

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

由於內地是香港的最大的服務貿易夥伴，內地國民經濟及社會發展第十三個五年規劃，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個五年規劃的建議，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鉗
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。