

選股應回歸估值及行業前景

時富資產管理董事總經理

姚浩然

上週四(29日)五中全會閉幕，會議表明了新的目標為全面建成小康社會，在提高發展平衡性、包容性、可持續性的基礎上，2020年國內生產總值和城鄉居民人均收入比2010年翻一番，消費對經濟增長貢獻加大，戶籍人口城镇化率加快提高。要達成以上的大目標，中央在民生、經濟和人口三方面均下定了政策方針。

民生方面，重點包括農業現代化，減少污染問題以及建立更加公平可持續的社會保障制度。經濟方面包括金融監管改革，如產權制度、投融資體制、分配制度等，有利鼓勵金融創新和提高機構透明度，以幫助內地企業走出去。

二孩政策成市場亮點

人口政策方針則成為此次亮點，公報中指出「全面實施一對夫婦可生育兩個孩子政策，積極開展應對人口老齡化行動」。為配合二孩政策，中央更於五中全會中表示推出了逐步分類推進中等職業教育免除學雜費，減輕家庭經濟壓力和普及高中階段教育。次日，環球相關嬰兒及兒童用品股份大幅上揚，反映市場對該政策期許甚高。

市場資金向全面放開二孩政策投下支持票，該政策固然值得期待之處。宏觀方面，內地數據表明，截至2014年底，內地60歲以上人口為2.12億，佔總人口比例為15.5%，人口老齡化問題日趨嚴重，全面放開二孩政策可望長遠緩

解繼續惡化的情況；另外，中國過去三十多年以來的一孩政策已如生育率過低和性別失衡等問題，而「單獨兩孩」政策實施後，內地生育率並未有明顯改善，勞動力逐漸減少及人口紅利減弱令長遠經濟增長受壓，全面放開二孩政策可令中國有機會於未來重拾人口增長帶來的益處。細至微觀，若放寬二孩政策有所成效，內地嬰兒潮至，將有助刺激內需，無論短期或長期均有嬰幼兒用品、教育、內房等相關行業企業盈利表現。

能否刺激民眾生育待觀察

全面放開二孩政策雖長遠有助改變中國人口年齡結構以及刺激經濟增長，惟短期內生育率低應難以扭轉，能否刺激民眾生育意欲仍不宜過早下定論，相關股份大幅上升實屬市場過分反應。筆者認為，「十三五」規劃的建議已經落實，關注受惠國策行業及股份之餘，不妨回歸估值及行業前景。



內地全面放開「二孩」政策有助舒緩人口老齡化。圖為河南鄭州敬老院的老人。資料圖片

央行暗示加碼放水 歐股添動力

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

環球經濟經過第3季的疲弱表現後，第4季各地央行紛紛作出應對，美聯儲今年加息的機會大大降低，中國人行又再減息降準齊出，同時，歐洲央行暗示於年底加碼寬量(QE)及再次減息。此外，日本及澳洲經濟持續失色，加大了兩地央行政策再寬鬆的預期。環球寬環境持續，資金繼續泛濫，意味著股市仍值得看好。

美國數據參差，近期新增職位有所放緩，通脹仍未達標，未能一面倒支持美聯儲近期加息的決定。但美國經濟數據時好時壞，加上環球經濟於第4季稍微回溫下，市場氣氛有所改善，聯儲局在10月的會議中暗示12月仍有加息的可能。然而，新興市場情況未明，可能是下一個債券危機的潛在炸彈，因此預料加息幅度將會非常溫和，及後以非常漸進的方式收緊貨幣政策。

