

## 港股今年料先苦後甜

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月份時曾升至2008年1月以來的最高位28,589點，惟其後無以為繼，更連跌五個月至兩年低位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去年同期上升近88%至2,478百萬元。展望2016年，港股能否從谷底翻身？

2015年尾的一件大事莫過於美國聯儲局啟動九年來首次加息，市場預期2016年將會加息四次，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地向好，而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至三次，每次加息0.25%。

### 人幣貶值 資金或流出中資股

中國的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%。筆者認為按照內地目前的狀況而言，這目標較難實現。因為中國的製造業不振，出口亦不如理想，內需消費意欲減弱，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板塊。

### 恒指19500點至24000點上落

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著香港經濟增長。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少，屆時可能會支持港股下半年靠穩反彈。

預計2016年恒指波幅較去年少，將會在19,500點至24,000點上落。

## 供應續增 油價今年難樂觀

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘



圖為俄羅斯的石油設施。

資料圖片

油價維持弱勢，繼2014年下挫45%後，去年再挫三成，現時紐約期油為每桶33美元，已處2008年海嘯低位，未來油價前景仍不樂觀。原油價格主要由供求所影響，過去兩年主要由於供應過剩，同時環球需求放緩，加上美元轉強，導致油價持續走跌。

### 石油供過於求情況持續

預期今年石油供過於求的情況持續。首先，石油輸出國家組織(OPEC)至今仍堅決不減產，而且更取消每日石油生產限額，企圖進一步爭奪國際石油市場份額。據報道，現時沙特原油生產成本不到10美元，因此以現時不減產的情況下，油國仍有利可圖。相反，美國頁岩油生產成本較高，一般每桶為50美元至80美元，已迫使很多生產商關閉油井或鑽油工程。

然而，未來油價供應情況仍然高企，因伊朗將在今年重返國際原油市場，該國預計於國際制裁解除後，6個月內增加每日石油出口量200萬桶，屆時勢將進一步為油價帶來壓力。此外，俄羅斯石油生產亦未出現減少，因盧布大幅貶值下，以美元計價的石油讓油企仍有利益可圖。

### 中央倡環保 燃油依賴減

需求方面，現時全球對石油需求不如從前，不但受制於環球經濟放緩，且全球鼓吹使用清潔能源抑制原油需求。中國為全國最大石油進口國，對石油需求舉足輕重，去年中央承油價大跌持續增加戰略石油儲備，以至1月-9月石油進口按年實現9%增長。

然而，中國經濟下行壓力漸大，12月財新製造業PMI下跌至48.2，遜於預期的48.9，並創3個月低位，同時服務業PMI亦降至50.2的17個月低位，反映新舊經濟動力一同轉弱，對石油需求難以大幅增長。此外，中國環境污染嚴重，中央積極加大力度推動環保，如實施新能源車購車補貼政策，以減少對燃油的依賴，因此令石油需求受壓。

此外，歐洲及日本經濟復甦緩慢，對石油需求難以於短期內大幅增長，同時歐洲對石油使用實施高稅政策及鼓勵採用替代燃料；而日本今年重啟核電廠，均減少石油入口的依賴。

因此，在石油供應持續增加，但需求未有顯著改善下，預期今年油價續弱，而且如美元進一步轉強，不排除油價有進一步下跌的可能。

## 人民幣波動或成新常態

路透熱點透視撰稿人

Peter Thal Larsen

熱點透視

中國讓投資者有了新的疑慮：人民幣不穩定且不可測。過去10年內的多數時間，人民幣兌美元穩步升值，這是全球市場少數可以肯定的事情之一。如今人民幣走勢已告逆轉，且難以猜測貶值的幅度。

投資者正仔細研究人民銀行每天上午公佈的人民幣兌美元官方匯率。過去幾天，人民幣兌美元中間價基本穩定。但上週前半段時，人民幣貶值曾引發全球市場挫跌。

人民幣中間價的制定本身也不乏意外。去年8月，人行下調人民幣中間價，作為意外小幅貶值的一部分，撼動了全球金融界。央行官員稱，未來的中間價將依據上日的收盤價制定，並讓市場在確定人民幣價值中發揮更大作用。

