

# 入SDR 提升地位 人民幣資產吸引力增

時富資產管理董事總經理  
姚浩然

國際貨幣基金組織(IMF)於本港時間12月1日凌晨宣佈決定將人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃子，並將於2016年10月1日生效，佔比10.92%。長遠而言，人民幣納入SDR貨幣籃子增加人民幣的認受性。相信隨着人民幣國際地位逐步提升，人民幣作為融資、儲備投資和貿易結算的需求將上升，屆時人民幣資產如人民幣債券和中國境內債券市場對外資的吸引力將增加。

## 促進內地金改 擴大資本賬開放

此外，人民幣納入SDR亦可促進中國的金融改革進程，例如有機會進一步開放資本賬戶。屆時無論從國家層面或公司層面均有正面影響，在內地金融市場逐漸完善的情況下，內地股市不單作為人民幣資產有機會再吸引外資青睞，同時增加內地A股納入MSCI的機會，帶動市場復甦。港股亦間接長遠受惠人民幣加入SDR。惟筆者認為，人民幣獲納入SDR短期對內地及本港股市，甚至人民幣匯率的實際效益不大。儘管人民幣受到IMF認可，直接影響各國央行和主權財富基金的資產配置重組，提高人民幣資產投資比例，但短期內該比重未必可達到10.92%，因為特別提款權貨幣籃子的比例只是作參考性質而非強制性。該消息並未影響港股短期走勢，反而外圍因素更令投資者關注。當中，美國聯儲局月中議息會結果為最大的不明朗因素。美元指數已經攀升至接近100，相信已經一定程度反映市場的加息預期，而投資者對相關消息

亦變得更为敏感。例如，儘管歐洲央行於上周四宣佈擴大量寬措施，惟量寬幅度少於市場預期，導致歐元一夜間抽升，美匯指數急跌，外圍股市因此而大幅下挫。

## 美議息前入市謹慎 港股仍悶局

美聯儲主席耶倫於已於本月3日發表言論，表示10月以來經濟數據持續改善，就業率接近美聯儲定立目標，暗示美聯儲將會啟動首次加息。上周五公佈的美國11月非農就業新增職位21.1萬份超预期，支撐聯儲局加息。筆者認為，即使12月加息，幅度會為象徵式，步伐亦會相對緩慢，對新興市場資金影響不致太大，港股大跌風險較小。惟議息會舉行前，加息預期對市場仍會造成心理壓力，投資者態度會較為謹慎，初步估計恒指會在22,000點至23,000點之間上落，交投亦會較為淡靜。



■人民幣納入SDR後將增加認受性，長遠而言，人民幣作為融資、儲備投資和貿易結算的需求將上升。

# 中央積極扶持 樓價料逐步回升

AMTD尚乘資產管理有限公司主席  
曾慶璘

中國11月份製造業PMI進一步回落至49.6%，為連續四個月下跌，繼續受到國內外需求減少及大宗商品價格持續走低的影響，反映寬鬆貨幣政策還未能為傳統經濟起穩定作用。但同時，11月份中國非製造業PMI則保持增長勢頭，當中批發零售、電訊、互聯網軟件、銀行、證券、保險等商務活動指數均高於臨界點，反映新的經濟增長動力正在形成，惟力度仍不足帶動整體經濟回溫。

## 政策奏效 今年樓市持續復甦

中國製造業仍面對產能過剩，同時遭遇環球經濟需求下降，加上中國的結構性改革下，製造業持續收縮亦正常不過，而非製造業的持續擴張，正好顯示中國經濟正進行結構調整，市場需要慢慢適應中國經濟新常態。在經濟轉型中避免經濟硬著陸，成為中央首要任務，其中對房地產的扶持既能穩定經濟增長，幫助經濟軟著陸，亦有望加快中國消除產能過剩的困擾。中央今年積極推出多項有利房地產政策，刺激內地樓市持續復甦，據中國指數研究院公佈，11月全國100個城市新建住宅價格按月上升0.46%，按年上升2.93%，為連續7個月上漲。主要城市的漲幅較大，按年來看，深圳居

首位，漲34.75%，上海及北京分別漲12.45%及8.11%；而二手房市場同樣活躍，10月份上海、廣州、深圳二住宅價格分別按年上漲9.7%、9.9%和36.8%。樓市數據反映中央針對房地產的政策奏效，而且今年貨幣政策轉向寬鬆，持續減息及降準為房地產復甦提供相當有利環境。