QE對區內借貸起刺激作用

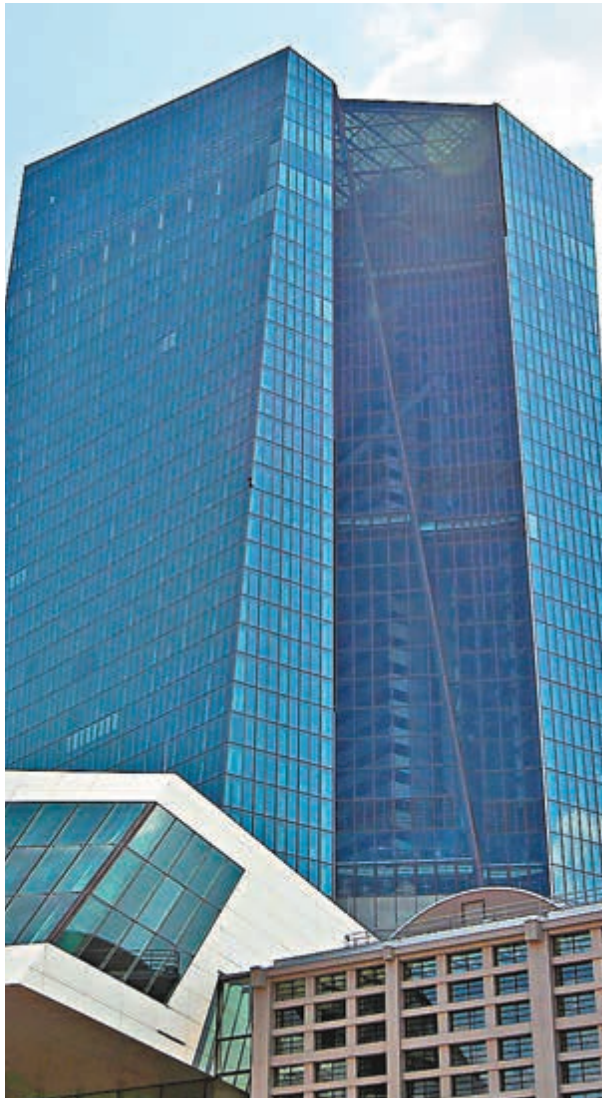
歐洲接力QE為環球提供流動性，現時歐經濟數據證明了QE的成效，自去年6月實行QE以來，歐元區M2隨着歐央行的資產負債表擴張而持續增長，反映了QE對區內借貸情況起刺激作用。然而，通脹還未有明顯改善，仍為歐洲一大隱憂，主要受到國際商品價格走低、入口價格下跌及區內需求不足影響。10月歐央行議息會中透露於12月可能同時加推QE及進一步減存款利率，消息帶動歐元匯價及十年期國債率隨即走低，歐股繼續走揚。

中國方面，中央亦宣佈「雙降」，一同下調存款基準利率0.25%，及存款準備金率0.5%，為市場帶來更多流動性，以抗衡通縮及經濟減速的壓力。內地今年政策已明顯轉向寬鬆，預計在宏觀狀況未穩定下，未來進一步寬鬆的機會甚高。政策有望穩增長之餘，亦有助穩定股市及房地產，加上上週五中全會閉幕，「十三五」規劃的建議快將出台，將為投資者帶來更多投資主題。

貨幣寬鬆 A股仍可憧憬

在預期美國加息循序漸進下，環球的寬鬆貨幣政策環境將舒緩美國加息的衝擊，對歐洲來說，歐元對美元進一步下跌，有助刺激歐企出口，在企業盈利持續增長及流動性充裕的環境下，歐股仍為成熟市場的首選，但歐元再走跌的風險大增，投資者應繼續關注匯率風險管

理。新興市場方面，中國匯率已走向市場化，增加了中央維護人民幣匯率穩定的成本，而且寬鬆政策加上美元走強，亦加大人民幣未來的貶值壓力，減低投資者參與人民幣定存的意欲。但內地股市仍值得憧憬，第4季中央已連推多項刺激經濟政策，預期五中全會後將有更多有利不同行業的政策出台，有望為股市注入動力，當中H股市盈率仍處低位，投資者可從相關板塊尋寶。



歐洲央行總部。資料圖片

試論如何恢復澳門樓市信心

山西省政協委員、特許測師、中國房地產估價師

張宏業

10月初澳門博監局公佈9月賭收171億元，按年減33%，連跌第16個月，1月至9月博彩總收入1,760億(澳門元，下同)，較去年同期跌36.2%。

回顧澳門賭收，自2014年首季起，從季度1,024.9億連續向下走，尤其踏入今年首季更大幅下跌至650.32億，只及去年的63.5%，而且每月賭收也跌破200億心理大關，徘徊在170億-180億內。

因為澳門經濟表現主要看賭收，期內GDP實際增長率連續四季錄得負增長，由2014第三季起至2015第二季計算，分別是-2.3%、-17.2%、-24.5%和-26.4%，該地經濟已步入經濟收縮階段。

