

2016年政府工作報告解讀

時富資產管理董事總經理

姚浩然

國務院總理李克強上週六發表2016年政府工作報告，周一港股及內地股市表現平平，惟得益於政府報告的分類則有明顯炒作。報告指出今年中國發展的主要目標為：國內生產總值增長6.5%至7%，居民消費價格漲幅3%左右，城鎮登記失業率4.5%以內等。儘管中央調低今年GDP增長底線至6.5%，惟符合市場預期，市場大幅下挫已經反映內地經濟增長放緩的前景，因此該目標對於股市影響偏向中性。

政府工作報告亦指出今年八個方面的重點工作，筆者在此挑選重點作解讀。

今年料降準降息一兩次

首先，財政及貨幣政策方面。財政政策主要包括提升赤字率至3%，主要用於減稅降費，進一步減輕企業負擔；同時加快財稅體制改革等。政策貨幣方面維持穩健寬鬆，廣義貨幣M2預期增長提高至13%左右，筆者相信今年仍有一至兩次降準或降息機會。

今年政府工作報告的重點為「供給側結構改革」，反映中央推動經濟增長的着眼點由過去的「三頭馬車」轉變至提升生產質量及

效率。措施包括推動國企改革，透過結構調整，將國企提質增效；削減過剩的產能，把落後的產業淘汰，包括妥善處理瀕屍企業，助其退出市場，減低社會上的資源浪費。惟筆者認為供給側結構改革相關措施短期內對改善相關分類基本面作用不大，投資者需謹慎對待相關已經有較大升幅的股份。

新經濟產業仍值得關注

另一值得提及的工作重點，為支持新經濟發展，包括為消費升級趨勢破除政策障礙、鼓勵線上線下互動並推動屍體商業創新轉型等。近年新經濟產業對內地經濟貢獻逐年增加，傳統經濟產業逐步衰落下，新經濟產業被提升到政府工作重點的一部分，結合近年中央推出的多項「互聯網+」相關政策，筆者相信相關分類仍然值得投資者關注。

其他工作重點包括農業、環境、醫療、教育等。由於近年內地環境污染問題相當嚴重，近年中央已經不斷推動潔淨能源發電及新能源車的發展，包括透過資助及補貼等方法加大他們的市場份額。筆者相信環境方面的政策會逐步加大，今年政府工作報中明確訂立2020年清潔能源佔總發電的比例、推動節能環保產業成為國家其中一大支柱產業等，相關分類及企業亦有機會受惠。

如何評估內地經濟走向？

恆生銀行署理首席經濟師

薛俊昇

2015年第四季內地國內生產總值(GDP)按年增長6.8%，為自2009年第一季以來最低水平，當時內地經濟受環球金融風暴影響而顯著放緩。

去年全年GDP增長則為6.9%，是自1990年以來最低水平。去年增長不及2007年14.2%的一半，亦較2014年低0.4個百分點。

內地經濟放緩，使人不期然相信增長或年復年減慢。經濟師平均預測今年內地經濟增長為6.5%，明年則為6.3%。國際貨幣基金組織更預測今年明年增長僅分別為6.3%及6%。

然而，部分人卻認為內地經濟或呈「L型」發展，即增長放緩後於現水平企穩。

究竟我們應怎樣評估內地經濟未來走向？

約一年前我們指出內地經濟正經歷去槓桿過程。此前數年貸款不斷累積，貨幣供應及貸款增長於2009年曾升至約30%，然而這趨勢卻不能持續。由此引起的去槓桿過程導致投資增長回落、住宅市況調整以及整體經濟增長減慢。現時或許是再次評估內地去槓桿進程的適當時機。

去槓桿進程緩慢

貨幣供應及貸款增長自近年高位回落，至今已逾6年。不論名義或實質GDP增長，亦已從2010年至2011年的高位顯著減慢。

不過，去槓桿的進程似乎仍然緩慢。反映非金融業信貸的社會融資規模存量近年持續上升，於2016年1月升至逾141萬億元人民幣，相當於GDP的209%。對比美國經歷金融風暴後，經濟於2009年回復增長之時，企業及居民債務經已下跌。

不僅內地社會融資規模存量上升，貸款的質量亦似乎正在轉差。中國銀行業監督管理委員會的數據顯示，去年第四季商業銀行不良貸款率為1.67%，雖然可以說仍屬低位，但這卻是自2009年以來的最高水平。此外，反映借款人將來或無力償還本息的關注類貸款，佔整體貸款的比率則更高，目前為3.79%。

