金融市場起波瀾 港樓大跌概率仍不高

中銀香港高級經濟研究員
蔡永雄

財經述評

鑑於市場對環球經濟放緩和美國即將加息的憂慮，近期環球金融市場大幅波動，並引發市場對本港樓市前景的關注。在過去12年樓市的升浪中，本港樓價曾在2008年環球金融海嘯和2011年歐債危機及美國歷史性地被下調信貸評級出現了調整，前者於2008年6月至2008年12月下調了17%，後者則由2011年6月至2012年1月下調了不到5%，兩者的調整幅度都不算太大，惟現時的環球經濟和樓市情況均與當時大為不同。

首先是本港的樓價水平，本輪住宅樓市上升了接近12年，現時樓價的水平已分別較2008年6月及2011年6月的高位超出138%及60%，與本港經濟過去數年僅溫和增長的情況並不匹配，故若現時本港樓市面對一場新的外部衝擊，其所受的打擊理應較上述兩次危機為大。

無疑，現時環球金融市場大幅波動，一些以出口大宗商品為主的新興市場經濟和貨幣所面對的調整壓力甚大，但與亞洲金融風暴時期相比，目前這些新興市場國家除了擁有可觀的外匯儲備外，其浮動匯率亦可發揮自我調節的作用，加上經濟基本因素有所改善，故相信本輪新興市場危機不會大規模地爆發。至於中國方面，其經濟基本面其實是眾多國家之中最強的，今年經濟增長率料不會與7%左右的目標有太大差距，加上低通脹、經常賬盈餘、低財政赤字、低外債、高外匯儲備等支持，且內地仍然實施資本管制，當局在貨幣、財政以及其他政策上仍有足夠能力維持經濟和金融系統穩定，故爆發金融危機的機會相信不大。因此，本輪環球金融市場波動和新興市場危機所帶來的影響力和震撼力料不能與美國次按危機和歐債危機相比。

利率正常化料緩步推進

此外，過去數年支持本港樓市上升的低息環境亦產生了一些變化。8月底，聯儲局在Jackson Hole舉行年會，聯儲局副主席費希爾指出美國經濟增長強勁，通脹料將逐步回升，令市場憂慮美國有機會在9月份加息。然而，在中國經濟放緩、商品價格滑落，以及市場動盪下，相信有不少委員仍擔心美國經濟下行的風險正在升溫。雖然聯儲局加息與否在周五凌晨便會揭曉，但在今年內加息的機會仍然較高。

可是，面對環球經濟的高度不確定性，加上其他主要央行仍在擴大貨幣寬鬆的力度，未來聯儲局加息的步伐料將相當緩慢，且不排除在開始加息兩三次後，或有一段觀察期，預料聯儲局將以摸着石頭過河的方式來處理本輪利率正常化的過程，故其對樓市的影響將會較為溫和。再者，金管局近日在聯滙制下的強方兌換保證水平共承接了60.8億美元沽盤，變相注資471.2億港元，令銀行體系總結餘增至3,378億港元。在港元結餘和資金充裕下，港息料將長期維持於近乎零息水平，故即使美國年內加息，本港跟隨加息的時間亦大有可能滯後。

發展商大割價機會不大

另外，本屆特區政府一直加大力度增加短、中、長期的土地和房屋供應，雖然增加供應並非一朝一夕可以完成的，但相信在經濟和金融市場波動加劇下，特區政府仍會維持其加大土地供應的策略，推售土地的步伐不會受到太大的影響。在這一背景下，發展商應不會過分惜售其發展項目，料會採取貨如輪轉的策略，故若未來市況未能在短期內好轉的話，不能排除個別發展商或會以較積極的態度割價出售，對整體樓市帶來壓力，惟目前地價和建築費仍然高企，發展商大幅割價的機會亦不大。

