

內地樓市短期未能受惠去庫存

時富資產管理董事總經理

姚浩然



■內地房地產市場去庫存的措施主要屬長遠改革，短期而言，未能明顯地化解高庫存以及三、四線樓市低迷的問題。

內地房地產庫存高企，即使中央多次出招幫助亦未能扭轉局勢。除了放寬買樓限制外，中央近期還頒佈了棚戶貨幣化安置的新安排。住建部計劃2016年會安置大約600萬戶棚戶，若按新安排的規定，各市貨幣化安置比例提升到50%。明年若有300萬家棚戶於明年內接受貨幣化安置，假設按內地人均居住面積約為30平方米計算，按三人家庭，每戶將買入90平方米的住宅，將於明年帶來約2,700萬平方米的住宅需求。然而，數據顯示，截至今年11月，商品房待售面積達6.96億平方米，較10月再上升約1,000萬平方米，棚戶貨幣化安置明年可以消化的庫存佔全國商品房庫存僅不足4%，整體作用輕微。

庫存大部分處於三四線城市

面對如此困局，市場預期中央經濟工作會議中會公佈一系列更有利措施。上週會議閉幕並決定明年五項經濟工作任務，當中包括消化房地產庫存。相關措施包括：提高戶籍人口鎮化率、深化住房制度改革的要求、發展住房租賃市場、鼓勵房地產開發企業順應市場規律調整營銷策略和商品住房價格、促進房地產業併購重組、取消過時的限制性措施等。

內地房地產庫存大部分處於三、四線城市當中，而一、二線城市的房地產則供不應求，導致城市之間樓價走勢分化嚴重：今年以來，一、二線城市樓價持續攀升，11月份一線城市新建商品住宅樓價按年上升接近一成至四成，北京及深圳等大城市更屢見「地王」產生，反映仍有投資者看好一線城市樓價；然而，三、四線城市未有反彈跡象，11月份三線城市新建商品住宅與二手住宅價格同比均繼續下降。

配套不完善 難吸引買家興趣

筆者認為中經會所提出消化內地房地產市場庫存的措施主要屬長遠改革，短期而言內房行業受惠不大，未能明顯地化解高庫存以及三、四線樓市低迷的問題。首先，戶籍改革雖然有助人口流入城市從而增加房產購買的需求，但轉變過程需時，亦要求法例及行政兩方面高度配合才能成事。另一方面，即使政府鼓勵發展商降價，從而吸引投資者投資樓市再出租房產，惟三、四線城市生活配套較為不完善，租賃需求低，難以吸引投資者興趣；相反，一、二線城市的生活配套完善及工資較高，更能吸引外來人口及投資者。短期內，相信主攻一、二線城市的公司股價仍會跑贏土地儲備及物業發展集中於三、四線城市的發展商股價。

新經濟動力增 中國硬著陸風險低

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘



■市場預料未來隨著「一帶一路」逐漸落實，內地產能過剩問題有望紓緩。

2016年環境經濟仍充滿挑戰，美國經濟雖然穩定復甦，且首次升息已有定案，但外圍經濟的不穩定性持續，油價下瀉未止，中國經濟放緩及新興市場的債務風險，令美聯儲局加息步伐存在不確定性。面對多變的金融環境，投資者應做好分散地區及資產的配置，一筆過及押注單一投資風險甚高，宜採取定期定額，或分注買入，以減低風險。

至於投資市場方面，隨了繼續QE的歐、日成熟市場可取外，正在實行改革的中國股市是新興市場的亮點，值得投資者繼續關注。

經濟轉型 更多刺激政策將出台

中國經濟正在由高速邁向中高速發展，中國社科院預計2016年GDP增速為6.6至6.8%，受到寬鬆的貨幣政策托底，硬著陸的風險不大。中國處於經濟結構轉型階段，減少對製造業及固定投資的依賴，正在醞釀由消費及服務業拉動經濟增長。近期

香港服務貿易將再大放異彩

恒生銀行高級經濟師 黃詠詩

恒生銀行署理首席經濟師 薛俊昇

自2009年環球金融危機結束後，香港經濟增長主要由內部需求所帶動，包括私人消費開支、政府消費開支和本地固定資本形成總額。惟外部需求以商品及服務貿易結餘來衡量，即商品出口和服務輸出減去商品進口和服務輸入，則通常拖累經濟增長。環球經濟復甦仍然乏力，使環球貿易需求持續疲弱，故香港整體對外貿易普遍受挫。細觀香港對外貿易卻揭示了一個複雜的走勢。

服務輸出增長強勁受惠兩大因素

2009年後，商品貿易持續錄得赤字，但服務貿易則錄得穩步增長的盈餘，各佔實質本地生產總值(GDP)的20%至30%。由於製造業佔香港實質本地生產總值不到2%，而服務業則佔超過90%，故香港是商品淨進口者。至於服務貿易，服務輸出的增長較服務輸入為強勁，可歸功於以下兩個主要因素：