## 刺激需求去庫存 利好將續來

然而，現時房地產庫存仍未改善，10月末商品房待售面積按年增長18%，反映市場庫存壓力仍大，房地產需求增長相對落後。11月10日，習近平主席於召開中央財經領導小組會議時提出，要化解房地產庫存，促進房地產業持續發展，顯示去庫存成為了中央迫切的政策目標，意味着未來有更多相關政策出台。近期住房公積金管理條例修訂稿出台徵求意見，公積金提取範圍將放寬，繼續為樓市帶來利好消息。展望2016年，內地樓市於中央積極扶持下復甦勢頭持續，而且相信中央於來年繼續以穩增長為目標，低息環境等宏觀因素有利刺激房地產需求。政策方面，相信首套及二套房首付仍有下調的空間，預料受到需求帶動，一二線城市樓價將持續上漲，而三線城市隨着庫存壓力逐漸化解下，樓價將逐步企穩。

# 歐日新興亞洲股市來年看好

霸菱資產管理投資總監  
Ken Lambden

歐洲、日本及新興亞洲股市有望在2016年取得最佳表現。由於歐洲央行實施寬鬆貨幣政策刺激經濟增長，加上經濟基本因素日益改善，歐洲成為最有潛力的市場。日本持續實施的市場改革而帶來良好的影響，以及部分因中國經濟帶動而利好亞洲主要經濟體系作正面發展。我們非常看好歐洲，在大、中及小型股均物色到良好的增長機會。相比之下，我們認為美國經濟明年的增長將會有所放緩。於2016年下半年，歐元相較美元的匯價將會更具吸引力。

## 中國持續改革 利好區內經濟

我們相較許多其他評論人士更加看好中國市場的前景。中國市場在區內及環球市場上的地位將會日益提升，其持續實施的市場改革有望進一步推進中國經濟融入環球經濟

的進程。人民幣地位有所提升，被納入國際貨幣基金組織的特別提款權(SDR)籃子，加上中國政府正採取適當的措施調控經濟，我們認為整體亞洲市場將會在2016年受惠。

新興市場將會在2016年出現愈來愈多的精選投資機會，尤其是在中小型股方面，而對於希望物色估值相對低廉的投資者而言，這個新興資產類別有望受到他們的青睞。然而，投資者在投資新興市場時不能再籠統地將其歸類為單一資產類別，具體個股的回報將會在2016年存在較大差異，因此，悉心進行具體企業的分析及選股將會成為投資賴以成功的關鍵。同時，在公司層面上，資源行業有望走出2015年波動的市況，各家企業控制成本及產能的決策將會有助於改善其盈利能力。明年，美國的狀況將會繼續成為市場關注的一大焦點，尤其是在11月份總統大選之前。我認為，除非通脹大幅升溫，否則並無證據顯示聯儲局將會在2016年有規律地加息，但我相信美國愈來愈需要回歸至正常狀態。

# 「去庫存」成樓市基調

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

11月10日，中共中央總書記習近平主持召開中央財經領導小組第十一次工作會議，並提出「要化解房地產庫存，促進房地產業持續發展。」國務院總理李克強也於黨校講話上明確指出「以往我們長期依賴的房地產，去庫存問題也沒有解決。」根據筆者粗略記錄，這正是中央領導人自從去年將房地產政策方向自調控轉化成放鬆後首次以「去庫存」定為未來樓市基調。其實不難預測，一系列相關財政、貨幣、稅務等支援政策會出台，現有政策也會深化。11月19日，山西省政府發佈《關於健全完善住房保障和供應體系促進房地產市場健康發展的意見》，提出全面取消限購政策，包括限價、限外及解除所謂規範商品房面積的「90/70」規定。除山西外，此前還有四川、甘肅、安徽三省明確發文取消限購政策，現在只有北上廣深四個一線城市仍在堅守。

## 三四線城市供過於求 壓力未減

內地業界人士一致贊成，因為中央表態正切中市場要害。從國家統計局數據，10月中商品房待售面積達6.8億平方米，比年初及去年同期增長了0.6億和1億平方米，當中一二線城市庫存明顯減少，但是三四線城市商