二手樓市成交將會萎縮

因此，預料一手市場將奪去部份二手市場的成交，加上二手業主一般較為惜售，特別是政府落實了額外印花稅政策，對在取得物業後36個月內出售的業主徵收額外印花稅，變相減低部分二手業主出售物業的誘因。再者，金融管理局已七次推出按揭貸款的審慎監管措施，故絕大部分業主的按揭成數不高，且2011年的數字顯示本港有近六成居住在自置物業內的業主是沒有按揭及貸款，反映本港家庭住戶的財政狀況健康，預料因經濟需要而大幅割價賣樓的業主為數不多。在上述背景下，預期未來數月本港二手樓市成交將會萎縮，住宅樓價則有機會先行整固，並從7、8月份的高峰回落數個百分點，但若沒有爆發足以影響全球的大規模金融危機的話，本港住宅樓市出現大幅下跌的概率仍然不高。

新興市場對息率變動敏感

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

本周對投資者而言，相信重頭戲當然是本星期的聯儲局議息會議。在開會前夕，除了就業數據，其他數據亦具參考性。上周五公佈的密歇根大學消費者情緒指數，由8月的91.9，下降至本月的85.7，是2012年底以來最大的跌幅及創一年以來最低，反映環球經濟放緩及金融市場的波動，影響了消費者的情緒。當中，較具前瞻的目前情況及未來評估指，分別降至去年11月及今年1月以來最低。周三公佈的8月份消費物價指數，按月下跌0.1%，是7個月以來首次出現負增長，反映美國通脹壓力不大。因此，筆者估計美國聯儲局是次會議將維持利率不變。

加息的話：1、中國經濟放緩對全球經濟及金融市場帶來的影響已逐步浮現市場，若聯儲局一一意孤行加息，不但會推高美匯指數，也不利新興市場。事實上，近期新興市場已十分脆弱，若承擔的美元債務將會增加，影響將不言而喻。當新興市場進一步受影響，令通縮的威脅增加，可能令聯儲局又要再推出寬鬆貨幣政策作應對。

2、聯儲局於6月份預期，美元強勢及低油價的因素將會逐步減退，預料明年年底前可實現通脹的目標，但7月份已對通脹變得悲觀，預料明年至2017年的通脹仍可能低於2%，之後才會逐步回升。若本星期加息，將意味當局並非太看重市場波動及通脹預期，是為加而加。

不加息的話：1、承如加息的第二點，聯儲局一向跟數據拉上密切的關係，第二季經濟增長達3.7%，而失業率降至5.1%，按月薪金上升0.3%，並非完全沒有支持加息的理據。若果本星期仍不加息，而聯儲局仍說以數據為重的話，當局必須解釋清楚以什麼準則去決定加息與否，又或者目前以什麼數據較重要。

2、若本星期仍不加息，而美國就業數據進一步改善，預料工資及物價未來將會上升。到時聯儲局才開始加息，可能已經太遲，而且未來加息的步伐將會較快，而且幅度亦會較大。

巴西及俄羅斯情況料較差

然而，筆者擔心的仍然是新興市場，未來能否應付資金流出的情況。當中，筆者對巴西、俄羅斯及南非的憂慮較大。上星期，標普已把巴西的信貸評級，由投資級別降至垃圾級別，負面評級展望亦反映當地仍有機會被下調評級。巴西的外幣主權債務相對較少，可是政府的本幣債務和國內企業發行的外幣債券都很多。評級機構關注的是結構性問題，特別是結構改革的進展，例如依賴大宗商品出口的新興市場國家有無推行經濟多元化發展。

除了巴西之外，俄羅斯亦是新興市場中經濟情況有所轉差的國家。自從受歐美經濟及貿易制裁後，當地經濟持續轉弱。今年第二季，當地經濟同比收縮4.6%，是六年以來最大的衰退。此外，國際油價下跌至40美元至50美元水平，與及俄羅斯盧布大幅貶值，亦對當地經濟衰退帶來不確定性。自2010年以來，俄羅斯83個地區的負債水平已升至100%至150%，而當中有大約20個已經出現債務違約的情況。

除了中國之外，印度的經濟屬金磚四國中較為平穩。當地人口持續上升，提供了大量廉價的勞動力，加上基建設施持續改善，令不少製造業遷移至當地。此外，當地語言亦以英文為主，令不少國際機構於當地設立辦事處，為當地服務業帶來動力。

