

港股上半年料受壓

時富資產管理董事總經理

姚浩然

2015年對股民而言可說是悲喜交集，港股4月時曾升至2008年1月以來的最高位28,589點，惟其後無以為繼，更連跌5個月至兩年低位20,368點，走勢比過山車更驚心動魄。最終港股亦未能收復失地，2015年12月31日最後交易日收報21,914點，全年跌1,691點，波幅達8,221點。惟港股的交投熱度比2014年優勝，港交所截至2015年9月底止數據顯示其結算及交收費比上年同期上升88%至24.78億元。展望2016年，港股能否從谷底翻身？

美國經濟增長動力不足

2015年年尾的一件大事莫過於美聯儲啟動9年來首次加息，市場預期2016年將會加息4次，每季加息0.25%。筆者認為加息步伐可能較預期慢，因為三大加息條件中只有就業數據是平穩向好。油價持續受壓和美元強勢分別抑制了通脹和削弱跨國上市企業的盈利，令致通脹長期處於不確定狀態，加上美國經濟增長動力不足，第三季GDP只有2%，種種跡象顯示美國2016年可能只有條件加息兩三次，每次加息0.25%。

資金短期或流出中資股

中國經濟發展對港股的影響舉足輕重。人行發表報告指內地產能過剩、製造業利潤下降、不良貸款率上升等因素壓抑了內地的經濟增長，但短期內對內房復甦和穩增長政策有信心，因此對2016年全年實際GDP增速預測為6.8%和全年通脹預測為1.7%。筆者認為按照中國目前的狀況而言，這目標較難實現。因為中國的製造業不振，出口亦不如理想，內需消費意慾減弱，三頭馬車皆欠缺雄風。雖然近期的國策大力支持內房，但是二三線城市庫存甚高，限制了反彈的幅度。此外，人行未來或會再度降息降準的不確定性和美元強勢，導致人民幣



■港股2016年上半年料會受壓。今年首個交易日未能開出紅盤。

中新社

幣存在持續貶值的壓力，這間接影響了港股表現。因為在香港上市的多間中資企業盈利及資產均以人民幣計價，所以人民幣貶值將會影響以港元計算的每股盈利或每股資產淨值，短期或會引發資金流出中資股。

港股除了受以上的外圍因素影響外，內在的經營環境亦影響香港經濟增長。其中最明顯的是內地旅客人數和消費力減少，令零售業大受打擊。另外，美國加息對樓市的影響仍有待觀察，筆者預計短期內香港銀行不會急於跟隨加息，因為本港銀行體系仍資金充裕。綜合以上內外圍的不明朗因素，預計港股今年上半年會受壓，惟若美國經濟數據比預期弱，加息基礎減低，人民幣貶值壓力將減小，屆時可能會支持港股下半年靠穩反彈。預計2016年恒指波幅較去年小，將會在19,500點至24,000點上落。

基本面穩健 印股仍值得期待

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璦

印度於2015年的表現令人失望，因印股在2014年大升30%後，投行大多預料2015會延續升勢，再創雙位數的升幅，怎料如今SENSEX指數卻下跌5.6%（截至上月30日）。自印度總理莫迪上任後，市場對印度經濟改革充滿憧憬，市場樂觀情緒的高漲，帶動印股去年年初一度升穿29,600點水平。然而，由於市場對印度預期過高，印企業盈利和莫迪的改革進程卻不如預期，加上中國經濟增長放緩、美國加息引發對新興市場危機的憂慮，導致印股出現回調。然而，相信2016年投資者對印股的期望已作出調整，加上基本面仍然穩健，今年印股表現仍值得期待。

美加息後資金回流

首先，印度去年第三季GDP達7.5%，成為增長最快的主要國家，當中製造業仍處擴張區間，通脹維持在5%的可控水平，經常賬赤字亦有所改善，這令印度抵禦走資的能力比其他新興市場高。2015年眾多新興貨幣出現大幅貶值，但印度盧比只小幅貶值近5%，加上自美國首次加息確定後，資金有回流跡象，支持盧比匯率