1. 香港的經濟定位：香港作為國際金融中心，亦是一個高度外向型的經濟體系，擁有貿易和金融服務的競爭優勢。目前，服務業佔超過九成的實質本地生產總值。

2. 內地政策：隨着香港與內地之間的經濟融合愈趨緊密，自2000年代初期開始，內地政府推出與香港相關的政策，如內地與香港關於建立更緊密經貿關係安排(CEPA)及「個人遊」計劃(IVS)，使內地對香港服務需求增加，亦解釋了部分香港服務輸出的增長。從香港輸出內地的服務在十年間增長了四倍多，由2003年只有692億港元升至2013年的3,171億港元。在2013年，香港與內地之間的服務貿易總額達到5,531億港元，佔香港服務貿易總額的40.6%，而香港的其他主要服務貿易夥伴依序為美國、英國、日本和台灣。

「十三五」規劃及「一帶一路」添機遇

由於內地是香港最大的服務貿易夥伴，內地國民經濟及社會發展第十三年五年規劃，簡稱「十三五」規劃，將可能為香港中長期服務貿易帶來結構性的影響。

內地「十三五」規劃是一份跨越2016年至2020年經濟及社會發展的五年藍圖，將於明年3月十二屆全國人大四次會議中審查批准。關於制定國民經濟和社會發展第十三年五年規劃的建議，簡稱《建議》，已在中國共產黨第十八屆中央委員會第五次全體會議通過，加上國家主席習近平對《建議》解讀，提出

中國PMI持續收縮，相反服務業PMI維持擴張，反映經濟轉型實況，只要製造業收縮速度可控，加上新經濟動力有所加強，相信可避免硬著陸風險。

中國近年消費增長理想，今年1至11月社會消費品零售總額按年增長10.6%，當中網購增長顯著，同期實物商品網上零售額按年大增33%，成為消費增長主要動力。現時中國失業率穩定在5.1%，而前三季度全國居民人均可支配收入同比實際增長7.7%，意味將支持消費繼續向好。同時，中央積極推行刺激消費措施，如10月起實施的小型車減稅政策，有效帶動11月的新車銷量同比大幅增長20%，預料往後將有更多刺激行業及消費政策出台。

另外，中國經濟仍面對不少挑戰，中央在剛結束的中央經濟工作會議中，定下了2016年經濟發展的五大任務，當中以削減工業產能，和去房地產庫存最為迫切。

「一帶一路」有望紓緩產能過剩

隨着中國的結構性改革的推進及環球需求放緩，中國產能過剩的問題日益嚴重，加大了經濟下行壓力。是次會議提出化解結構性產能過剩的同時，還要妥善處理保持社會穩定和推進結構性改革的關係，提出「多兼併重組，少破產清算」，且落實財稅支持、不良資產處置、失業人員再就業和生活保障等政策。此外，預料未來隨着「一帶一路」逐漸落實，產能過剩有望紓緩。

消費房地產板塊仍是投資亮點

房地產方面，今年以來中央積極推行刺激樓市政策，帶動主要城市樓市出現復甦跡象，但庫存問題仍然嚴重。國家發改委表示將於明年制定實施1億非城鎮戶籍人口在城市落戶方案，加快農民工市民化，預料將釋放大量的住房需求。

展望2016年，中國市場仍相當波動，雖然經濟放緩，但在改革下中國仍充滿機遇，其中消費及房地產板塊仍是投資亮點，同時中央積極推出政策化解當前經濟問題，相信硬著陸的風險不大。但在預期波動市中，投資者宜分注買入中國股票基金以降低風險。



■香港有潛力可透過「一帶一路」建設來增加服務輸出。

了引起廣泛市場關注的資料。

由於這篇文章考慮香港服務貿易的未來前景，我們特別專注在《建議》中「堅持開放發展，着力實現合作共贏」標題下與香港相關的部分。《建議》中所述資料與第十二個五年規劃，即「十二五」規劃的相同部分比較大致相同，唯一的區別是「一帶一路」建設。

「一帶一路」建設是由內地政府發起的一個大型項目，藉以讓內地進一步融入世界經濟發展，特別是在交通基礎設施建設、投資和貿易便利化、金融合作和文化交流這四個方面。該項目由兩部分組成，共涵蓋超過60多個國家：「絲綢之路經濟帶」將通過中亞及西亞讓中國連接歐洲，而「21世紀海上絲綢之路」將使中國與東南亞、非洲和歐洲連接。

根據我們的初步評估，香港有潛力可透過「一帶一路」建設來增加輸出服務的領域，包括：

1. 相關金融服務，通過發行債券，如伊斯蘭債券和以人民幣計價的基礎設施收益債券，以及提供設備、航空和航運等融資。
2. 其他商業服務，如專業仲裁服務，項目諮詢服務，市場調研服務等。
3. 貿易相關和旅遊服務，通過提供物流服務，及舉辦國際會議。

(二之一)

全球淡靜市況下的粉飾窗櫺

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

隨着假期氣氛漸趨濃厚，全球市場在過去兩週，明顯地交投淡靜，股匯債商品市場，無一例外。當然，這不等於投資者完全沒有動作，相反，部分投資者看來不算太強勁的買賣盤，也可能觸發技術性突破，令其他跟隨趨勢的短線投資者追隨。這樣一來，由於缺乏本來平常的成交，一下子，輕微的買賣力量，已經可以帶來短暫但明顯的變化。

