

# 東盟一體化目標任重道遠

中銀香港分析員  
譚愛璋

2015年12月31日，東盟經濟共同體正式成立，實現跨越6.2億人口、2.6萬億美元國內生產總值和豐富資源的快速增長區域一體化。2003年，東盟十國首次宣言將於2020年建成以經濟、安全及社會文化共同體為三大支柱的東盟共同體，更在2007年一致同意將共同體的建設推前至2015年底完成。據東盟當時在《經濟共同體建設藍圖》裡對共同體的目標設定，希望將東盟建成一個單一市場和生產基地；一個具有競爭力的經濟區域；一個經濟均衡發展的地區和一個與全球經濟融合度高的地區。然而，東盟實際的統合程度與一體化的目標仍有差距，東盟經濟共同體宣佈成立在目前階段基本上還只是具象徵性意義，主要為了避免東盟錯過2015年底建成共同體的最終期限。

## 新增多項非關稅壁壘

東盟雖然成功大幅削減區域內關稅收費和推動貿易便捷化，但是未能全面推廣至全部成員國，尤其柬埔寨、老撾、緬甸和越南的進度較慢。而

且，東盟國家之間反而新增多項非關稅壁壘，目前農產品、鋼鐵、汽車等產品仍受限於各國的法規無法自由貿易。因此東盟各國無法全面發揮區域市場「內需」的潛力，東盟區域內的貿易額僅佔東盟貿易總額的24%，遠低於歐盟的60%。

## 技術勞工流動仍受限制

技術勞工自由流動是單一市場和生產基地的核心要素之一，東盟各國宣稱技術勞工可跨國自由流通，但現階段只允許八類專業勞工開放流動，涉及的行業包括工程師、建築師、護士、醫生、牙醫、會計師、測量師和旅遊業專業人士，僅佔東盟總就業人數約1.5%。許多國家在法規上仍對人才引進設限，這未能有效促進東盟的區域內技術轉移和提升人力資源的共享效益。

## 特定行業開放進程緩慢

東盟對特定行業例如航空運輸、旅遊、金融、電信等服務業一體化方面做了大量功夫，在東盟之間逐步開放，但是自由化的進程卻很緩慢。例如航空業方面，至今印尼尚未同意簽署《東盟全面開放航空運輸服務多邊協

定》，馬來西亞、新加坡、泰國等區域競爭者仍未能進入本國航空工業市場。

除此之外，東盟各國對外資持股上限、對土地持有權的限制、排外項目等規定，亦使區域內的跨國投資受到限制。

## 關注與RCEP和TPP如何協調

近年東盟成功與主要貿易夥伴例如中國、印度、日本、韓國、澳大利亞和新西蘭建立自貿區或成功簽署貨物貿易協定，同時亦積極宣導與上述六個國家達成「區域全面經濟夥伴協定」(RCEP)，預計可於明年有成果。這有助提升東盟以共同體身份與其他發展國家談判的影響力。

另一方面，只有汶萊、馬來西亞、新加坡及越南四個東盟國家參與與美國的「跨太平洋戰略經濟夥伴關係協議」(TPP)談判，這將會阻礙東盟經濟共同體的合作及整合進度，而且美國短期內亦不大可能與東盟經濟共同體達成其他重大協定。

綜合上述進展情況，東盟國家仍需要在未來幾年加快區域內合作發展的自由便利化和加強推進政策法規的協調性，以真正達成一體化的目標。東盟共同體的落成有利外資企業投資於東盟國家，借助政策優勢發掘區域內的市場需求，而且不斷擴大的基礎設施建設也將成為重大商機。

隨着中國與東盟自貿區升級版協定的落成，對原產地規則和貿易便利化措施進一步提升，加上《香港—東盟自由貿易協定》有望於今年內完成，東盟共同體的融合進度對內地與香港企業進駐該區域具有積極意義。