轉強，反映市場的不確定因素消除後，資金重返基本因素穩健的市場。

改善政策吸引外資

印度的改革故事增加印股的吸引力，印政府積極改善營商環境，早前推出吸引外國直接投資（FDI）改革方案，除簡化FDI申請流程，還提高投資上限，且可投資建築、銀行、國防等15項類別產業。此外，2015年初莫迪提倡於2016年4月推行貨品及服務稅（GST），雖然至今仍未獲上議院通過，但如方案一旦落實，有助統一不同省邦的稅法，提高行政效率。預期在簡單明確的稅制下，將進一步吸引外國直接投資，同時亦推動印度成為未來的世界工廠。

現時印度主要由基建投資帶動經濟增長，由於目前基建仍然落後，造就龐大的增長空間。以鐵路為例，印度政府將於未來5年，投資約1,320億美元於當地鐵路系統，較過去5年大幅增加約285%。另外，私人消費亦是增長亮點，印度擁有龐大人口，家庭負債佔GDP只有9%，相比中國的26%還要低，再者家庭儲蓄率達18%，比成熟市場及多數新興國家為高，因此相信消費增長可期。

短期內，印度有望受惠油價持續疲弱，通脹可望回落，預期央行進一步減息，有利印度企業盈利向好。

港服貿將再放異彩

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

在短期內，疲軟的環球貿易需求、稍強港元（由於美國利率正常化和香港的聯繫匯率制度而造成），以及緩和內地經濟增長將拖累香港整體的對外貿易。展望中長期來看，內地「十三五」規劃，尤其是「一帶一路」建設，很可能在結構上影響香港的服務貿易。

從服務輸出淨額按服務分類中，貿易相關服務將可繼續為最主要的服務輸出類別，但風險將偏向下行。隨着內地進一步發展及開放，將可能會削弱香港作為「中間人」的角色。另外，離岸貿易營業額受毛利率持續下跌拖累，毛利率由2003年的8.5%跌至2013年的5.6%。所幸的是，「一帶一路」建設很可能將促進了轉手商貿活動的服務量，從而抵消毛利率持續下跌對離岸貿易營業額的負面影響。

金融服務增長潛力大

金融服務和其他商業服務的輸出淨額，雖然在2015年僅佔實質本地生產總值的5.2%，（截至第三季度），但是在「一帶一路」建設下其增長潛力似乎是最大的。

至於金融服務輸出方面，內地實施的金融改革及開放政策將為香港帶來不少機遇和挑戰。在「一帶一路」建設下，人民幣融資和伊斯蘭融資很可能成為主流的融資工具。

香港作為世界最大的離岸人民幣中心和通往內地的主要門戶城市，有潛力以先行者優勢來滿足不斷增長的離岸人民幣融資需求而獲益。然而，香港將會面對來自倫敦和新加坡的激烈競爭，因它們將爭取透過自身經驗豐富的金融專業人士及完善的金融基礎設施來提升其人民

幣離岸中心的地位。再者，英國和新加坡亦是亞洲基礎設施投資銀行，簡稱「亞投行」的創行成員，故將與內地繼續建立更緊密的經貿關係。

伊斯蘭融資需求大增

另外，自2007年，香港一直希望塑造成伊斯蘭金融中心，但到目前為止其進展較為緩慢。雖然我們預期伊斯蘭融資需求將因「一帶一路」建設迅速增長，並將可能促進香港在此方面的發展，可是與離岸人民幣融資類似，屆時全球伊斯蘭金融中心，如阿聯酋、馬來西亞，以及英國，均將對此機遇虎視眈眈。

在這背景下，倘若香港特區政府大力支援及推動金融服務業，如積極推進跨境租賃及加大出口信用保險支援力度等，將對這領域的增長及發展起了關鍵作用。

環球投資者對內地金融市場的興趣日增，將可帶動新衍生產品及財富管理的需求，以達到風險管理和投資的目的。然而，隨着上海和深圳的證券市場將漸趨成熟，這可減少內地企業（包括紅籌股和H股）來港上市，但這種趨勢還尚未出現。