品樓仍然供過於求，庫存壓力未減。從長遠考量，未來總體供應量包括現存未售、開工未開買、規劃未開工等等是龐大數量，一些估計更預計需時五年以上才可完成銷售。

高庫存的三四線的市政府遭遇兩難局面，巨額金錢用於基建上，但是建成的道路、公路及房屋不被有效使用，投放資金不能及時收回，經濟活動未可持續發展，財政負擔天天加重。長遠來說，一二及三四線城市整體實力差距日益擴大，人口外流不斷，做成惡性循環，也不利全國整體經濟、社會、政治健康發展。「搜房網」繪畫出令人悲傷的中國房地圖，將全國劃分為東北、華北、華東、華南、華中及西北，道出全國房價嚴重不均的悲傷現象。

## 全國房價嚴重不均 本季增速降

步入今年末季，整體房市「投資增幅回落、房價小幅上漲」。截至十月底，所有房地產指數包括全國房地產開發投資、全國房產施工面積及全國商品銷售面積同比都有所增長，但是增速比頭九個月明顯回落。數據顯示政府還需「加碼」扶持房地產投資、施工及銷售方面，預計「去庫存」政策仍會是明年上半年政策重點，主要扶助地區集中三四線及某些高庫存的二線城市。不過，在全國房地產整體減速同時，房價是平穩回升狀態，尤其是一線的上海及深圳。12月1日，中國指數研究院對

# 市場震盪 歐央行溝通不到位累事

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

金融市場的影響，無遠弗屆，即使是政策當局，包括中央銀行，也不得不有所顧忌，甚至要刻意配合，或起碼要留意投資者的心態和想法，才能讓好事繼續是好事，壞事變成沒有那麼壞。可是，世上總有一些例子，讓大家可以見識，萬一期望管理做得不對，或做得不夠，效果可以有多大。就以上周的歐洲中央銀行商議量寬加碼一事而言，即是最佳的壞榜樣。是的，外界一直盛傳，當局打算為量寬措施加碼，亦要延長有效時間。結果如何？

## 對市場錯判量寬加碼 未及早降溫

投資者的不滿是明顯的。試想像，原本的猜想是大幅度加碼量寬，而且時間明顯延長，甚至可能是無限期延長，而最終出來的，竟然是不痛不癢的，純粹是技術細節的改動，大家看不到當中的震撼之處，反而是留意到期望的落空。是的，正如歐央行行長之言，市場可能是錯誤解讀了，忽略了公佈的方案中，顯然是有利於資產負債表維持在現水平，即使所買的債到期，也會把錢再投放，不會收回來，而再者，目前可以買的種類，不再局限於國債，更包括一些市場人士覺得不吸引的地方債，按理是有助於解決問題。然而，有趣的是，市場與央行的互動，從來就不是這麼一板一眼的，行長可能覺得大家有誤會，又或者原來的預期有點太誇張，但既然這些外界之言，在正式開會前，可以說是甚囂塵上，報道多的是，局方不會全不知情，果如是，明知市場的預測明顯有別於局方的目標，何以不提早示警，起碼有點為過分期望降溫的言論，及早為潛在的資產泡沫放氣，為可能的波動排洪？

## 預期落空 引發金股匯債市大波動

不可能完全怪罪於市場上一眾投資者的貪婪與恐懼。作為溝通過程，總有兩方，一方釋出訊息，另一方接收訊息，釋出者認為很清楚的，未必就是接收者同樣認為清楚的，萬一知道接收者可能誤判形勢，錯誤解讀，那麼，釋出者也有責任，在溝通過程中，用不同的方法，讓對方得悉真正訊息。經過上周四和上周五市場上，不論股匯債或商品價格的大幅波動，即使歐央行行長在周末解畫，恐怕為時已晚，傷害已經造成，損失不能改變。要做的是防患未然，這一點，對於目前危機後的金融市場形勢，尤其相關。

## 期望管理 美聯儲用得精準可借鏡

相比之下，美國聯儲局把量寬用得得好，用得精準到位，如今已把實體經濟重新搞上去，說明了很多地方做對了，而其中一樣，當以期望管理做得好為貢獻。事實上，這個部分，可以說是過去幾年量寬的精髓。印鈔增加貨幣供應的行動持續有效，則不是單方面自我感覺良好便可，必然時刻顧及對方感受。前車可鑑，歐央行溝通不到位累事，相信月中聯儲局不至太失策，驚嚇的意外，應該要避免。