經濟低迷影響入市信心

低迷經濟表現影響置業人士入市信心。根據財政局數據結合當地中介人估計，第三季全澳住宅共錄得1,200宗，尤其是9月份更估計只有約200宗成交，反映市民觀望態度極濃厚。在早前那些業主願意大幅減價二手樓盤已基本上成交了，踏入9月份樓盤減少，而且業主已不太願意再大幅減價，形成買賣兩開局面。按照澳門統計局數據，2014年全年澳門住宅共成交7,625宗，平均價為85,271元/平方米，2015年首三季共成交4,150宗，平均價只為80,702元/平方米，而且9月份平均價更首次跌穿80,000大關，只收79,000元/平方米。又根據財政局按月發報數字，澳門樓價高位是去年4月的

131,589/平方米，至8月份的84,087元/平方米，16個月內下跌36%，跌幅相當大。

根據當地中介人反映，當地樓價大幅下跌逾三成後，置業者普遍觀望，除非有心人大幅減價還價被接納外，促成成交不容易，市場人士信心明顯不足。這主要是來自心理不安影響，因為期內市民就業情況及工資水平沒有惡化。澳門官方估算第二季失業率為1.8%，環比微升0.1%，就業人口月工作收入中位數為1.5萬澳門元，與上一季持平。

近期的「海一居」事件令樓市雪上加霜。官方承認當海一居土地臨時批給於年底到期後，土地將會被收回，近三千個已購買樓花的小業主感到徬徨，市民置業者對樓花項目全失信心，預計未來半年樓花成交更加淡靜。澳門政府必須立刻處理「海一居」及類似事件，對即將到期的土地續期安排清楚交待，並且預警哪些樓花項目土地年限臨屆屆滿，好讓受影響人士足夠時間可以解決。

澳門政府並沒有因為是次樓市氣氛降溫而撤銷於2012年或前訂立的防止樓宇炒賣政策，並聲明政策會在短期內持續，既然市場人士知道短期政府「撤招」無望，自然地對後市較為審慎。其實政府在撤招以外，還有不少扶助本地樓市策略。

入門樓價宜上調至430萬

根據金管局現行樓按指引，二手樓宇330萬以下最高可按九成，330-600萬可貸款七成，600-800萬可借六成，800萬以上只可借五成。在現實情形下，澳門現成

一孩政策關乎人力資本長期增長

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

隨着中國公佈最新的經濟規劃，投資者早已有所憧憬，當真正的消息出台後，市場的反應相當冷靜，沒有太大炒作。當然，其中也不乏一些板塊的炒作，例如二孩政策公佈後，對於一眾相關的乳業及兒童用品股，立即有追捧，只可惜同時要消化早前套牢的一批沽壓，即市升幅大為收窄者，不知凡幾。

不過，以上這些只是市場中人的關注，股市的升升跌跌，縱然可以有其參考價值，但不能代替對於政策的分析解讀。舉例而言，難道乳業股和兒童用品股先升後回，便可直接跳到結論說這個政策無價值嗎？當然不可以。

新政着眼點是大方向

事實上，這項重大會議，着眼點是大方向，而不是個別產業的補貼支持。故此，一般以為的刺激措施，其實根本不是重點，會後無可炒作，基本上是意料中事。

更何況，投資者的盤算眾多，不是單純看好或看淡某個板塊，也要看整體股市氣氛。各類股份是否水漲船高，以至環球金融市場的資產配置，環環相扣，並不是股價升或跌，便必然地代表這行業的好與壞，前景是否樂觀。

更多時候，其實股價的變化，是由很多不同因素同時影響出來的，根本說不準分不準，哪個因素在下一刻發生作用，投資者亦不必公開是基於哪種理據去作決定的。即使被迫要說，也無法肯定說真話，有時就算想說，也因為事情本身就是那麼複雜，當事人自己都搞不清，也是常見的。

無論如何，從中國經濟的長遠大方向看，人口政策是急需改革的。當日的一孩政策，有其歷史背景和存在的理由，但放到今天，未必完全適用。經過三十多年的高速增長，中國將無可避免地面對經濟下行壓力，經濟增長速度不可能永遠保持在現水平，這是很合理的事，全球各地的先進國家和成熟市場，都有此經驗，並不稀奇。

新生代增長慢影響負面

對於未來，新生人口不足，的確有重大影響。人口老化，不單是老年人多了，更因為年輕人少了。新生代增長速度慢，形成每一個年輕人負擔照顧的老人比例提高，對於中國儲蓄以進一步投資，有負面影響。

更重要的是，在經濟學模型上，大體上，生產要素的兩大類，一是資本，一是勞力，這兩大投入，在一個好的制度中，生產力得到善用，經濟於是大旺其場。若無足夠人口，勞力供應不夠，自然大打折扣。更何況，勞力不單是勞力，在現代社會中，高質素的勞力，其實是人力資本，對於一個經濟由初發展提升到成熟的產業過程，有着重大貢獻。

