

內地GDP增長對辦 隱憂未散

時富資產管理董事總經理
姚浩然

中央較早前公佈內地2015年的第四季GDP及全年的GDP，分別為6.8%及6.9%。前者較市場預期的6.9%低，而全年增長則與市場預期一致。儘管去年經濟增長仍居於國家的目標區間6.5%至7.5%之內，但多項數據增長與去年比較明顯減慢：2015年GDP同比增長減少了0.4%，固定資產投資同比減少了5.7%，出口及入口總值同比分別下降2.8%及14.1%。

對經濟結構性改革應有耐性

雖然中央多番出手，但多個行業產能過剩和房地產庫存嚴重情況未見有明顯改善跡象，繼續拖累經濟增長。過往常用的財政或貨幣措施已經難以大幅提振內地經濟，因此，內地有需要更審慎制定策略，解決當下問題及籌備長遠計劃，中短期內投資者則需要有足夠耐性等待進行經濟結構性改革以及問題的逐步解決。

為此，十三五規劃會議中強調要從以往重視需求側轉為重視供給側改革的新戰略方向。新戰略方向的目標在於針對解決中國在發展過程中產生及累積的問題，並提高供給體系的質量和效率。

例如：進行國企改革合併，淘汰僵屍企業及解決產能過剩問題，以達到更有效運用資源；提出「中國製造2015」的戰略計劃，提高中國產出品質以增加淨出口及內需；去風險方面，在金融市場清除場外配資及去槓桿等，減少金融市場暴升暴跌的情況出現。

供給側改革新戰略與以往常透過減息等方式刺激經濟做法截然不同，該戰略主要針對對產品服務質量的改善以迎合市場需求，繼而帶動投資及消費信心上升。

港股投資者宜趁反彈減持

港股方面，儘管今年一月份以來恒指已經下跌了超過15%，若撇除外圍狙擊港匯及港股因素，僅考慮人民幣貶值，港股目前下跌幅度已經對該因素大部分反映，下跌空間

不大。假設人民幣於年底貶值至7.3水平，恒指的預計賬面值約19,500點至19,800點，參考近年的底部介乎0.94倍至1.06倍，底部接近18,300點。

然而，目前港匯及息口預期已經受到市場影響，今年上半年金融市場波動性較大，投資者宜加強風險管理。

建議短線投資者現階段還是持觀望態度為佳，若港股出現明顯反彈，持重貨者可考慮候反彈時減持，增加現金。



圖為生產中的包鋼大型萬能軋鋼生產線。 資料圖片

中國錫商加入減產 目的耐人尋味

路透專欄作者

Andy Home

HOME專欄

中國的主要錫生產商已加入到減產的潮流中來，宣佈今年將把產量減少1.7萬噸。就像中國其他基本金屬生產商的減產聲明一樣，表面上看這是自律行為，但實際上它或許沒那麼簡單。但減產若得到落實，將有助於進一步收緊錫市。早在最近這波大宗商品價格跌勢之前，錫市就已經面臨結構性的供應問題。錫市的緊俏表現為，倫敦金屬交易所(LME)倉庫的錫庫存長期處於低位，結果導致近月價差持續面臨壓力。

減產實為向中央政府求救

據國際錫研究協會(ITRI)稱，中國是最大的錫生產國，承諾減產的九家錫生產商的產量合計相當於中國總產量的約80%和全球產量的40%。1.7萬噸的減產規模等於在2015年錫產量基礎上減少12%，相當於全球產量的4%至5%。但是，跟中國其他金屬商宣布的協作減產舉動一樣，錫生產商這麼做實際上是在向中央政府求救。根據這九家廠商的說法，錫價「已與基本面相背離」，潛台詞就是「目前錫價低迷不是我們的錯，這是投資者造成的。」

面對這種市場不理性，廠商呼籲政府對錫進行戰略收儲。而這才是上述聲明真正用意。從目前北京與中國金屬冶煉廠之間的博奕來看，似乎是若要让政府救助，那麼行業整體上必須減產。但一個明確的推論就是，中國錫冶煉商坐擁大量的未售庫存。考慮到已經存在的產出下滑，這說明了作為全球最大錫消費國的需求狀況有多差。

的確，錫使用正面臨自身的結構性挑戰，即焊料微型化。而據國際錫研究協會(ITRI)，去年錫需求萎縮幅度估計略超3%。這顯然已經導致了中國國內市場的過剩，其中一部分已在過去幾個月輪往國際市場，不過是以一種未在中國貿易數據上體現的方式。