股市下行 宜逢高減磅

興業證券(香港) 客戶投資部副總裁
居有莉

在經歷8月份股市大幅下跌後，9月上旬港股及A股同時出現反彈。股市是否已調整到位？有沒有機會走出一輪持續的上升行情？我們的看法是否定的。

首先從國家的政策來看，前一階段以救市為主的政策已完成階段性任務，取而代之的是金融行業的全面清理整頓。監管部門的清理行動一波緊接一波，從清查場外配資，到清理傘形信託，再到清理所有通過第三方接入券商的非實名賬戶。這種逐步擴散升級的做法，顯示監管層已經將防範風險、堵塞漏洞放到了鼓勵金融創新政策之上。清理整頓的決心之大，實屬罕見。

中國證券業協會曾經對場外配資活動進行過調查統計，結論是場外配資活動主要通過恒生公司HOMS系統、上海銘創、同花順系統接入證券公司。三個系統接入的客戶資產規模合計近5,000億元(人民幣，下同)。有報道顯示，監管部門給各證券公司下發的通知，要求各券商要在9月30日之前完成利用信息系統外部接入開展違法證券業務活動的清理工作，除了個別存量較大的券商外，清理整頓工作原則上要在期限內完成。也就是說，這5,000億元資金將會完全退出股市，短期內不會有其他資金可以補上。對股市造成直接的向下壓力。

資金加速外流影響負面

隨着清理行動的擴散與升級，股市去槓桿效應也將逐步擴散。傘形信託、非實名賬戶的資金遠大於配資資金，退出股市會否出現壞賬，會否影響銀行系統的穩定，都有待進一步觀察。但是股市急挫對人民幣匯率的升值預期卻產生了實質的負面影響。

股市急挫，引起外資對中國經濟前景的擔憂，資金外流直接衝擊了人民幣匯率。據估計，8月份人民銀行為穩定外匯市場，動用外匯資產或外匯儲備約1,200億至1,300億美元。人民銀行數據顯示，8月末金融機構外匯佔款按月下降7,238.36億元，創有記錄以來最大降幅；8月末人民銀行口徑外匯佔款按月下降3,184億元，當月外匯儲備按月下滑939億美元，二者均是歷史最大降幅。雖然人民銀行花費了巨額的外匯儲備阻止人民幣進一步貶值，但貶值預期仍然十分強烈。估計未來一段時間，資金流出的趨勢將持續。而人民銀行外匯佔款下降，變相抽緊市場銀根，給正在去槓桿的市場雪上加霜。

美國即將進入加息周期。在歷史上，每次美國進入加息周期，美元轉強，都會給發展中國家帶來災難。上世紀八十年代的拉美債務危機、1997年的亞洲金融危機，都與美國加息、大量國際資金回流美國密切相關。

相對前幾次危機時中國經濟處於擴張初期，抵抗經濟危機的能力較強，這次危機的來臨將正好遭遇中國經濟面臨產能過剩，需求不足；出口、消費和投資都處於困境的關鍵時刻，中國會不會成為下一波危機的中心？國際投資者有這種擔憂，勢必影響他們的投資決策，加速資金外流。

鑒於上述原因，我們認為，股市在中短期內將持續出現震盪下行的走勢。建議投資者在超跌中捕捉反彈機會，採用逢高減倉不追高的投資策略，做好打持久戰的心理準備。

發展大嶼山 鄉郊機遇惹關注

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

港府加速大嶼山的發展，是香港未來新希望所在。近期有消息陸續披露，大嶼山長遠人口至多100萬，而就業配套將提供47萬個就業崗位。在提供住宅和商業設施的同時，顧問正研究打造大嶼山成新的旅遊和康樂品牌，儘量吸引旅客延長留港遊玩住宿，增加消費。當地現有居民及持份者希望政府大力發展大嶼山，同時兼顧他們的權益及公平參與機會。

香港未來發展重心西移，構思中的龐大基建建設包括在交椅洲填海造地成可容納70萬人的名為「東大嶼都會」大型人工島，透過跨海橋樑連接港島西環及鄰近大嶼山東的喜靈洲，再接駁至梅窩山及大嶼山北，以及在大嶼山北欣澳和小蠔灣等地填海造地。將來整個地域性交通網絡完成後，大嶼山北及赤鱲角至屯門連接路以及西部通道可直達內地蛇口及前海等地，車程在一小時左右。

