

國策出台成市場關注焦點

時富資產管理董事總經理

姚浩然

周一中國國家統計局公佈了第三季經濟數據，最備受關注的GDP同比增長6.9%，雖是跌穿7%，但仍勝市場預期的6.8%，反映經濟並不如市場想像般差，特別是消費及服務業為經濟增長提供很大動力。事實上，國家統計局發言人盛來運亦在早前亦指出，「保七」只是個大約數字，他理解為只要不超出6.5%至7.5%的範圍，經濟增長仍在合理區間。從內地A股及香港兩地股市看，在數據公佈前後，恒生指數及上證指數分別在23,000點及3,400點附近徘徊，沒有太大波動，惟投資者成交量偏低，觀望氣氛濃厚。反映中國第三季度GDP不能保持7%增長已成為市場共識。

推動經濟不能依靠外需

我們不妨從拉動內地經濟的「三頭馬車」當中尋找啟示。出口方面，前三季度出口較上年同期下降1.8%。而過去幾個月，內地出口或外來生產訂單增長均較市場預期少。出口對拉動內地經濟貢獻將持續減少，若未來中國未加入的TPP成功通過及實施，更會對內地外貿帶來壓力。現階段要推動經濟，環球經濟增長均出現放緩情況下，筆者認為不能依靠外需。

內需方面，前三季度社會消費品零售總額較上年同期名義增長10.5%（扣除價格因素實際增長10.5%），增速比上年加快0.1個百分點。

中國第四季消費增長料續加快

恆生銀行高級經濟師

姚少華

受房地產及製造業投資增長放緩影響，今年第3季內地經濟增長略為放緩，按年增長6.9%，低於第1季及第2季的7%，但高於市場預期的6.8%。從按季增長看，今年第3季較第2季增長1.8%。前3季經濟平均增長為6.9%，僅略低於政府全年目標的7%。

受淘汰過剩產能、去庫存及外需減弱的影響，內地第3季實質工業產出增長由第2季的6.3%下降至5.9%。內需表現參差，消費在就業穩定及收入增長下略有反彈，但固定資產投資在製造業和房地產投資增速減慢下放緩。

消費品零售銷售繼上季增長10.2%後，第3季再升10.7%，而同期城鎮固定資產投資在增長10.3%後再升8.8%。經通脹調整後，第3季實質零售銷售及固定資產投資增長分別為10.5%及11.3%，而第2季則分別為10.2%及11.6%。值得注意的是，受房地產市場調整及部分行業去產能、去庫存影響，前3季房地產及製造業投資增速明顯下降，僅分別增長2.6%及8.3%，較去年同期下跌9.9%及5.5%。

外貿方面亦表現疲弱，今年第3季內地出口下跌5.9%，第2季則下跌2.0%；同期進口亦下跌14.4%，而第2季則下跌13.6%。由於出口跌幅大幅低於進口，第3季貿易盈餘高達1,636億美元，高於第2季的1,401億美元。

就業及收入情況續理想

雖然經濟增速放緩，但中央政府最關注的就業及收入增長情況保持理想。受惠於第三產業較高的就業彈性，今年首9個月城鎮新增就業已經超過1千萬人，提前完成全年目標。首3季全國居民人均可支配收入實際增長7.7%，高於6.9%的經濟增速。此外，產業結構更趨優化。首3季第三產業增加值佔國內生產總值的比重為51.4%，比去年同期上升2.3個百分點，高於第二產業的10.8個百分點。

展望第4季，在穩增長政策奏效下，內地經濟增長或略會加快。受惠於就業狀況理想、居民收入增長較快及居民消費意願仍處於較高水平，我們預料第4季消費增長將繼續加快。第4季固定資產投資料緩中趨穩，房地產投資增長或在銷售回暖、價格回升及人民銀行放寬銀根

筆者認為，中央大力推動「大眾創業、萬眾創新」的方針下，新產業模式及新產品將成為推動經濟及帶動內需的新動力，將會成為國家長遠未來重點關注範疇。前三季度，內地網上零售額25,914億元(人民幣，下同)，較上年同期增長36.2%。其中，實物商品網上零售額21,510億元，增長34.7%，佔社會消費品零售總額的比重為10.0%；非實物商品網上零售額4,404億元，增長43.6%。