在沒有辦法讓人溫飽的日子，才有所謂人滿之患，在有辦法善用勞力甚至人力資本的社會，有質素的年輕勞動力，反而是從來都不愁太多的。



根據中國國家統計局的統計，中國勞動年齡人口絕對數量在2012年首次出現下降。同時，中國的老年人口的比重繼續攀升。資料圖片

美聯儲終於讓市場正視加息

路透社點透視專欄作家

Richard Beales

熱點透視

美聯儲主席耶倫對利率的看法，或許終於讓交易員及投資者聽進去了。在上週三的聲明中，聯邦公開市場委員會(FOMC)維持利率於近零的水平，但明確點出12月的下次會議將是開始加息與否的決定點。利率期貨價格顯示，經過一段時間的質疑爭議，金融市場現在終於差不多接受了。

就業指標已近極佳狀態

美國經濟正在持續前行，即使算不上是高速猛衝，特別是某些就業指標已經接近極佳狀態。在夏季之前，投資人似乎已經準備接受，將在2015年年底前告別持續近七年的零利率。但夏季的一波全球股市動盤，翻轉了這種看法。

從那之後，耶倫及其他官員便一直在與市場看法抗爭，市場認為今年不會加息，而FOMC的一些成員也

有同感。先不說別的，一旦開始加息，將會開啟朝向較正常穩定利率的進程。

雖然美聯儲官員宣佈，他們不會被短期市場震盪左右，但美聯儲9月決定不加息，難免令人覺得，一部分的原因是投資者已預期美聯儲不加息，所以如果9月真的加息，當時就會重創金融市場了。

這種兩難處境或許可以說明近期市場對美聯儲的一些誤解，雖然美聯儲在政策聲明中態度始終十分一致，特別是耶倫及較高層的美聯儲官員。12月15日-16日FOMC會議後，耶倫預定舉行記者會，屆時她能夠仔細說明，而上週會議並沒有記者會，光是這點差異就有重大象徵意義。

12月會議被明確點出後，聯邦基金利率期貨的最新水平反映出，目前預測年底前加息的機率接近50%，高於政策聲明宣佈前的逾30%。也就是說，木偶師與被操縱的木偶現在已經幾乎協調一致了，即使近期的交手過程，讓人難以確定究竟誰才是被操縱的一方。

樓還不及樓價330萬的不多，且以舊單幢唐樓為主，不合渴望上車一族及新婚夫婦的胃口。本人建議可將入門樓價大幅上調至430萬，430-800萬樓宇更可貸款至七成半至八成，而800萬以上可借七成或甚至直接取消按揭上限。

面對可見未來，經屋仍然「僧多粥少」局面，大部分申請經屋人士會轉投私樓輪候，政府該積極扶助首次置業家庭入市。建議政府重新推出利息津貼或擔保性援助計劃，支援他們貸款能力。為了再避免非首置人士濫用津貼計劃，政府應建立「首置者庫」，即時更新並對申請者再嚴格審查，使到津貼真正落入需要階層手中。更可訂立處罰政策，對查明濫用者施行較嚴厲處分。

信心不足源於對未來就業前景悲觀。除了進行每年政府現金回贈市民外，政府應推行多項扶助中小企業措施，如對中小企業員工再培訓，對中小企業僱主給予財務、市場資料有效支援，幫助僱主提高市場競爭力，也可協助中小企找到轉職僱員。

應鼓勵首置人士安心上車

隨着中國經濟表現下滑，澳門賭場「大家客」時代短期不會復見，「一業獨大」的不平衡情況應該逐步地、順序地緩解，積極開拓非博彩業令市

民消費信心持續是澳門特區政府首要解決問題。當市民信心回復，當地土地政策落地後，房地產市場活動自然回到正常情況。在樓價仍未真正回調到市民負擔水平前，政府「撤招」還不合時，但是鼓勵首置人士或中低收入者安心上車，正是政府「健康化」市場重要一步。

現時政府「水頭充足」，可以將部分市民回贈現金中，提取一些積極扶助經濟，使市民對經濟多一份安全感吧。香港政府也應該「居安思危」，充足準備樓價明顯大幅回落時，如何應對、如何使經濟陣痛最輕。



圖為遊客在澳門大三巴牌坊遊覽。資料圖片

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。