

美元走強 金油價未止跌

黃金近日更展跌浪，紐約期金現已跌穿每盎司1,100美元水平，今年從高位下跌逾16%，主要受累於美聯儲9月加息的預期升溫，令與美元有替代效應的黃金吸引力下跌，資金轉移流向美元資產，令兩者呈相反走勢。另外，6月環球市場受希臘危機困擾，黃金成短暫避險工具，一度終止了金價的下降勢頭。然而，隨着希臘與債權人達成協議，市場恐慌情緒降溫後，資金又重返股市及債市。

再者，全球最大消費國之一的中國，經濟增長持續放緩，而且早前股市出現重大調整，預料未來或影響黃金及石油的需求。因此，如投資者想趁低吸納相關資產，現在可能仍未時候。

量寬持續 歐日股市看好

然而，於美元強勢下，環球不乏投資機遇，當中我們繼續看好歐洲及日本股市，由於美元升值，加上歐、日量化寬鬆政策持續，歐元及日圓維持低企，有利出口股表現，股市仍具上升動力。

此外，對於資金充裕的投資者來說，投資外國房地產更成近年趨勢。因本港樓市已升至歷史高位，投資價值已不及往年，加上加息在即，未來樓市面對調整壓力，但美國加息令港元相對其他貨幣的購買力上升，使港人購買其他外國資產變相便宜得多，當中受澳元貶值的推動，澳洲樓近年受到投資者的追捧。澳央行今年兩度降息至現時2厘，加上美元升值的影響下，澳元對港元1年下跌了20%至現時5.6水平，創6年新低，加速投資者的入市步伐。以現時匯率計算，澳洲樓入場費一般為200多萬港元起，而且能造8成按揭，相比港樓甚具吸引力。由於需求旺盛，未來仍具有上升動力，澳洲去年整體樓價上升了10%，其中政府更大力發展布里斯班，於市內的皇后碼頭興建賭場渡假村，升值潛力更高，投資者可多加留意，考慮部署澳樓作長線投資。

內地貨幣政策需加強結構調控

交通銀行資產管理中心

根據內地上半年貸款投向統計報告，信貸佔社會融資規模的比重明顯增加；在信貸當中，6月末，房地產貸款佔全部貸款的比重大幅升至22%的歷史最高，而三農、小微貸款增速還在放緩；與此同時，企業中長期貸款增速放緩，而短期貸款和票據融資增速開始加快。

在前期降息降準「穩增長」效果逐步顯現的同時，貨幣政策亟需加強結構性的定向調控力度，進一步優化融資結構和信貸結構。

而上周公開市場出現明顯緊縮的情況。上週央行在公開市場貨幣投放700億元(人民幣，下同)，當周到期資金為400億元，全周淨投放資金300億元；不過，考慮到500億元的國庫券存到期，實際上央行已經連續兩周淨回籠資金，引導短期

貨幣利率上行。

就債券收益率變動看，在IPO打新資金回流及境外央行增量資金入場的合力作用下，中高評級信用債收益率大幅下行。目前，三、五、七年AA+城投收益率均已回落至五年新低，預計在債市流動整體充沛的格局下，債券市場「信用及期限利差都將迎來高位跌落的拐點」。

一線房價續漲 CPI增速將上行

受能繁母豬存欄下降的衝擊，6月豬肉價已漲至四年來同期最高；與此同時，70城市新房價格環比由負轉正，北、上、廣、深一線房價繼續領漲；預計受需求結構改善，消費對經濟增長的貢獻提升的影響，下半年CPI增速將逐季上行。

入已逐漸見底，購買物業信心在恢復中，令到七月來睇樓回升約10%。因為首二季樓價持續低迷，銀行估值依賴歷史性成交均價，當前市場出現銀行估值不足情形。澳門房地產評估業協會倡議同業把評估時間盡量縮短，令估價迅速貼近市場價格，幫助市民入市。

經濟下滑同樣地出現在工商物業市場上。在中國反貪聲中，澳門賭場內豪客大幅減少，高檔貨物消費風光不再。遊客區內尤其酒店/賭場附近店舖生意額急速下降，物業租金/價格回吐二成以上，但是也造就不少新鮮品牌「低吸進駐」。所幸還未出現大量吉舖，基本上在現階段暫時喘定。

年輕創業者 造就工廈小陽春

鑑於近年澳門年輕代興起「小本創業」潮流，小型零售行業和飲食公司近期進駐居民區的店舖，令到這些居民區民生舖位「有價有市」，租金出現輕微升幅，實是可喜的經濟發展。一些舊工業單位的業主準時機，將手中大型工業單位改裝成為微小單位，然後分租給年青創業者，正好造就工業樓出現租務小陽春情況，也有有效地分配社會剩餘的資源。踏入下半年，這些工業樓宇會逐步升溫，激活日漸低迷的工業物業市場，也有助改善工業區市容及促進該區經濟發展回歸正常化。

自從珠海橫琴區「破土而出」後，橫琴十字門商業區

已開售數個標誌性辦公室物業發展項目，部份境內外投資者被吸納去投資，澳門辦公室市場受壓，出現價格走低，成交量萎縮現象。不過澳門仍有不少新酒店/賭場興建中，未來數年澳門仍然不乏大型基建項目陸續興建完工，國際投資者對澳門興趣未減。

商廈價跌租升 吸投資者回流

今年首四個月，共有1,908家新公司在澳門註冊成立，按年勁升17.9%，主要來自批發及零售業、建築業及金融業。上半年澳門寫字樓市場出現「價跌租升」現象，資本值均下跌5-10%，但是租金卻有約5%升幅，整體投資回報反而回升到2.3-2.5%左右，有助吸納部份投資者回流。如果整體澳門經濟下半年保持平穩，辦公室市場可望保持於現今合理區間內。

今年上半年澳門整體物業市場出現「價低量疏」局面，但是步入下半年後正在浮現價量雙雙企穩形勢。如果平穩情形可以保留，發展商會於今季積極開售新盤餘下單位，激活低迷市道，市道會轉向正常化。在工商物業市道受下滑的經濟情況影響下，上半年的表現也不是理想。正待經濟情況受控後，下半年可見工商物業租金回升，再拉動買賣活動恢復，整體投資氣氛可望回歸理性。注意珠海橫琴效應會日益加大影響澳門市場，當兩地價格逐步拉平時，相互牽引用力才會消失了。