優化產業結構勢在必行

投資方面，前三季度固定資產投資較上年同期名義增長10.3%（扣除價格因素實際增長12.0%），增速比上年回落1.1個百分點。傳統產業在以往投資過度，導致部分行業產能過剩，庫存過多，為調整相關行業供過於求狀況，中央或內地地方政府調整投資額度的過渡性措施令投資增長受到限制。房地產投資表現更為遜色，前三季度全國房地產開發投資較上年同期名義增長2.6%（扣除價格因素實際增長4.2%），增速比上年回落2.0個百分點。中央上月推出的降低首套房首期的政策有助三四線城市去庫存，惟發展商在該三四線城市的投資已變得非常審慎，在該等城市的樓市明顯回暖前，相信投資量亦不會有大幅回升。

總括而言，內地穩定經濟增長，進行深層改革，優化產業結構勢在必行。短期相比於經濟增長數據本身，相信更吸引市場的將會是今年第四季將推出的政策和下周出台的「十三五」規劃方向。

下觸底回升，而項目資金下調及出口轉強亦為製造業投資增長帶來動力。

外需方面，隨着美國經濟持續復甦、歐羅區量化寬鬆政策漸見成效、人民幣貶值效應以及中央與地方政府穩外貿的政策措施效果逐步顯現，我們預計第4季出口將持續溫和反彈，貿易盈餘將繼續保持高位。

人行料續放鬆貨幣政策

貨幣政策方面，由於通脹處於較低水平，經濟增長放緩壓力仍大，加上實體經濟融資成本仍高企，我們預期人民銀行在第四季將繼續放鬆貨幣政策，並會再調低存款準備金率2次，每次50個基點，以及減息1次，幅度為25個基點。財政政策方面，我們預期第4季財政支出會顯著加快。今年首3季財政赤字達6,250億元人民幣，根據今年財政預算，第4季可有1萬億元人民幣的赤字規模。

今年美元將延續強勢

人民幣匯率方面，受人民銀行完善中間價形成機制影響，今年至今在岸人民幣兌美元貶值約2.4%。受惠於美國經濟增速回升及美國聯儲局今年或展開加息周期，今年美元料延續強勢，美元走強將對人民幣構成一定貶值壓力。

但人民幣或會於11月份加入SDR貨幣籃子，同時較高的貿易盈餘亦為人民幣走勢提供支撐，因此我們預期今年底美元兌人民幣在岸現貨價為6.50，與2014年底的6.2055相比，貶值約4.5%。

整體而言，我們預期第4季國內生產總值增長7.0%，並維持2014年全年增長7.0%的預測不變。

對內地經濟的預測

按年增長%	2013	2014	2015F
國內生產總值(實質)	7.7	7.4	7.0
固定資產投資	19.6	15.7	10.5
零售銷售	13.1	12.0	10.5
人民幣貸款餘額	14.1	13.6	15.0
消費物價	2.6	2.0	1.5
出口	7.9	6.1	0.0
每美元兌人民幣	6.0543	6.2055	6.50
(在岸現貨價)			

資料來源：國家統計局、恆生銀行

內地GDP率破七 市場反應冷靜

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

全球屏息靜氣，萬眾期待的，除了是年內每次聯儲局議息，更有中國每季公佈的經濟數據。誠然，中國的統計數字分門別類，經常更新，外界一知曉大概，甚至可以憑此推算其他部分，但正式公佈，始終是大事，既要印證市場的解讀是否正確，也可以推測政策下一步的走向。

外界早預期 期望管理奏效

隨着中國剛公佈經濟增長速度低於7%，投資者可以舒一口氣。雖然，保七的角度，七是保不了，但大家面對的，顯然是下行壓力，但為何非保七不可呢？如今看來，略為低於7%，但仍高於外界預期的數字，應是市場可接受水平的範圍內。以此觀之，再察看整體金融市場資產價格的走勢，平穩冷靜，證明投資者早已有此預期，資產價格早已足夠反映，可以說是期望管理的一步好棋。

投資者早已押注，期望在可見將來，中央可以有更多的刺激經濟措施出台。事實上，這一點在A股及港股最為明顯，近來炒作的板塊行業，無不與此有關。

從工具箱的角度，萬變不離其宗，兩大法門，一是貨幣政策，一是財政政策。貨幣政策方面，可以做的，外界理解為降息降準，以往可能做得不太頻密的，其實尚有空間去做，如此一來，銀根盡可能放寬，而過程中，甚至在抵押品的定義或種類上有所放寬，亦是可行之道。