至於其他商業服務輸出方面，香港完善的法律體系，加上擁有經驗豐富的法律專業人士和仲裁員，將可就「一帶一路」建設提供解決不同領域法律和解決爭議的服務。

旅遊服務輸出佔2015年實質本地生產總值的4.3%（截至第三季），將很可能對因大型會議及展覽不斷增長的需求而受益。

總體而言，內地「十三五」規劃，尤其是「一帶一路」建設，似乎將成為香港服務貿易的新增長動力，其中最大得益將是金融服務及其他商業服務。

（二之二）

美開始加息 影響續發酵

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

2016年新年伊始，一起來回顧2015年這備受考驗的一年。三條主線影響着全球各大市場，一是美國加息，二是歐元區QE，三是中國經濟。2015年不少政策不確定因素落實，2016年還將繼續推進，影響將繼續發酵。

美股料上漲 惟升勢受限

首先來看股票市場。中國股市的一場暴漲暴跌着實令全球股市震盪。標普連續第三年收陽，升11.39%，納指連漲3年，2015年升勢收窄，漲5.73%。三大股指均在上行通道內，不過明顯上行動能有所減緩。歐洲股市受到量寬影響維持在上行通道內。內地股市經歷一場短暫牛市，全年維持升幅在9.41%。港股受到內外圍雙重影響，結束三年連陽，回落7.16%。我們認為，美國經濟不斷復甦毋庸置疑，但同時亦受到非美國國家的拖累，畢竟在這個環球市場裡誰也不能獨善其身，故而基本面支持美股2016年上漲，但升勢受限。內地資本市場不斷推進改革，長期利好，不過目前來看2016年不確定依舊大，至少第一季度難言樂觀。國家隊不再按照常理出牌，股市不再如之前那般完全聽從中央的哨聲，畢竟這是市場遊戲，要交由市場自己來決定命運。港股恐怕在新的一年處境更難，前途未卜，只能迎難而上，隨機應變。

人幣或下行 今年續貶值

再來看匯市。最受關注的非美元莫屬。美匯指數受到加息預期的烘托持續攀升，不過在年內多次企圖站穩100而失敗，尤其是在12月受到重挫。不過依舊不能掩蓋其強勢，連續第三年走高，升逾9%。料美元還將維持上行，只是動力大不如前，雖如此卻仍是全球貨幣裡最強的。歐元則深受德拉吉政策影響，進一步放水預期仍在，連續第二年走低，挫逾一成。我們認為歐元長期仍看淡，跌至平價只是時間問題。最意外的貨幣莫屬人民幣。以往人民幣走勢趨於平穩，不過自從8月11日完善中間價機制開始，3天大跌4.66%之後，我們便不得不改變對其走勢的固定思維。很明顯，中國經濟受到較大的下行壓力，一系列數據已經坐實了這一事實，人幣從基本面看有下行的需要。再加上國家一心推進其國際化的地位，改革只是剛剛開始，料2016年我們還將繼續看到人幣貶值。

油市未樂觀 將維持低位

最後來看商品和貴金屬市場。油價受累於供應過剩的問題而持續低迷。油組堅持不減產以維持其市場份額，美國庫存不跌反升，全球經濟下行壓力大。加上美元不斷走高，更是施壓於大宗商品。如此一來，紐油連續第二年暴跌，2015年大跌逾30%，兩年跌逾60%。銅價亦走軟，去年挫逾25%。考慮短期內基本面問題難以解決，油市未到樂觀時，將繼續維持低位。貴金屬整體受到美元走強和需求疲弱的影響。國際現貨金連續3年走軟，2015年回落逾10%，三年累計跌36.7%。目前來看，加息的陰霾還是剛剛開始，各類資產還將進一步受影響。黃金空倉規模持續增加，即使美聯儲加息的步伐是緩慢的。實物金方面，需求相對平穩，但也受到全球經濟面臨的下行壓力影響。總體來看，金依然呈現下跌趨勢，維持看淡。



■中國經濟今年料有較大的下行壓力，人民幣從基本面上看有下行需要。

資料圖片

中國城市治理開啓「黃金十年」

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

回顧去年，2015年是近5年中國房地產發展轉折年頭，從上屆政府的房地產調控思維，過渡到今屆政府首兩年沒有再提房價控制，及至去年政府改變基本思路到着力扶助房地產活動逐漸復甦。

中央政府上月召開為期4天的中央經濟工作會議（中經會），為今年經濟工作定調。值得讀者特別關注是中央城市工作會議同時於北京召開，這是時隔37年再次召開，並是有史以來最高規格的。兩個看似沒有太大關連的工作會議同期舉行，反映中央高度關注房地產對今年經濟的重要，也大力回應特大城市管理的迫切性。