但現實卻非如此。Rhodium集團的分析顯示，人行傾向於將中間價設定得高於上日成交暗示的水平，這顯示央行試圖放緩

人民幣的貶勢。

### 央行試圖放緩人幣貶勢

最近官方公佈了人民幣兌中國主要貿易夥伴貨幣的貿易加權指數，試圖轉移市場對人民幣兌美元匯率的關注。有人認為人行現在希望人民幣兌中國主要貿易夥伴的貿易加權指數保持穩定。即便如此，仍不清楚人行的目標水平在哪裡，以及原因何在。

### 外儲減少惹來走資憂慮

所有這些的前提是假設中國的經濟規劃官員仍能掌控人民幣。但中國12月外匯儲備減少1,080億美元，意味著資本仍在逃離中國。

這種不確定性造成了此前風平浪靜的市場出現動盪：因貨幣供應枯竭，以離岸人民幣計價的香港銀行同業拆息(Hibor)在昨日(11日)跳漲9個百分點至13%。總而言之，人民幣恐將持續陷入不穩定的狀態。

## 今年樓市：本地買家「剛需年」

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

新年伊始，萬象更新！上年底，美國聯儲局剛剛叫停零息年代，十年以來首次輕微加息，為美匯增加不少支持，同時也開啟新一輪人民幣貶值走勢。因為港幣仍然跟美元掛鈎，港紙持續升值，令到香港資產對於外國(含中國)投資者變成沒有這麼吸引了。

美息上升成為本地樓市分水嶺。2015年本地樓價上升軌跡被終止，換來淡友戰勝好友形勢，樓市評論者大多轉向「看淡」後市，甚至預計上半年住宅樓價平均下跌15%或以上。

自從2013年，特區政府連續推出樓市管理措施後，二手樓成交量大減，一手樓則「不減反增」，形成一手樓成交比近年年上升，已經主導整體住宅樓價。小業主開售二手單位時，必須參考同區一手定價，並且需要提供較大折扣，期望得到購房者垂青。

### 一手交易額佔「半壁江山」

展望2016年，一手勝二手的情況持續。過去五年，一手住宅成交不斷回升，從2011年的84,462宗「一路向下」到2015年的52,645宗，但是一手、二手佔比則反而由13%：87%跳升達31%：69%。主要原因是二

手樓成交情況不停地萎縮，但是一手住宅成交量則兩年內仍然強勁。一二手住宅成交總值則較為穩定，除了2013年不過3,000億外，其餘四年都分別錄得4,000億以上。大家不難分析，成交量下跌中，但成交金額不變，表示平均樓價不停上升，尤其是一手樓升勢顯著，才可補貼二手樓成交量下降的差額。連續二年，一二手住宅交易額都是維持四六比左右，一手住宅已經佔了「半壁江山」呢。

### 一手推盤料破1.8萬伙

反觀今年一手住宅供應量會大幅上升。根據本地傳媒統計，2016年有機會推售新盤可達九十個計三萬伙，比去年大幅增加約一半，屬於高水平的一年。從過去經驗，今年實際推盤應該低於此數，預計開發商會調高賣樓目標，保守估計可能衝破1.8萬伙，較去年約1.6萬伙增加10%以上。開發商賣樓並「不手軟」，原因是未來供應量不減，只有以「貨如輪轉」方式保持「去貨」速度，才可迅速回收資金。縱然積極賣樓會推低一手樓價，但是同樣地地價同步或加深下跌，維持合理利潤水平。

如以港九新界三區總體細分，三萬伙潛在推售新盤可瓜分為香港區約4,400伙，九龍區的約7,300伙，新界區的約19,500伙。

港島區中的冠亞季殿軍地區分別是北角區(1,713伙)、

# 結構改革 財富效應轉變惹關注

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

踏入2016，全球市場開局不順，投資者的焦點，由以往集中在美國聯儲局的議息決策，轉移至中國因素。A股和人民幣俱見弱勢，市場擔心之情，溢於言表。投資者的憂慮並非沒有道理，事實上，中國經濟有下行壓力，這是人所共知，亦是官方說法，只不過，這個下行壓力的來源，以至於市場參與者可以如何自處，卻有不同的理解。

說起來，中國改革開放三十多年，高速增長多年，在全球各地的新興國家中，都是首屈一指的經驗。顯然，由一個極端的制度，轉變為另一個極端的制度，為經濟注入無窮動力。從產權制度的變革，到市場機制得到運用，到資本的形成和累積，到大量勞動力的積極性得到正面誘因，到生產力的提升，在在為其後的高速增長，作出重要貢獻。