# 過剩產能待出清 信貸違約風險增

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地煤炭和鋼鐵等行業產能過剩嚴重，鋼鐵和煤炭價格不斷走低，企業出現大量虧損情況，隨着部分企業債務臨近到期，債務違約風險持續上升。化解鋼鐵和煤炭行業的過剩產能、推行供應側改革是中央今年的工作重點，但去產能面臨重重阻力，行業基本面短期內難有改善。不過，企業破產、兼併及重組潮料將出現，行業屬危與機並存，值得關注。

## 鋼鐵及煤炭需求續萎縮

當前內地鋼鐵和煤炭行業均面臨嚴重的產能過剩問題。鋼鐵方面，據業內人士估計，中國目前鋼鐵產能達11億噸，據中國冶金工業規劃研究院統計，2015年全年中國粗鋼產量約為8.06億噸，雖自1981年以來首次出現負增長，但仍遠高於同期鋼材實際消費量約6.68億噸，扣除出口量1.12億噸，就今年已經有2,600萬噸的鋼材過剩。由於內地房地產投資增速大幅放緩，鋼材消費量增長空間小，過剩產能難以消化，且越積越多。

煤炭方面，近年內地煤企已紛紛減產，但每年產能仍過剩。據中國煤炭運銷協會的數據，2015年1月至11月，內地煤炭產量為33.68億噸，同比下降3.7%，同期煤炭銷量為32.3億噸，同比下降4.1%。內地煤炭主要用於發電及鋼鐵生產等方面，目前鋼鐵業減產是主要方向，而處於環保要求，

# 特首「不減辣」仍應留意樓市情況

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

特首梁振英新一份《施政報告》，在「一帶一路」建設和「創新及科技」兩大範疇都推出前所未有的新政策，這是配合整個社會及經濟新格局而作出，有助增強本港的競爭力，因應國策在這些方面的新方向，使香港充分利用自身優勢而獲益，以及在比如在創新科技等領域追回失地甚至後來居上。

在「一帶一路」方面，由特首本人親自主持「督導委員會」制定相關策略和政策，設立「一帶一路」辦公室，統籌各政府部門及內地各級政府以及香港各界別團體的聯絡工作。加設內地聯絡處駐點及在印尼、韓國各設立一個經濟貿易辦事處。向獎學基金注資10億元，資助「一帶一路」國家的學生來港升學，撥款2億元支持香港的專業服務業界與沿線國家及其他境外地方的交流、推廣和合作。特首提及「五通」，即政策溝通、設施聯通、貿易暢通、資金融通及民心相通，其中包括文化和藝術交流。相信撥款資助外地學生到港升學及本地專業團體出訪沿線各國有助於人民文化交流，促進彼此溝通了解。

在支持「創新及科技」範疇，《施政報告》表明動用款項達47億元。包括預留20億元成立創投基金，以配對形式與私人風險投資基金共同投資，受惠初創必須為本地企業。

另外預留20億元予創科局，將該筆款項的投資收入，資助各大學教育資助委員會，鼓勵中游及應用研究，並將研究成果打入市場，料將為大學科研團隊帶來新的動力。

加上預留5億元設立「創科生活基金」及數碼港撥2億元成立「數碼港投資創業基金」等。其他相關政策尚有3年內擴大免費WiFi覆蓋率一倍及在蓮塘/香園圍口岸附近發展科學園及工業等。希望創新科技的新政策能為本港帶來新的經濟來源，日後甚至成為拉動經濟增長的火車頭。

# 今年熱炒亮點料仍離不開殼股

興證國際證券客戶投資組副總裁

湯紹彰

傳統12月由於市場成交相對淡靜，新股或半新股市場經常成為焦點，當中更往往發掘到來年出現的倍升的半新股(不計創業板)，如上年的BB1生命科學(1035)升233%；新龍移動(1362)升350%；震昇工程(2277)升300%；高鵬礦業(2212)升400%。

去年最經典例子是恩達集團(1480)，上市價1.23元，但最高價達101.95元，較上市價升逾80倍，本金約1.23萬元，可變作逾百萬元，當然吸引不少炒家眼。而倍升更可能只是剛起步，一改以往從不高追的心理障礙。