請容許筆者借用《文匯報》於12月23日以「遲來的城市治理元年」形容2016年，中央明確表態今年是開啟城市管理的開端，在「建設」與「管理」兩端着力，轉變城市發展方式，完善城市治理體系，提高城市治理能力，解決城市病等突出問題。請廣大讀者留意，今屆特別以城市「建設」和城市「管理」並列，提升「管理」的重視，拋去過去盲目建設城市的思維，着重追求城市的質量。

五經濟任務 房地產佔三

承接去年11月五中全會審議通過的「十三五」規劃建議，中經會明確定下2016年五大經濟任務：「去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板」。相關房地產行業主要是去產能、去庫存及降成本三大項。

「去產能」主要是指去過剩產能，通過企業整合和關閉過時生產工序，達到整體行業提升。這也引起嚴重的失業問題，失業者主要來自高齡落後產業，就業技術再培訓成為政府急切推行的措施。其中一條出路是轉化到城市管理、養老服務、消閒娛樂等第三產業領域上，有助立刻吸納下崗工人，並可以將其留在城市居住，幫助推進「新型城鎮化」發展。大家可以想像，如果中國城鎮化率由2014年的54.77%有序地提高至目標的70%，則城市管理等領域會吸納大量中低級勞動力，幫助解決失業問題。

「去庫存」是今年內地經濟任務的第二重點，證明中央對解決房地產行業「供過於求」的巨大決心。房地產政策逐步轉化源自過去5年商品房待售面積連續攀升，從2011年底到2015年底首11個月由2.72億平米升到6.96億平米，按年變幅連續幾年高踞雙位數字，正為房

地產業敲響警鐘。在房價和銷情回暖的同時，房地產的開發投資、房屋新開工及竣工面積、房地產開發企業土地購買面積、土地總成交價款等均全面下跌，是代表開發商沒有意願增加房地產的投資。作為支柱的產業，房地產的萎縮投資行為，對經濟持續振興是負面的。投資不振的元兇正是「去庫存」速度追不上生產量，令再投資意願偏低。

「去庫存」首要增加需求，措施重點在農民工身上。按照加快提高戶籍人口城鎮化率和深化住房制度改革的要求，通過加快農民工市民化，擴大有效需求，消化庫存，穩定房地產市場。要落實戶籍制度改革方案，允許農業轉移人口等非戶籍人口在就業地落戶，並提供醫療、教育具體安排，使他們形成在就業地買房或長期租房的預期和需求。在現實考慮，農民工無論在經濟上及社會上均不容易融入城市生活，地方政府必須提供經濟補貼、生活支援才可「落實到地」。

除了農民的剛需外，「去庫存」另可行途徑是發展租務市場，鼓勵民眾和機構買樓收租。以往房產並不是主要投資工具，主要是租務市場規模不大，回報率偏低，銀行相關按揭產品稀缺。如果要大力推進投資活動，設立相關銀行融資產品是必要的。

「降成本」是具有雙重意義。既可降低價格吸引市民和農民工買樓，也可提高物業投資回報率，對「去庫存」有推動作用。

今年樓市分化料更凸顯

如筆者前文所論及，「去庫存」的重災區是三四線城市，中國指數研究院更指出今年樓市分化更加凸顯，三四線城市壓力非常大的。對於這些落後城市，如果完善區域交通及生活配套設施建設，促進產業結構產業優化升級，吸引人口流入，增加住房需求，才有助根治高庫存問題。

2015年特大城市接連產生巨大城市管理失誤事故，大城市已暴露大量城市病問題。建立城市群，群中包含大中小城市，由周邊城市去支援中心城區思路，未嘗不是可行之路。既可減低特大城市病，亦可扶助中小城市整體經濟發展，以完善交通設施緊互相連，利用較便宜的人、地、物資去支持中心城市持續發展。

2016年是遲來的城市治理/發展的元年，是開啟新型城鎮化的「黃金十年」，也是香港城市發展、規劃、建設、管理多範圍專業人士的「藍海」，齊來投入祖國建設，為內地與香港兩地「互利共贏」吧。