這些大型基建完成後有利於珠三角地域的整體協同效應。有包括來自旅遊業界人士批評，香港旅遊景點老化，缺乏新看點，就着建設港珠澳大橋的機遇，彼岸的珠海、橫琴及澳門均早着先鞭，年前早已發展大型酒店及主題樂園等設施。大橋落成後，如果大嶼山沒有足夠具質素的新景點及設施，只會令旅客加速流到彼岸。

港府積極作針對性的部署，延聘的顧問近期建議在大嶼山引入6大發展主題，在欣澳梅窩等地設11個樞紐區，引入極限運動、探險樂園、生態旅遊中心和水上活動中心等，以吸引旅客到當地遊玩。顧問更建議在欣澳引入年輕人元素，比如發展角色扮演的職業教育場館、青少年室內探險樂園，如室內滑浪場、4D電影院、室內跳傘iFly等。而梅窩則主打戶外活動，如空中飛人滑翔之旅、山坡滑梯、漆彈射擊等。至於貝澳和芝麻灣，則可發展水上活動中心如滑浪風帆及划艇等。

至於機場口岸人工島上蓋，構思中考慮發展購物餐飲、遊艇停泊處、國際級溜冰場及酒店等體現「奢華與享受」的發展主題。其餘如小蟯灣設立生態旅遊及地標植物園以及有「東方威尼斯」之稱的大澳，都會植入更多新概念和元素，藉以豐富本土旅程的內容及吸引力。

有現住大嶼山的鄉村居民向筆者表示，對於政府積極發展大嶼山感到鼓舞，希望及早見到成果。他同時表達了一些意見，很值得當局留意，他說大嶼山原來居民（不單指原居民）及持份者，世代在島上生活多年，以往交通、就業崗位及社會配套設施不足，如今港府銳意發展大嶼山，應該給予原來的居民及持份者一些公平的機會。

新發展帶來對原來環境的改變，在發展個別地點比如梅窩、貝澳、長沙、東涌、大澳等，顧問可否對怎樣善用現有村落如作民宿及特色小店，以提供具本地風味的旅舍服務設施，並對該些村落的週邊及內部交通及配套設施予以更新及適當規劃。

另外，既然大嶼山交通基建獲得大幅提升，應該考慮給予鄉郊居民及持份者公平的發展機會，希望當局進行諮詢時，吸納相關人士的民意。

探討市場投資主次問題

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

投資市場上，經常出現的一類提問，表面看來，是關於事實問題，但實際上，是關於態度問題。舉例而言，6月中以後，A股大跌，隨後出現一連串救市措施，後來更有人民幣貶值，之後是歐美市場的震盪。可就在大家覺得世上無樂土之際，9月第一周過後，全球資產市場漸見回穩，其中以往傾向先天下之憂而憂的港股，近兩周所見，似乎無視A股仍然大升大跌的格局。而歐美市場中，仍然談論本周美聯儲是否進行被稱為史上最重要一次議息會議，從金融海嘯量寬退市，正式開始啟動加息。不過，港股卻見率先回升，雖然不是天天向上，但低成交之下，恒指在20,500至22,500區間上落，整體氣氛比A股好，甚至比歐美市場好。

「見底與否」分歧仍大

如此一來，難怪多了投資者提問，究竟如今見底了沒有。對於這個問題，一般人選擇直接回答，有些人說已經見底，有些人說尚未見底，有些人說不知道。可就是很少人會停下來，想一想，究竟對於這個問題的不同回應，會意味着心態和行動上有何分別，最終對投資決策有何影響。

是的，回應的不同，反映出其本身的顧慮在哪，關注為何。比方如，答不知道的，未必真的不知道，可能是自謙，可能是怕出錯，也當然有小部分是認為，根本不可能知道。無論如何，答不知道的少數人，屬於小心一族，但仍然避不開，其實答者並無挑戰問者，要求澄清提問，何謂見底，何謂不見底，見底如何，不見底又如何。