今年情況較特別，去年12月10隻新股上市，用上市價計居然近8隻破底。不過有辣有唔辣，去蕪存菁下，這樣找倍升股變得相對容易，醒目資金集中在強勢新股上，變得更易升難跌，當中最欲罷不能的主題還是殼股，特別是其本身業務與內地無關。另外由於內地地產及建築行業對上市集資需求最大，對殼需求特別殷切，不排除進一步成為2016年明星板塊。

## 不少港股估值便宜惹青

另一類值得留意的是殼股，可以從聯眾國際(6899)、TCL多媒體(1070)、寶信汽車(1293)及國際精密(929)等被內地公司以大幅溢價收購裡發掘。簡單點說，這些公司均有個共通

火電發電量比重也將下降，煤炭需求已進入持續萎縮階段。

虧損削弱償債能力產能過剩，導致鋼鐵及煤炭售價長期低於平均成本價，鋼鐵和煤炭企業經營均面臨巨大困難和風險。據中國鋼鐵行業協會統計，2015年1月至11月，內地重點統計鋼鐵企業銷售收入同比下降19.3%至虧損531.32億元(人民幣，下同)，且虧損面仍不斷擴大。虧損經營亦增加了企業的融資難度，截至2015年11月底，內地重點統計鋼企的銀行短期借款和長期借款餘額為1.34萬億元，同比下降2.25%。煤炭方面，截至2015年三季度末，內地煤炭企業虧損面已擴大至80%，部分優勢企業也開始面臨虧損。

## 下季起進入還債高峰期

虧損經營除了降低企業借貸能力，其債務違約風險也顯著上升。據Bloomberg的數據，當前中國金屬及採礦企業發行了約8,701億元公司債及信用債，其中有3,695億元今年到期，佔比逾四成，近七成在今年二、三季度到期。煤炭企業方面，當前已發行的公司債及信用債達到9,001億元，有3,560億今年到期，其中4月及8月是到期高峰期，兩者均面臨沉重的償債壓力。

筆者認為，鋼鐵和煤炭行業由於體量龐大，涉及資產及人數眾多，中央推行供給側改革將面臨較大挑戰。不過，化解產能過剩，推動嚴重虧損國企退出市場，長遠有助降低財政負擔及改善經濟結構。惟投資者把握行業兼併收購等投資機會的同時，也需留意相關債務風險。

## 長遠房策着墨甚多值得關注

「土地房屋」是本屆特區政府政策重中之重，今年施政報告仍着墨甚多，雖然部分措施及數據已經在年中由相關政策局披露，但今期新措施仍不少，比如重新規劃將軍澳第137區的80公頃土地，研究作房屋、商業及其他發展，成事的話，將可興建一個媲美太古城或日出康城的新社區。政府成立「大嶼山拓展處」，落實處理大嶼山發展和擴建工作。「大嶼山發展諮詢委員會」早前已呈交報告，建議大嶼山北岸發展為經濟及房屋走廊，人口主要在東涌和小蠔灣，在加強保育的同時，加強各種類型的旅遊設施以及14個景點等，預計當局將於今年上半年推發展藍圖及參考實施時間表。

## 若樓市急轉直下宜及早應對

在房屋政策方面，特首重申「政府有責任供應土地和公營房屋，滿足市民的住屋需要，沒有責任保證樓價只升不跌，樓價亦不應靠人為的短缺維持高企。」「我們對解決房屋問題必須繼續堅持，不能半途而廢」。《施政報告》指出，未來3至4年，私樓供應可達87,000伙，相信未來幾年私樓供應將持續按序推出市場，在數量上達標。市場人士有提出要求「減辣」的聲音，筆者認為，就算現階段不減辣，仍應密切留意整體經濟及樓市的情況，假如出現急轉直下，應研究及早採取對應措施。