輕微力量已經帶來明顯變化

對於這些變化，不同人有不同理解。當年尾例靜，而出現弱勢股份的反彈，不難令人聯想到，有所謂基金經理粉飾窗櫺的效應存在。究竟事實上是否真的由基金經理的買賣盤主導，有時不得而知，但大家想當然，覺得別人會有如此想法，繼而有如此做法，則不妨先行先試，自己押上一部分真金白銀作注碼，然後，這類動作又會觸發其他投資者的神經，大家看見相對弱勢的股份或資產價格有反彈，不難聯想到，可能是基金經理的買賣盤；從而跟進買入，成為一時的趨勢。即使不完全相信，也可能基於上述的推論，自己不信不打算，認為別人可能信，又或者別人不信不打算，別人可能認為自己或他人相信，餘此類推，即可構成一種自我實現的預言。

當然，這些動作本身，或多或少基於一定假設。例如，相關資產要有一定程度的便宜，起碼是從歷史估值的角度，或一般投資大眾可能認同的角度，才會一開始漲價時，帶動投資者聯想的的可能性。另一個重要假設，便是投資者要明白，重要的是這是短暫的時機，而背後有一定的制度理由，比方說，當基金經理進行這些動作時，愈是漲得厲害的，愈要先行獲利回吐，鎖定利潤，讓整盤盤看起來出色，也要同步買入一些不太理想，但手上仍持有，不打算立即沽出的，在淡靜市況下，這樣可以令某些弱勢股份或資產，在組合中看來不太差勁。

不應期望基金經理死守不變

至於實際上，如上所言，究竟是否由基金經理觸發，很多時候，只是想當然，沒有絕對客觀的度量。畢竟，即使真的由基金經理的交易帶動，但經過一連串的連鎖反應，投資者也不應期望，基金經理會死守不變，反而大有可能是且戰且退，別人勇敢時，自己可以先行套現部分，以免稍後氣氛不再，便更動彈不得。

無論如何，基於這些短期因素而行的，長線是另一回事，不能混為一談，否則，投資目標與工具不相應，故事的背景與現實不相應，後果可大可小。



■由於大市成交淡靜，令輕微的買賣力量，已經可以帶來短暫但明顯的變化。

2016年商品市場展望

路透熱點透視專欄作家

RUSSELL

熱點透視

大宗商品分析師總是樂此不疲地發佈未來一年走勢預估，即便我們深知未來本身就具有不確定性，就連最合理的預期也可因一些事件而輕鬆走偏。

考慮到這一點，我決定在假定自身可進行投資的情況下，對2016年可能對大宗商品市場的押注做出如下歸納：

1. 原油將跌破每桶30美元和超過60美元
從邏輯和動能角度看，這種預期的前半部分是明擺着的事，布蘭特和美國原油已測試每桶35美元下方。後半部分則要看，觸底後的反彈速度往往比較快的這種歷史走勢的重演程度。

2. 熱能煤將結束五連跌
煤炭不受待見已經很長時間，但相比其他大宗商品，供應恢復合理狀況還需要很長時間。以澳洲Newcastle現貨指數GCLNWCWIDX來看，有鑑於亞洲優質煤需求仍將保持強勁(即便是中國)，而且供應即便增加肯定也不會增得那麼多，這樣看來或許還可以帶來一絲寬慰。

3. 鐵礦石不會跌破每噸30美元
鑒於鐵礦石供應過剩情況依然嚴重，且在鋼鐵供過於求的情況下中國需求成長可能持續不振，因此這個押注或許有些風險。不過，在亞洲現貨價格IO62-CNI-SI跌破每噸30美元之前，對於淡水河谷、力拓與必和必拓三巨頭之外的一些鐵礦石生產商來說，就可能已經到達了最痛點。

4. 力拓與必和必拓或有新執行長上任
這項押注的前提是以下看法：即使鐵礦石真能守在每噸30美元上方，也不會上漲太多。價格疲弱將打擊這兩家礦商獲利，如果被調降派息，股東的怒火以及商品價格仍無反彈跡象，可能足以讓某些人下台。

5. 亞洲液化天然氣現貨價格將跌破每百萬英熱單位(mmbtu)6美元
亞洲液化天然氣現貨價格一路走跌，10月一度跌至每百萬英熱單位6.60美元。鑒於澳洲與美國的新增產能不斷提高產量，價格可能進一步下滑。

6. 中國將出口更多鋼鐵鉑
雖然對中國鋼鐵與鋁出口加徵關稅的趨勢2016年可能增強，但中國出口量仍有可能增加，因為反傾銷舉措產生效果通常存在滯後。而且即便關稅提高，中國產品在部分市場可能仍具競爭力。

7. 資源領域料發生大型破產案
太多大宗商品生產商在苦撐，巴里市況好轉，因此看來難以避免的是，終究會有人撐不住。即便大家設法再撐一年，有個插花的押注(side bet)可能就是即使沒有發生破產，也會有一些企業被迫接受合併或收購。



■油價明年料可重演觸底後迅速反彈的歷史。

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。