

中國養老基金準備入市

時富金融策略師
黎智凱

我最期待的養老基金開始入市了。自從7月開始諮詢，國務院前日印發《基本養老保險基金投資管理辦法》，明確規定養老基金投資於股票類產品比例不得多於資產淨值的三成，自前日起實施。

只有國企才可受託

當中指明「國家特設機構擔任受託人……受託機構，是指國家設立、國務院授權的養老基金管理機構……」，即是只有國企才可受託。全國社保基金算是國企級別當中最高機構，自2000年以來運作經驗較市場對手強，受託管理基金獲得年化8%以上的收益，基本養老金委託社保基金自然順利成章。以山東省為例，於上月將一千億元職工養老保險結餘基金委託全國社會保障基金理



■養老基金投資於股票類產品比例不得多於資產淨值的三成。 資料圖片

事會投資運作。

當然，要一間進取型的基金公司去管理投資理念較為保守的基金確實有點格格不入，但現時把主要資金集中在手也算是政治正確。中國在這個時候來開放養老基金的投資限制，口裡雖說入市不是為了救市而來，但自從養老基金2005年立法執行以來，10年來養老基金只能作存款、買國債，直至現在才說要多元資產配置，也未免反應太遲鈍。

救市功用取決限制

中國股市早前3次加注入主股市，均是在3,500點水平以上，但無奈3次加注皆無法穩定股市，甚至連自己亦「蟹貨」。以中國在7月初說的3萬億元救市資金為準，股市若跌一成，可以想像救市資金市值立刻蒸發千億以上。現時市場多估計養老基金能夠投入約七千億元，這個金額到底對這個三度救市均無效的市場有什麼起死回生的功用呢？一個股市用3萬億元來撐起，但指數亦撐不起來，中國證金、券商、保險公司在這兩個月來應已錄得巨額虧損，只是中國明顯不打算止損離場。養老基金應該如何入市，才不至於車毀人亡，就要看養老基金可以買什麼股份，即是基金與受託人的合約限制了。只希望這一隊「國家隊」不會因為全國社保基金對保守基金的管理經驗不足，或急於下場而成為大跌市的

新興市場現危機 印度反突圍而出

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席
曾慶璘

新興市場受到美元持續強勢及加息的預期不斷升溫影響，資金近年已見流出。今年更因商品價格下瀉及人民幣貶值，引發新興市場貨幣暴跌，環球資金進一步逃離新興市場。繼希臘債務危機緩和後，新興市場危機成為環球另一關注焦點，現時投資者對投資新興市場可免則免，但當中印度市場不宜看得太淡。

憂貨幣戰 亞幣重挫

早前人行轉換新的匯率報價機制，一次過下調人民幣對美元匯率近2%，市場出現恐慌，貨幣戰的憂慮又再升溫，令眾多亞幣重挫。當中商品出口國更受到商品前景暗淡拖累，貨幣跌幅尤其嚴重，如俄羅斯、馬來西亞及巴西等貨幣，年初至今對美元分別下跌了15%、15.3%及23%。資金撤離，股匯齊挫，MSCI新興市場指數今年已暴跌12%，重回2011年10月低位。根據美銀美林8月調查顯示，有超過三成的環球基金經理減

持新興市場持倉，創下歷史新低，相比2008年金融海嘯時更為嚴重，反映投資者的悲觀情緒處於高點，但亦意味着新興市場可能出現超賣，隨時出現反彈。

油價下跌 印度受惠

相反，印度突圍而出，該調查指環球投資者仍繼續增持印度市場，印證了印度經濟基本面良好，投資氣氛仍然樂觀。MSCI印度指數年初至今升幅有逾6%，大幅跑贏新興市場指數。印度由於依賴石油進口，能受惠於今年油價下跌，有利經濟增長，因而與石油出口國形成對比。此外，7月印度消費者物價指數(CPI)按年升幅放緩至3.78%，遠低於市場預期的4.4%，反映低油價幫助印度舒緩通脹壓力，加上人民幣下跌，未來輸出通縮的效果逐漸顯現，固加強了央行年內減息的預期，印股後市仍有上升動力。

盧比穩定 前景理想

另外，今年新興市場匯率普遍大挫，但印度盧比相對穩定得多，今年至現在對美元只有3%跌幅，反映印度未有出現大規模的走資。印度背後受到經濟改革的推動，未來前景繼續值得憧憬，觀乎印度能在新興市場風暴中企穩，足以印證其實力。印度基本正面逐漸改善，經常賬赤字佔GDP比例有所收窄，改革的成效亦漸由企業的盈利反映出來。根據彭博的預測，今年第二季印度Sensex指數EPS增長率將可能由負轉正，今年全年的EPS增長率預估值更高達20%，預料印股後市將受企業盈利向好所帶動。