印尼出口供應持續下滑

諷刺的是，全球市場可能真的需要一些這種中國非正式的錫出口。因為印尼的出口供應持續下滑。印尼是全球第二大產錫國，但卻是最大的錫出口國。根據印尼貿易部的出口公證檢驗資料，去年印尼的錫出口量降至70,154噸，低於2014年的75,927噸。這是連續三年出口下滑，而且2016年只可能繼續這個趨勢。錫出口的減少，是受到兩個因素的聯合作用，一是因為印尼政府逐步取締邦加島及勿里洞島上的獨立產錫商勢力，二是錫的低價格。

值得注意的是，印尼商品及衍生品交易所(ICDX)幾乎毫無成交，這個交易所實質上設有一個最低價格機制。對於所有錫出口必須在ICDX交易後才能出口的規定貌似有所放鬆，因為儘管LME的錫價格徘徊在六年低點附近，該國照樣有錫



圖為江西會昌金龍錫礦。 資料圖片

出口。不過ICDX缺乏成交的事實顯示，價格壓力正在打擊印尼錫生產商，其中許多都是小型私營公司。

在印尼之外的全球地區，在錫礦石品級下滑的情況下，其他大型錫生產商多數都是採取以不變應萬變。近幾年唯一重大的新增供應來源是緬甸，而緬甸的全部錫產量都運往中國，以彌補中國產量下滑。綜合作用的結果就是，雖然錫需求持續萎縮，供應萎縮速度可能更快。

既是好消息 也是壞消息

在這種全球整體情勢下，中國承諾的減產，對錫價而言好壞參半。好消息是如果中國減產數量符合承諾，雖然可能性有點低，那麼這將解決掉全球供應鏈之中那個顯有供應過剩的環節。因為其他任何地區幾乎都沒有供應過剩的跡象。

而在當前環境下，供應控制被視為價格相對表現強弱的關鍵決定因素，因此錫的條件便優於其他工業金屬。壞消息則是，中國生產商手上仍有大量未售庫存的意涵。否則他們為什麼會要求政府開始收儲？因此未來幾個月，只要上海—倫敦套利交易有利可圖時，就有可能出現更多中國那種定位模糊的錫出口，如同去年第四季的情況。

在中國政府的協助下囤積錫，或許會化解出現更多中國錫出口悄悄外流的迫切風險，但並未真正解決上海錫價偏低的根本原因。而減產會有效果，但中國當局會向中國產錫商要求多大程度的減產配合，作為伸出援手的交換條件，仍有待觀察。

(本文有刪節)

聚焦「一帶一路」 港經濟添動力

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

於1月13日，特首梁振英發表了2016年施政報告，連續第三年以活力充沛的「橙色」封面，以十六字「創新經濟、改善民生、促進和諧、繁榮共享」為今年施政主題。

新一份施政報告凸顯餘下任期的兩大主倡的經濟發展方向，即「一帶一路」和「創新及科技」兩大板塊產業。當中重要不離「一帶一路」的未來發展，報告書獨立成章，以29段的大篇幅，強調香港要配合國家「一帶一路」策略，認為「一帶一路」可為香港帶來重大機遇。

施政報告發表後，部份社會人士批評政策不落地，但是這只是政策是指向「現狀」或「願景」的爭論而已的。回歸後，特區經濟情況持續發展，得力於四大支柱產業：金融業、物流業、旅遊業及專業服務業。

不過隨着種種主觀因素如港元持續強勁、中國內地與香港矛盾加深、本地旅遊設施給鄰近地區超越等等，旅遊和相關行業大受打擊，可見最少未來幾季上述行業的職位嚴重流失、工資水平向下，如何找尋另個經濟引擎是特區政府「當務之急」。

從2013年起，習近平主席倡議「一帶一路」經濟發

展方針後，中央和各地方政府進入深化、落實具體政策階段。2015年3月底，國家發佈了「推動共建絲綢之路經濟帶和21世紀海上絲綢之路的願景與行動」文件，勾畫「一帶一路」的發展構想及藍圖，藉着「五通」政策促進沿線國家的共同發展。