■歐央行量寬力度不足，令投資者大感失望，一度引發市場大波動。

# OPEC未明確產量上限 油價料低位徘徊

路透熱點透視專欄撰稿人  
Andy Critchlow

熱點透視

石油輸出國組織(OPEC)鬧內訌，或將導致艾克森美孚(Exxon Mobil)及皇家荷蘭/殼牌石油集團等石油巨擘的投資者陷入危險境地。OPEC於12月4日結束在維也納的會議後，並未明確具體的原油產量目標，反倒表明成員國擁有自行決定產量的自由。OPEC這回罕見地並未設定新的石油產量上限，先前所確定的上限為日產3,000萬桶，約為全球需求預估的三分之一。然而，OPEC表明，成員國將維持產量水準。根據路透一項調查，11月OPEC日均產量為3,180萬桶。一旦對伊朗的經濟制裁解除，其日產量可望增加高達100萬桶。正因為如此，使得OPEC此次內部協商更形複雜。

OPEC未就產量上限達成具體決議，那麼在OPEC於明年6月再度開會前，油價持續盤旋在每桶約40美元低位的可能性因此升高。高盛已警告稱，倘若油市持續供過於求，則油價有可能低見每桶20美元。

## 石油行業將持續飽受壓力

石油巨擘及投資者可能必須準備在明年進一步削減支出。諮詢機構Wood Mackenzie於1月時估計，若油價在每桶40美元，每天會有達150萬桶的原油產出無利可圖，但這並未促使OPEC以外的產油國大幅削減產出。油價一旦持續下滑，可能很快逆轉這種局面。根據Wood Mackenzie，企業今年已經對規模逾2,000億美元的油氣項目踩了煞車。在OPEC決定實際的石油產量以前，石油行業將持續飽受壓力。

# 相關政策料出台

百城(新建)住宅價格進行房價調查，調查指出十一月內百城房價連續四個月實現環比、同比雙漲，住宅均價為10,899元/平方米，環比增長0.46%，同比增長2.93%。

## 一二線城市庫存減 樓價料穩升

經過黃金十年，中國房地產行業正式跨進「存量房」市場。人口總量增速開始下行，老齡化問題日益嚴重，人口紅利下降是不爭事實，未來年青人剛需將主宰購房市場。如早前提及，中國的城市群已經開始分化，人口淨流入規模最大的五大省市上海、北京、天津、浙江、江蘇全部在東部地區，以前流行「要發財到廣東」的人口流向正逐漸轉化到東部地區。剛需是未來主要購房源頭，也決定房價走向。既然人口仍然流向東部，則當地房價尤其一二線重點城市如上海、蘇州、杭州、南京等的走勢仍然保持強態，明年會穩中看升。

## 廣州房價將追升 與深雙城齊飛

華南區的深圳及廣州仍被看好，尤其是深圳市經歷過去十年高速第三產業開發。今日已經成為全國第三產業的高度集中地，也拉動過去一年深圳房價急升。高速的深圳經濟開發令市內土地變得稀缺，土地價格節節上

揚，房屋售價升勢保持。反觀廣州市，土地價格仍然穩定上升，但是房價升幅則較滯後。這跟廣州規模較大、幅員較廣、地區差異較闊有關。無論如何，廣州市過去十年基建趨成熟，商業活動發展良好，附近地級市如佛山、中山、惠州發展不俗也間接地支撐廣州未來建設。筆者預計廣州市明年房價增速不遜於深圳，形成雙城齊飛勢。

## 政策料傾斜 三四線銷售可回穩

總括來說，明年中央及地方政策仍然集中「去庫存」，但是會傾斜於三四線城市和高庫存的二線城市。對於這些受「照顧」城市，房價可望跟隨改善的銷售量趨向「止跌回穩」，但是中央政府必須重點扶持三四線城市的經濟發展，如重點發展養老及休閒專業或者將省內某些政府機關或國企公司落戶，才可以長遠地振興三四線城市的未來整體發展。這應該是全省以至中央共同協調發展的後果，單憑三四線城市政府實在是無能為力。明年筆者預測一線城市仍然穩中看升，廣州及北京升勢會追上，二線城市尤其位於發達華東及華南地區的升勢持續，三四線城市要看政策吧。「地王」現象會在北、上、廣、深及發達的華東/華南二線城市出現，因為內房公司及地產基金仍然熱衷以資金投放於其中。