政府在增加建屋量方面想新辦法，在20幅擬議改劃土地，將周邊的斜坡納入發展範圍，料可增加1.7萬伙，有助於縮小與十年建屋目標的差距。雖然此舉可增加建屋單位，但在斜坡建屋涉及削坡及鞏固原斜坡等技術及增加成本問題。另外，政府將在九龍東引入先導計劃，豁免修訂契約補地價，鼓勵業主按規劃自資興建行人天橋或陸通，共同構建人車分隔的網絡，建議該區尤其擁有地舖及商場業主密切留意此項優惠政策，或及早延聘專家研究其可行性。

點，就是估值較為便宜，若不是股價跟本身公司的資產值有不少折讓，就是估值比內地同行的便宜很多。事實上，聯眾對應市盈率約28倍，同類的A股相關體育遊戲平均估值在60倍以上。

此外，TCL多媒體擁有超過1,100萬的智慧電視使用者，更是中國唯一整合屏芯終端智慧電視硬體產業鏈一體化公司，但未被收購時市盈率還低於15倍。至於寶信汽車本身每股資產淨值為2.4元，主要從事寶馬、捷豹路虎、瑪莎拉蒂、法拉利等高端品牌的乘用車銷售，是內地領先的高端品牌乘用車經銷企業和最大的寶馬品牌經銷商。而今次買方廣匯汽車則是經銷高端品牌汽車佈局，主要集中在奧迪、賓士、進口大眾等品牌領域。寶信經銷的高端品牌結構與廣匯汽車存在較強互補性。同時這次整合除有助於雙方資源外，更能在中國首次建立銷售超千億元的汽車經銷商集團，鞏固市場地位。

上述個案可看出港股的低估值已經引起了內地一級市場資金的注意。內地的高估值相信難有人特意去收購，反而是那些上市公司本身，隨便減持一點便可以拿到大量的現金。而港股低估值說了那麼多年，現在看來沒有被二級市場的炒家看上，反而很可能被一級市場的資金看上。而且這一模式複製起來並不複雜，未來此類的收購可能會越來越多，甚至可以支付現金，用A股公司的股份代付，讓香港上市公司的股東也有可以分享自己公司併入A股公司所帶來的收益，這絕對是2016年不可忽視的主題。(2016年策略之一)

# 重視補短板 意味要強根基

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

近日市場的焦點，離不開中國的經濟改革，以及過程中帶來的震盪，包括A股和人民幣的變化，以至政策當局與市場之間的互動。當然，從長遠而言，中國要從過往高速增長中，逐步降低增長率，但同時提升增長的質素，這一點，影響深遠，不可能對金融市場全無影響。尤其以往依賴內銀和內房，如今要以資本市場如A股推動，改革的破舊立新，無可避免地要影響各種資產價格。

近日，中央經濟工作會議確立了供給側結構性改革的核心地位，提出配合供給側改革實施的五大重點任務：去產能、去庫存、去槓桿、降成本、補短板。說起來，前四項，投資者不會陌生：去產能，主要聚焦於傳統行業；去庫存，將主導2016年房地產市場，尋找地產分化下的投資機會；去槓桿，要求增加直接融資比重，利好股權市場；降成本，進一步完善助力企業。補短板，意在擴大有效供給，提升要素生產率。相對於來說，較少接觸內地術語的投資者，看到最後一項，未免有點摸不着頭腦。這得從字面原意說起。

## 冀提升要素生產率

一隻木桶盛水的多少，並不取決於桶壁上最高的那塊木塊，而恰恰取決於桶壁上最短的那塊。根據這一內容，可以有兩個推論：其一，只有桶壁上的所有木板都足夠高，那木桶才能盛滿水；其二，只要這個木桶里有一塊不夠高度，木桶里的水就不可能是滿的。最短的木板在對最長的木板起着限制和制約作用，決定了這個團隊，一個國家的戰鬥力，影響了綜合實力。也就是說，要想方設法讓短板子達到長板子的高度或者讓所有的板子維持足夠高的相等高度，才能完全發揮團隊、國家的作用。這個道理引伸出來的結論是，最薄弱的環節決定着國民經濟整體質量和水平。換言之，放在上述的五大重點中，補短板，就是意在擴大有效供給，提升要素生產率。