粵省捷足先登推銜接政策

走在政策前列位置，去年夏天廣東省以《廣東省參與建設「一帶一路」的實施方案》率先成為全國首省完全銜接「一帶一路」政策。作為古代海上絲綢之路發祥地的廣州，省委綜合各地市政府、省內國私企業及學界的意見，「合理」地制定以「二十一世紀海上絲綢之路」為主導的《實施方案》。最近，在廣東省第十一屆委員會第六次全體會議上，省委書記胡春華代表省委常委會報告，總結2015年工作，提出今年計劃，待本月二十五日省人大會議中審議通過《中共廣東省委關於制定國民經濟和社會發展第十三年五年規劃的建議》(「十三五」規劃(2016-2020年))。

涉及特區切身利益，莫過於「十三五」規劃中所倡議的加強粵港合作第四大建議：以打造粵港澳大灣區的創新粵港澳合作機制，全面落實粵港澳合作框架協議，建設粵港澳人才合作區和以港珠澳大橋等跨境基建拉動珠

江西岸地區提建發展。不爭事實是特區未來經濟引擎之一是如何配合「一帶一路」發展，通過粵港澳緊密協作，香港可以在人資、財資、地資多方面有結合廣東省其他縣市擔當超級聯繫人的角色。

特首透露，特區政府將成立「一帶一路」督導委員會，並由他親自主持，負責制定香港參與「一帶一路」的策略和政策。另外，特區政府也將設立「一帶一路」辦公室，負責推動研究工作，統籌協調相關政府部門和貿發局、旅發局等機構，及與中央部省、各省市市政府、香港百業界、專業團體和民間團體聯絡。

綜合《特首施政報告》，「一帶一路」政策是承接中央「五通」思路，即政策溝通、設施聯通、貿易暢通、資金融通及民心相通，具體地建立五大平台，即集資融資平台、商貿物流平台、貿易環境平台、專業及基礎設施服務平台和教育、文化及青年交流平台。

建議設五大產業專題小組

筆者建議特首於督導委員會內，設五大產業下列專題小組如金融小組、物流小組、貿易小組、專業小組及文化小組，各組委任相關政府部門主管，邀請各界別立

避險潮暫紓緩 中長線還看中國因素

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

全球投資市場在過去幾周的劇烈波動，有望在本周緩和下來，其中較為明顯的證據，可以見諸近日多種資產類別的表現。早前一直增加中的避險意識，似乎略有減慢的跡象，例如，日圓升勢放緩，而歐美、A股及港股市皆漸有反彈的力度，而早前跌跌不休的油價，也開始在低位有點回升的形勢。各方面都配合，較易形成一致的動作，資產價格的走勢相對明朗。

難題浮現不能掉以輕心

當然，目前說一切已經變得好起來，可能為時尚早。但也不能因為近期的大波動，而認為全年亦必然如此。畢竟，若基本面無甚變化，供求的因素反映在價格和成交上，沒有什麼道理市場要天天的急升急跌。不過，說起來，即使不是一面倒的悲觀，也不能真的完全掉以輕心，皆因目前眾多浮現出來的難題，正逐步醞釀較大程度的影響，這一點倒是有所可尋。

舉例而言，美國既然開始了加息周期，即使加息的步伐可以拖慢一點，以遷就其他地區的復甦。但也無甚可能完全反過來，減息以配合。當然，陰謀論計，甚至有論者認為，美國可能硬要把利率再提升得快一點，以圖令其他地方的資金流走。然而，這樣一來，其本土的借貸資金成本，以至房地產價格的穩定，皆有影響，左右權衡之下，未必真的說得通也。

另一邊廂，同樣大規模的，當然是歐洲和日本等先進經濟體的復甦，似有若無。歐洲剛開始量寬，但日本已經運用多年，不行就是不行。治理結構性難題，沒有相應的措施，對症下藥，純粹靠量寬是不可能成功的。

當然，真正人人聚焦的，始終是中國。從長遠而言，沒什麼道理懷疑中國經濟增長，始終遠勝各大經濟體，尤其以體積規模計，更是如此。然而，短期有各種周期性的因素，以至中期進行結構改革的影響，都逐漸形成投資者在市場上的預期，透過價格反映出來，其中A股和人民幣的走勢，可謂見微知著，一葉知秋。

既然人人要看中國，不論樂觀或悲觀，總會對資產價格帶來潛在波動。事實上，投資者既要面對長遠的樂觀一面，也得同時面對短期較為震盪的市況，不可能不冒風險而得到回報，這是資本市場的最重要的道理。