當然，相比於直接回答已見底或未見底的，回應是不知道者，可能已經是風險管理意識較高的一批。若直接回應已見底，一般人的聯想是，既然已經見底，沒有更便宜的了，即使不馬上大升，也可以先買入，後等待，虧錢的機率不高。反之，若直接回應未見底，表面上當然與已見底的相反，但其實在同一層次，背後仍是假設，要行動，先要見底，先要絕對確定的前提成立，才可以有之後的行動。

然而，從實際操作的層面，究竟有誰可以真正知道哪個才是底呢？預知固然不可能，連事後亦不可能。不錯，大家可以說，在有史以來，有記錄以來，如今哪個時段的哪個位置是低位，但誰也無法保證將來，這樣一來，怎可說哪個時段哪一位置是真正的底，而不只是相對低位？

從預測的角度看，無法說得中是一回事，但即使連事後孔明的層次，亦無法說得上，那麼，這個見底與否的概念，其實對於我們選擇作決定的後果，並無顯著的分別，從務實的角度，這是無關重要的問題了。是的，若有關問題的答案，不會改變任何形成的具體結果，這問題或多或少是次要的了。

■港股近兩周整體氣氛比A股好，甚至比歐美市場好。圖為香港的證券行。 資料圖片

搭建公共平台 大數據地位升

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理
何天仲

當前內地正處於調整經濟結構的關鍵時期，大數據作為重要的戰略性資源，其商業價值被不斷發掘出來，已經成為經濟增長新動力，受到各行各業乃至國家的重視。

日前國務院發佈文件，提出要發展國家大數據產業，以促進經濟轉型，提升政府治理能力和重塑國家競爭力，對大數據的重視程度可見一斑。大數據涉及產業眾多，跨界聯合可以大幅提升生產效率及經濟效益，投資機會大，值得留意。

為促進大數據行業的發展，中央計劃實施十個工程計劃，其最核心的內容是建設面向公眾的政府公共數據平台。文件提出，2017年底前將形成跨部門數據資源共享共用，2018年底前建成國家政府數據統一開放平台，2020年底前逐步實現信用、交通、醫療等政府數據庫向社會開放的目標。政府數據公佈的這些數據，有助企業制定發展策略，帶動社會資源以更高效率，流向有需要的地方，其過程可產生巨大的經濟效益。

以政府為代表的各類大數據平台的搭建，可直接帶動相關軟件、硬件和服務的需求。據中國信息通信研究院統計的數據，2014年中國大數據產值約為84億元（人民幣，下同），2015年預計將達到115.9億元，增長38%。由於內地大數據仍處於發展初期，未來3年至5年，相關軟件、硬件和服務的需求仍有望持續高速增長，行業規模可持續擴大。

由行業細分來看，2014年，大數據軟件產值佔行業比重達42%，硬件產值佔比34%，而服務產值僅佔24%。目前內地用戶更偏好一次性支付軟件版權費，該習慣短時間內難以改變，因此軟件消費佔比仍會維持高位。

但由長遠來看，隨着大數據處理能力持續增強，企業將更願意選擇收取服務費的方式。同時，數據採集要求的不斷提升，各類智能數據採集軟硬件設備的需求亦將受到提振。

另外，當大數據與傳統行業結合的時候，可產生巨大的商業價值。以阿里巴巴旗下芝麻信用為例，其通過收集在阿里巴巴平台交易的註冊用戶和企業的數據，對消費者和小企業的信用進行評級，極大的提高了傳統徵信的工作效率。而淘寶通過統計消費者數據，也可得知不同地區的消費者，對商品的偏好及價格的敏感度有所不同，這些統計結果，對線上及線上商家都有重要的參考作用。

大數據和傳統領域的跨界合作將會持續深化，惟平台搭建前期投入巨大，且短期內或以獲得經濟回報，發展也面臨一定挑戰。雖然內地大數據行業尚處於發展初期，但發展速度極快，加上有國家及眾多企業大力投入，其發展前景惹人憧憬，值得關注。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。