政府出錢出力撐個別行業

財政政策應該是外界期望的重頭戲。事實上，政府出錢出力支持個別行業板塊，從來都是股民猜測股價漲跌的其中一個方向。近日所見，由內房到汽車板塊，都有支持的動作，不難令人聯想，官方希望支持的，都是本身有相當競爭力的板塊，例如內房或汽車，在政策出台前，銷量所見表現不俗，再加上刺激政策，股價更有反應。

至於稍後再有的憧憬，大體上，是從近年公佈的大方向去想，不論是「一帶一路」，以至基建鐵路，抑或是新能源環保，又或者「互聯網+」，都是大局上有必要長期建設，而從成本效益角度看，由政府帶頭是合理之舉的板塊。

當然，股價升跌並不絕對等同基本面，有時股價領先，有時過度反映，不一而足。但總的來說，可以有所憧憬的板塊，即使撇除純粹股民的變遷，更多的肯定是國策的長遠可持續性考慮。

從這一點看，更加印證了，當公佈經濟數據有下行壓力前，投資者已經紛紛真金白銀地押注。這一點說明了，投資者雖然會受到一定心理盲點影響，例如早前持有的虧本貨影響心情，又或者往往傾向短視，但總的來說，其實相當理性。

以此觀之，以後看國策和經濟數據，不得不同步留意市場解讀。畢竟，投資者的行為，最終影響的，不只是股價，也包括政策在大眾心中的認受性。



■內地剛公佈經濟增長速度為6.9%，低於7%，但投資者可以舒一口氣，金融市場反應也十分冷靜。

資料圖片

新興市場前景仍淡 短期難扭轉

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璩

美國經濟數據不如預期，令今年加息的機會大幅降低，刺激環球股市十月隨即轉勢向上。今年受到美國預期加息及持續走資困擾的新興市場，反彈幅度更勝成熟市場，MSCI新興市場指數十月至今反彈逾7%，相比八月低位上升一成。同時，新興貨幣亦止跌回升，JPMorgan 新興市場貨幣指數從9月低位反彈逾4%。新興市場股匯齊漲，令人憧憬新興市場或見底，投資者疑惑現時是否入市時機。然而，新興市場前景仍然暗淡，在基本薄面下，反彈或難以維持。

經濟不振 巴西股市反彈受阻

美國推遲加息時間表，令市場有充分藉口借勢炒作，加上第3季新興市場股市已跌至多年低位；踏入第四季，便隨環球市場氣氛好轉下出現反彈。以巴西為例，9月底股市觸底回升，除受美國加息預期降溫刺激外，亦受商品價格回升帶動，但近星期又再顯著回落。巴西經濟萎靡不振，受到走資、貨幣貶及商品價格下挫影響令經濟陷入困境。GDP年增長率已連續五季出現負數，而且在通脹率居高不下，限制央行實施寬鬆貨幣政策刺激經濟。另外，零售銷售數據持續下跌，反映內需疲弱，未能抵消商品價格下滑對經濟的衝擊。再者，巴西赤字日益嚴重，評級機構標準及惠譽更先後降低巴西主權債務評級；加上現時巴西出現政治危機，預期短期難以扭轉劣勢。

內地仍是新興市場投資亮點

然而，中國仍是新興市場的投資亮點，雖然增速出現放緩，但相信硬著陸的風險不大。近期經濟數據好轉，繼官方製造業PMI數據回穩後，9月新增貸款破萬億，高於市場預期的9,000億元左右，為市場帶來正面信息。

此外，中國現時通脹處於低位，貨幣政策維持寬鬆，減息降準空間仍大；縱然經濟增速放緩，但經濟改革步伐不變，為市場提供投資題材。踏入十月，環球投資氣氛向好，加上市場憧憬月底的五中全會後中央會推出更多重大利好政策，估計第4季A股和港股重拾動力。

大！其實不難推想，現屆政府仍然持續推行平穩房地產寬鬆政策，透過減去行政手段，注入市場調節機制，保障房地產市場穩定發展。樓市復甦乏力的三四線城市，將需要加碼救市。

筆者認為可行之途是鼓勵三四線城市開發非商業性活動，如政策層面給予養老、消閒、旅遊活動的創造優惠條件。例如將鄰近華東、華南地區某些三四線城市主促發展為重點養老城市，接收鄰近發達城區的老年人，解決居住、消閒、娛樂等等剛性需求。