■印度盧比相對穩定，反映印度未有出現大規模的走資。 資料圖片

人民幣貶值對內房的影響

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業



■人民幣貶值會增加內房企業的成本負擔。 資料圖片

8月12日，人行宣佈進行中間價改革，立即引起人民幣貶值。不過隨着人民銀行於同期後召開新聞發佈會表明今次只不過是一次性措施，並明確表示人民幣貶值10%或以上是不可能的。基本上再貶值局面暫時告終了。上周末專欄撰文談及貶值對香港舖價影響後，客戶群再諮詢其對內房影響，本文試淺談未來影

響。

寬鬆樓市政策見效

先看當前內房狀況。國家統計局於8月12日公佈數字顯示，今年1月至7月房地產開發投資52,562億元（人民幣，下同），同比增長4.3%，增速比1月至6月回落0.3個百分點。今年以來，各月投資累積增速回落幅度逐月縮小，房地產開發投資出現企穩趨勢。其中佔上比重超過三分之二的住宅投資達35,380億元，同比增長3%，增速比1至6月回升0.2個百分點，為2014年（即中央開始推行房地產寬鬆政策的同年）以來的首次回升，逐漸體現政策的累積效果。加大投資力度源自去庫存活動奏效。1月至7月，全國商品房銷售面積59,914萬平米，同比增長6.1%，增速比1月至6月提高2.2個百分點，銷售額41,171億元，大幅增長13.4%，增速提高3.4個百分點。兩組數字差距反映樓價上升走勢，開發商發覺銷售改善減少優惠或甚至提價。隨着樓價逐漸上升，最近銷售有所放緩，並且7月、8月是內房傳統銷售淡季，可否維持持續升勢要看暑期後數據了。大約一周後，國家統計局再發佈7月70大中城市住宅銷售價格顯示，新建商品住宅銷售價環比上漲城市達到

從A股到人幣 投資者反應有變

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

相信沒有人想像到，由6月中開始，A股可以跌這麼多。尤其此前一年半，在改革的主題下，各種政策配合，資金到位，賺錢的經驗令氣氛高漲，投資者沒有理由不樂觀，外界沒有理由懷疑。不過就在僅僅一個星期的空當，當融資收緊的問題，困擾部分過度槓桿的投資者，抵押品價值下跌，造成惡性循環，繼而讓股市跌了又跌，原本根據過去經驗愈跌愈買的人，變成愈買愈跌，套牢再套牢，內地股市術語，是深套了。

愈買愈跌 樂觀變悲觀

在這一個星期，沒有大家想像中的救市言論或政策，雖然在隨後的幾星期，甚至直到現在，仍然不時有救市的措施推出，但似乎投資者已由原本絕對樂觀，愈跌愈買中，一百八十度轉變了。不管早前官方打算保的是指數點位，抑或是危機時的市場流動性，均不再重要，投資者信心失去後，要重建是很考工夫的一回事，期望管理，從來知易行難。同樣令人想不到的，大概是8月的人民幣貶值。誠然，隨着A股下挫，大家總料到，人民幣匯價有一定壓力，是來自資金外流的傾向，或起碼資金流入的速度減慢同時進行云云。這一點，即使外管局的發言亦沒有否定。官方的說法是，過往出現的過度資金湧入已經得到改善。然而，無論是流入的減慢，流出的加快，抑或兩者並存，顯然在時機上，是與A股跌後的市場狀態有密切關係。對於外界投資者，特別是歐美市場人士，A股下跌的影響未必太大。畢竟，在相對封閉未開放的股市中，外資參與的程度其實不高，較接近的只是在香港間接操作，以港股為工具。當然，A股方面，一定程度的境外投資者參與是存在的，但總的來說，不足以影響大盤到這樣的地步。

匯價變動 涉貿易競爭

可是，人民幣是有戰略上的不同。匯價的變化，涉及不同國家的幣值，以至出入口的便宜或昂貴，資金的大舉流入流出，是可以預期的後果。再進一步而言之，外匯儲備的佈局，不同地方的財金對策，以至國與國之間的貿易戰或貨幣戰，一直是市場上人人關心的事。君不見，隨着人民幣貶值，港股自然繼續下跌，但更重要的發展，是區間周邊國家的貨幣，不少均有大幅度的下跌。奇怪的是，在人民幣貶值後，美元竟亦下跌。這樣一來，若以人民幣貶值帶來出口刺激的說法，不管原意是否如此，但起碼從效果上，已經足夠抵消了。亞洲地區潛在競爭者貨幣貶值，再加上美國淨輸入中國貨的地方而言，佔比甚多，均有匯價的回落，這樣一來，出口一事，顯然不是重點了。剩下來解釋是什麼？這就是大家面對的不明朗因素，是財金政策的戰略改變？抑或改革遇阻力？此之所以，看似不太相關的美股，竟亦有上周五（21日）的跌幅，如此說來，西方投資者的敏感程度，切勿低估。