## 解決供需失衡問題

補短板作為經濟工作的五大任務之一，正是抓住了經濟發展轉型升級提質增效的關鍵點。補短板實際上就是清障礙，更進一步則意味着強根基。補短板就是給供給側改革做加法，即針對當前供需失衡的主要問題，補足供應短板，進行產業升級，從量和質兩個方面增加有效供給，增強產業競爭力和企業的活力，開創經濟社會持續健康發展新局面。

改革開放30多年來，中國的進步有目共睹，但亦存在不少的問題。其中便包括供給結構失衡。一方面是低端產品嚴重過剩，大量庫存積壓，僵屍企業浪費了大量的人力物力等寶貴資源；另一方面，高端技術產品和核心技術能力卻相對缺乏。

不僅如此，跟民生緊密相關的一些公共產品和公共服務短板現象特別突出。看病難、看病貴的問題遲遲未能解決；孩子們上學難和貴；食品安全問題令人憂心。這些短板已不單單是經濟問題，也是社會問題。如此一來，提高扶貧實效、加大再分配力度、提高教育、建設新一代公共基礎設施建設等都是短板建設的重點。



■ 看病難、看病貴的問題遲遲未能解決，這些短板已不單單是經濟問題，也是社會問題。圖為內地民眾在排隊交納醫藥費。 資料圖片

# 經濟疲弱 日央行上半年料需加碼量寬

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

日本經濟雖然逃過連續兩季負增長的命運，但是踏入去年第四季的經濟數據，仍未見太大起色。工業生產方面，去年11月按月下跌1%，較市場預期下跌0.4%為差，而且是近三個月以來的首次下跌。工業生產疲弱，主要受生產機械及商業有關機械的產值下跌之外，化工及交通工具生產亦減少。

除了工業生產外，當地的消費市場亦有所減弱。去年11月的零售銷售按月下跌2.5%，較市場預期下跌1.4%為大。至於按年方面，亦下跌1%，較市場預期下跌0.1%為差。當中，大型零售商銷售按年下跌1.5%，扭轉10月上升2.9%的勢頭，亦較市場預期下跌0.2%為差。

## 不明朗因素有增無減

今年以來市場的不明朗因素有增無減，令市場於2016年個多星期出現明顯波動。投資者目前關注中國經濟放緩，與及金融市場波動，對環球經濟帶來的影響。在避險情緒上升的情況下，日圓匯價顯著回升，美元兌日圓由120水平附近下跌至117左右。日圓轉強不但可能影響當地出口業，亦會影響對旅客的吸引力。再者，上海迪士

尼將於6月16日開幕，預料將吸引大批遊客前往當地，勢必分薄旅客前往日本的意欲。

外圍經濟疲弱，令日本出口業受到影響。當地出口持續下跌，繼10月份按年下跌2.2%後，11月再下跌3.3%。至於日本出口往中國方面，金額按年大跌8.1%，而出口往美國亦由10月時增長6.3%，放緩至11月的2%。

近期，日本公佈12月的消費者調查顯示，當地通脹預期進一步回落，令日本政府解決通脹的問題似乎會受挫折。受訪的4,000個家庭中，有81.1%預期物價將再上升，但較11月的調查下跌1%。雖然跌幅不大，但與日本央行早前的另一調查，得出通脹預期出現下降的情況。

去年底，日本央行議息會議，雖然維持每年增加80萬億日圓貨幣基礎計劃不變，但自今年4月起，將每年再買多3,000億日圓的ETF。另外，央行自明年1月起，將持有的國債平均年期由7年至10年，擴大到7年至12年。

日圓匯價近期強勁，的確對日本出口業及經濟帶來負面影響，故連帶日本股市亦受到拖累。再加上訪日的中國旅客未來可能下降，將會進一步打擊正在復甦的日本經濟。若日本央行要刺激經濟增長措施，預期可能於今年上半年，再推出新一輪的寬鬆貨幣政策。

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。