關注主要城市「價高量低」

雖然今年房產銷售情形已基本改善了，但是房產開發活動動力不足！房地產開發企業投資意願不足，投資增速年續19個月回落。一月至八月，全國房地產開發投資61,063億元，同比名義增長3.5%，增速比前七月回落0.8%，已連續6個月在個位數徘徊。

但是在房產開發連降同時，最近不斷再現主要一二線城市主城區內「地王」成交案例，反映開發商寧可投資風險較低的地區，也促使主要城市出現「價高量低」的不良現象！

「金九」不見，「銀十」復現！但是相較2012/13年全國樓市高峰期，今年整體表現僅是「不過不失」。中央及地方政府必須著力維持寬鬆房地產政策，以保持平穩發展。「當務之急」反是如何提升開發商開發意慾了！

「金九銀十」後 開發力度應提升

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

國家統計局上周發佈九月份CPI數字，同比上漲1.6%，比八月份大幅回落0.4%，重回「1時代」。內地經濟專家預料全年漲幅將低於2%，目前經濟下行和通縮壓力都比較大，貨幣政策有望繼續寬鬆。

內地「降準、降息」陸續有來，對房地產政策趨向持續寬鬆，利好房市平穩發展。

無可否認，隨着CPI回落，房市的投資者不再會積極購買「磚頭」保值，後市將繼續由剛需當主導，哪怕是首置人士，還是改善戶型人士，或是富裕老年人等等。

2014年至今天，全國樓市降溫之後，政策出現不斷放寬調子。現屆政府多番強調「使市場在資源配置中起決定性作用」，放鬆或取消行政手段如限購、限貸、限價、限首付、限外令，逐步建立房地產調控長效機制，透過開徵房地產相關稅制再分配價值升幅，已是房地產政策總體思路。

整體而言，今年「金九」開局不利，整體成交低於預期，應是部分剛需購買力已於「330新政」及股市財富效應被提早透支了。「十一」之前樓市迎來連串利好消息，如早前限外令鬆綁，不再限制境外機構只能去註冊城市購自用房，不再限制個人在內地需工作生活滿一

年，才能購自住房。再加上二項新舉措，包括非限購城市首套房商貸首付比例最低降至25%及十月八日起全面推行公積金異地貸款業務等政策，為今秋時節樓市帶來利好效應！

黃金周「去庫量」見成效

大體上，今年全國樓市迎來「黃金」周，10月1日至7日，中指監測23個主要城市日均成交面積較2014年同期上漲64.76%，這也依賴開發商黃金周內進行「持續促銷」策略，基本上提供平穩售價及某些優惠手段，期望以「去庫量」為主。

一線城市房市之中，尤以上海(含杭州)價量都是攀上新高！根據文匯報於十月十二日綜合報道，國慶假期七日內，上海房市供應量、成交量及成交均價均較上年同期增長46.82%、62.37%及8.79%，無論價、量(供應及成交)都成績亮麗，一洗早前上海「獨憔悴」的景況。

根據深圳市規劃國土委十一黃金周的數據顯示，深圳新房市場共成交227套，較去年黃金周增長63.3%，但相比國慶前一周的711套環比則下降68%。

根據深圳中原地產稱，當前市場已較今年6-7月受到股市財富效應刺激下明顯降溫，並且預計第四季度成交量會持續出現下滑現象，縱然價格仍然堅挺。

「南大門」廣州黃金周一手樓住宅網簽612套，比去

年同期上漲28.6%，但較9月同期下跌68.7%。網簽均價為12,699元/平方米，比去年黃金周上漲6.7%，升勢較為溫和，反映開發商普遍看法是盡量走貨，不敢貿然提價。

相對來說，北京樓市「黃金周」表現較為平淡！某研究院統計，截至十月十一日，北京市新建商品住宅網簽量為1,438套，環比下降48.1%，純商品住宅成交655套，環比下降50.2%，較去年同期上漲21.7%。

今年國慶假期，北京市二手住宅網簽量為101套；十月第2周，二手住宅成交1,567套，網簽量環比下降47.6%！北京市十月樓市表現遜色，主因是過快上漲的房價已超過部分購房者支付能力，令到成交量開始下滑，需求遭遇透支中等價位斷供。

三四線城市宜拓養老產業

整體而言，十月份市場成交明顯好於去年，與2011年至2013年相比，是有較大差距，市場態度較第三季度已經明顯下滑。

無容置疑，無論去年「930新政」還是今年「330新政」和最新「十一」假期前出台的寬鬆政策，都已起了對一線城市回暖的效果，但是對三四線城市刺激作用不

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。