■隨着A股下挫，人民幣匯價有一定壓力。 中新社

壞消息不斷 投資者心亂

賣壓湧現 原因成疑

比較說不通的是賣壓不分青紅皂白地殺出。STOXX Europe 600指數本月迄今慘跌6.6%，與能源股6.6%及基本資源股9.2%的跌勢相較之下，也好不到哪裡。此外，根據德意志銀行，中國為德國大型企業貢獻9%營收，對獲利的貢獻度更高達15%，然而這仍難以說明亞洲成長疑慮為何導致側重歐美的製藥及醫保類股賣壓湧現。

發達經濟體增長穩健

事實上，發達經濟體的增長仍然相當穩健。據8月21日發佈的調查顯示，歐元區當月企業活動意外加速成長。能源價格下滑，令家庭有更多資金可用於其他商品及服務上。即使挖掘原材料的企業蒙受其害，但卻惠及購買原材料的企業。在跌市中低價搶進市場的贏家將獲利豐厚，但這僅有在迷霧開始煙消雲散的時候才管用。

路透熱點透視專欄作家
Swaha Pattanaik

股市投資者因利空擠壓而深受其苦。在中國經濟面傳來壞消息，且以製造業為主的新興市場國家貨幣貶值後，他們也只得無奈接受這番慘淡的情景。

據8月21日出爐的採購經理人調查報告顯示，中國製造業萎縮的幅度為逾6年來最大。亞洲股市齊跌，泛歐績優股FTSEurofirst 300指數開盤旋即觸及7個月低點。各類股票分類一度全軍覆沒。英國、法國及德國股市今年初所錄得的漲幅如今已告腰斬。

確實，亞洲新興經濟體增長放緩，不失為出脫特定股票的好理由。中國經濟增長縮減，打壓對原材料的需求，令大宗商品價格承壓。油價將創下近30年來最長的連跌紀錄。這肯定損及能源及礦業類股。亞幣貶值也對西方同業的競爭力構成挑戰，比如汽車行業。

31個，下降城市只有29個，為2014年5月以來上漲城市首次爬過下降城市數目。與去年同期相比，70個大中城市中，下降及上漲城市是67個及3個，明顯地內房市場已觸底回升了。

北上深樓價全面漲

一線城市繼續漲漲，除廣州新房價格比去年微降0.3%外，北上深新房及二手房同比及環比價格均全面上漲，尤其是深圳市，新建商品房和二手房價同比分別於7月上漲24.3%和24%，另外北京二手房、上海新房及二手房同比漲價分別是10.9%、3.6%和5%。除了深圳市場被形容為瘋了外，首7個月部分熱點城市如寧波、杭州的銷售面積及銷售金額同樣上升超過50%，反映「超賣」，二線城市銷售顯著回暖。值得注意的是，內房股「一哥」萬科企業剛公佈中期業績，上半年還能保持去年房地產業務毛利率於21%，實是算交足功課。可喜的是企業長期關注14個主要城市的新房庫存面積正在處於下降走勢，庫存老化周期下降，有利整體行業隨後回復正軌的好兆頭。從宏觀角度，內房企業的最困難時期已經過去，迎來未來緩慢回穩局面。但是在逐漸回穩之下，人民幣突然貶值對內房市場帶來什麼衝擊呢？

內房企成本負擔增

根據某美國投行統計，大約38%內房企業債務是以外國貨幣借貸，皆以美元和港幣結算，人民幣貶值會令借貸額相應提高，增加內房企業成本負擔。如果美元及港

幣借貸利息再次止跌回升，則是雙重打擊，這做成內房業務毛利率下降。為了保住毛利率，各大型內房股積極推動業務轉型，再創企業另一高峰動力，如發展物流／養老／閒閒房地產，開發下流相關業務，如裝修、物管、教育等領域，輕資產化（通過同資金方策略聯盟來減小資金壓力），同行互補（早前的所謂「雙『萬』合璧」是典型例子）等。通過上述手段，內房企業長遠可減低人民幣貶值和借貸利息回升的「雙刀」夾擊，有利維持企業毛利率常态化。內房市場其實以內地買家主導，境外購房者份額微不足道。人民幣貶值會令內房價格對外資是吸引了，但是相信引資數目短期不會大幅增長。內地銷售成績還看各地居民購房能力，這也看本地房價高低、本市鼓勵購房措施、本地政府對二／三套房政策等，但是相信中央及地方的房地產寬鬆政策仍會維持，明顯是利好內地樓價。

展望中國下半年經濟，內地經濟下行壓力不減，延續房地產開發投資低增速及保持房地產銷售量平穩增長是可以預期的。下半年一線城市房地產市場平穩上升是可以看到的，「低庫存量」及「經濟轉型超前」的二線城市亦可「見底回升」，如杭州、寧波、成都等，但是大部分三線城市則仍然不明朗。人民幣貶值可望減低內地經濟下行壓力，長期會扶助內房市場。內房企業應把握當地借貸低息環境和人民幣匯價較平穩的環境，爭取改善債務，期達到長遠減低經營成本目標。人民幣減值也令購買外地資產變得不平宜，外購活動相應上會減少，資金回流中國勢必增加，也是一股穩住內房價的「生力軍」。