### 利好因素漸反映在經濟體

然而，經過高速增長多年，上述由制度變革而來的好處，大致上已反映在目前的經濟體中，若要再進一步提升，則要面對過去幾年愈趨明顯的結構問題。結構問題要有結構改革，也可對治。

中國的問題眾多，但從此前三中全會的一句，可以看出端倪，當中說過，市場力量作為資源配置的決定性作用，言下之意，就是市場的好處未能善用或盡用，有很多地方，仍是非市場，結果令人不盡滿意。

是的，說起來，貪腐或環保或產能過剩等，哪一個跟未能善用或盡用市場無關呢？比方說，若市場是唯一的準則，沒有太多繁文縟節，沒有其他標準關卡，市價就是市價，也就是資源配置時，決策者最終考慮成本效益的一個價，則怎可能有貪腐滋長？

又例如，環保之所以難，就是涉及到公共資源，產權界定不清楚，大家運用資源時的誘因，便有私人與社會之分了，環保問題亦由此而起，若然產權得到清晰界定，污染有價，污者的誘因改變，行為自然改變。

再說產能過剩，這一點在自由市場上，若要持續存在，實在是很難想像的一回事，可不是嗎？若明知賣不出去，為什麼要拚命地產出？無視市場需求不存在，而堅持生產，顯然只會令資源浪費，對於整體社會，並無好處，表面上可能照顧到部分所謂戰略理由，但最終得不償失。

### 負數效應現 市場添憂慮

無論如何，結構改革意味着，先破舊，後立新，舊有的財富消失，當中負數的財富效應必然先出現，到改革成功，才有新的財富出現替代，有正數的財富效應。目前面對的下行壓力，有兩方面，一個是此前三十多年高速增長，有必要回落，因為以往制度轉變的好處已反映，另一個是新的結構改革上台後，上述的負數的財富效應出現。當然，也可以從周期性的經濟波動入手，但細心觀察，這不應是主要原因。

正因如此，投資者才會如此擔心，因為結構改革才剛開始。



圖為吉利春曉基地內的機器人在生產線上緊張地忙碌。

資料圖片

筲箕灣區(1,200伙)、西營盤區(610伙)及西半山區(514伙)。港島區新盤整體上每個地盤規模較小，超過400伙已屬大型樓盤，且偏向中高價單位，當中不乏獨立屋，所以今年豪宅要看港島豪宅銷情。在大市持續調整中，豪宅也不可能倖免。但跌幅可望在10%以內。

九龍區首四名莫屬啟德區(2,929伙)、何文田區(2,674伙)、紅磡/土瓜灣區(660伙)及旺角/大角咀區(628伙)。較大型樓盤主要來自啟德新填海區和何文田地區，某些樓盤住宅單位超過800伙以上。值得留意是啟德區的「港人港地」項目可能於今年首次發售，為香港永久居民提供獨有上車機會，其定價高低受到政府、市民和其他發展商重視。

### 新界樓「撿平貨」時機至

最後，讀者應該特別關注新界區，因為該區總供應量遠多於港九兩大區總和。在超過萬九個潛在供應單位中，排名首位當然是元朗區的6,852伙、荃灣區的4,342伙僅次其後，將軍澳區的2,892伙和屯門區的1,863伙摘取餘下二位。如以新界東/西再瓜分，新界西的元朗/屯門/荃灣已佔上三分之二，成為今年全港主要供應地，也是樓價最脆弱地區。其中尤以元朗及荃灣區不乏巨型樓盤，單是元朗區及荃灣區超過二千伙單位的未來發展已有三個，另外三個樓盤個別單位數也突破九百伙，這

### 政府不減辣 投資者卻步

雖然去年底已出現樓價回轉局面，但是特區政府表明不會輕言減辣，並且維持年供約二萬伙供應量。這使到投資者不會貿然重臨住宅市場，後市仍看自住人士的剛性需求吧。本港經濟情形短期內仍然受壓，對購買信心有所打擊，一手銷情可能需通過不同的優惠手法去維持強勢。

從現時經濟情況分析，今年樓價向下局面基本上已經確立，上落幅度取決於加息加幅及開發商減價趨勢。人民幣持續貶值令中國買家卻步，2016年將是本地買家「剛需年」。

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。