不變應萬變效果或更好

以A股去年中的大跌，觸發人民幣的貶值潮，以至年初至今的政策與市場之互動。投資者為免風險而先走一步，而投機客則有意測試政策當局的底線，更多的市場參與者只是趨眾而行，因勢利導，沒有固定的想法，只是看圖索驥，以價量的軌跡作出決定。

這樣一來，政策當局不可能完全理解控制他們的想法，期望管理難度極高，反而是一招以不變應萬變，不動如山，反而效果更好，太多新猷，令人猜想更多動作，反為不妙。



圖為沙特的煉油廠。 資料圖片

美元短債乃低風險首選

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

今年環球股市出現大幅調整，主要市場年初至今跌幅普遍達雙位數，同時受到人民幣貶值及油價續跌的拖累，今年投資前景頓時變得相當黯淡。債券又再受到投資者的追捧，但面對現時環球複雜環境，投資者宜慎選適當的債券以減低風險。

投資者購買債券時主要需考慮利率、匯率及違約風險。美國去年12月已啟動了第一次加息，未來仍有進一步的加息機會。然而，環球股市、人民幣及油價於今年開局已急瀉，加上最新數據顯示，美國12月消費物價指數(CPI)按月跌0.1%，低於市場期；至於扣除食品及能源價格的核心指數按月雖升0.1%，仍遜市場預期的0.2%，反映經濟動力未顯著增強，但油價下跌加大通脹下行壓力，令通脹達至聯儲局2%目標更加困難，意味着進一步加息的預期大大降溫。

股市動盪下，資金又再流入債券市場避險，美國十年期國債已由上月的2.3厘回落到2厘左右。預料今年投資環境相當波動，投資者風險胃納下降，有利債券表現，當中以美元投資級別短期債券風險較低，較為可取。現時中國經濟

仍未企穩，除引起環球經濟不穩外，人民幣持續走貶的預期升溫，如美國加快升息步伐，不但加劇走資潮外，美元再走強將不利美國經濟。

此外，油價目前跌勢未止，已跌穿2008年海嘯水平，相信短期內難以大升，預料低油價進一步影響美國通脹，相信未來加息步伐相當緩慢及溫和，未必對美債構成重大影響，但由於利率風險已提高，因此仍以短期債券較為可取，因投資者將短債到期贖回的金額再投資於利息較高的債券。

能源企業債券不宜沾手

另一方面，在現時經濟環境不穩下，需注意公司的營運風險，尤其是能源企業受累於油價大跌，令生產成本較高的頁岩油企盈利大受打擊，使行業整體債務違約風險大幅上升，因此相關行業債券不宜沾手。而投資級別債券違約風險則較低，但當然票息亦相對低。

在美元強勢時代，外幣債券的匯率風險尤需關注，如外幣一旦貶值，有機會抵消債券回報或有機會出現虧損。因此，如投資者偏好低風險投資，可考慮美元的投資級別短期債券，但到期收益率相對較低，相反，年期較長的收益率則相對較高，但同時需面對較大的利率風險。

法會議員、業界學者、專家、專業人士、企業家及相關政府部門代表組成常務委員會，制定整體發展大計和實施細則，聯絡「一帶一路」辦公室推動相關研究、推廣、考察、顧問工作，務求做到特區決策者、特區政府、大小企業、研究機構及行業人士共同策劃，對「一帶一路」特區能夠如何發揮主要中介角色。

在施政報告中，當局會率先啟動與沿線人民的「民心相通」工作，是容易理解的。背靠廣東省龐大地，香港應該選擇偏重「二十一世紀海上絲綢之路」的策略，這主要是考量過地理優勢、語言相通、歷史沿革等等因素。

舉例來說，素來香港與東盟國維持正常廣泛的貿易、經濟、文化、政治關係，眾多港人是來自東南亞地區，有廣泛官方及民間關係，並成功回老家設立不同企業，使着力發展「一路」是有着「天時、地利、人和」的優良背景因素。但是對於那些現在還未緊密相通的國家，打通「民心相通」是叩門第一步，通過語言及文化交流，其他「四通」便可以「水到渠成」了！

「一帶一路」誠然是香港未來經濟發展的一股新動力！在芸芸中國城市中，具備各項成熟優良服務業質素的當然是香港。社會上下應該支持特區政府着力投資於「一帶一路」上，而不是拘泥在「現狀」經濟環節上。

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。