再對比美國，當其經濟走出金融風暴回復增長時，不同類別貸款的拖欠比率（即逾期還款30日或以上的比率）已開始

下跌，只有與樓宇相關並受金融風暴影響較大行業的貸款屬於例外。

去庫存解決需時

此前數年內地信貸增長迅速，除造成槓桿問題外，還導致工業產能過剩。與緩慢的去槓桿過程相似，去庫存進程亦較慢及費時，顯示兩者同樣解決需時。

鋼鐵及水泥被視為供過於求的行業，兩者產量於2008年至2014年間增長近倍，直至去年初才開始回落。近至今年2月，當局仍表示要化解產能過剩的問題。

房屋同樣供過於求。我們的計算顯示，以需求計算並以月數作單位的房屋庫存仍接近其近期高位。從另一角度看，作為需求指標的住宅商品房銷售面積於2015年12月才首次高於作為潛在供應指標的住宅房屋新開工面積。近月當局已推出措施進一步支持房屋市場發展，包括調低房地產交易稅項，但成效有待觀察。

上述分析顯示，總體上內地去槓桿進程較慢。投資增長放緩或於來年繼續拖累經濟增長減慢。我們預測2016年GDP增長6.7%，低於去年的6.9%。

不過，投資以至經濟增長放緩恰好為當局提供機會改變經濟增長模式，由側重投資及出口轉為傾向消費及服務業，但我們認為一如去槓桿及去庫存，經濟轉型見效需時。第三產業佔GDP比重由2008年的43%升至現時逾50%，但當中原因是製造業增長放緩速度較服務業為快所致。第二產業增長由2008年的9.8%下降至2015年的6%，同期第三產業增長則由10.5%跌至8.3%。經濟轉型為一持久過程，未來一段時間當局或仍致力於去槓桿及轉向由消費及服務業主導的經濟增長模式。



■鋼鐵仍被視為供過於求的行業。資料圖片

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

去年為了慶賀澳門回歸祖國16周年，12月16日國務院審議通過第655號國務院令，明確把包圍澳門土地的85平方公里水域正式納入澳門特區政府管理。

當天晚上，澳門特首崔世安通過書面發言，明確表述特區政府依法管理這片水域的多層意義，包括法律上可以釐清法域問題和有利政治落實依法治澳、經濟上加速經濟適度多元化、區域上大力推進粵港澳灣區建設和助力「一帶一路」建設及民生上為特區謀求最大的福祉。

代表特區，特首向中央做出幾點保證。在中央對國防及外交話事下，特區政府嚴格依法對相關海域和陸域進行有效管治。政府注意有效和適度用海，在填海前向中央申報，並不用於博彩項目。在全力配合內地水利部門、海軍部門、海洋管理部門、海上執法部門等，在澳門管理水域的統籌管理和合理使用，並確保航道的通暢和安全。

建專門辦公室利管理

對於澳門特區政府來說，有效地管理、利用水域，必須從政府行政架構着手，建立專門掌管水域的辦公室，直接向特首隨時匯報。筆者相信政府架構內五個司長都會參與，包括運輸工務司、社會文化司、保安司、經濟財政司、行政法務司和幾個直屬特首的官方機構，包括澳門特別行政區政府政策研究室、澳門基金會、科學技術發展基金、澳門駐布魯塞爾和里斯本經濟貿易辦事處等。

對澳門海洋經濟一點意見

在五司中，尤以運輸工務司角色最吃重，下屬約七個管理局和辦公室會積極參與，如土地工務運輸局、地圖繪製暨地籍局、海事及水務局、地球物理暨氣象局、環境保護局、建設發展辦公室和運輸基建辦公室，筆者建議該主管辦公室主任可由運輸工務司司長兼任。

在日常辦公室運作中，常務委員會成員只包括五位司長/特派代表及澳門特別行政區政府政策研究室主管人員。於每次會議涉及相關範圍時，各位司長可指派負責局長、辦公室主管、基金會負責人親自表述和討論。

在辦公室成立後，辦公室全仁必須首先訂定海洋經濟的總體發展方向、內容和相關法律需要。

先釐清適合澳門產業

現代海洋經濟非常廣泛，可以細分為海洋漁業，海洋交通運輸業、海洋船舶工業、海水化鹽業、海洋石油/天然氣油業、濱海旅遊業、區域性海洋旅遊業等。以獨立評估各種行業方法，首先釐清適合澳門的海洋經濟產業。筆者相信會包含海洋漁業、海洋交通運輸業、濱海旅遊業及區域性海洋旅遊業。還有相關「一帶一路」的特殊產業，如海上絲路的海路貿易產業、旅遊業。針對興建相關海上絲路的旅遊點如海上絲路博物院、具澳門特色職能人士來華的歷史體驗館等。

澳門特區碰着土地資源缺乏的問題，特區政府應善用中央已批准五個填海區進行相關設施興建。綜觀五大區中，筆者建議深化E區的具體規劃。E區附近氹仔島東北角，毗鄰北安客運碼頭及國際機場。整體土地面積約73公頃，現在規劃為公共/社區設施、交通基礎設施和多元化產業用地。在這個區域中，筆者提議興建郵輪碼頭和遊艇中心，劃地興建人工沙灘及酒店

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

國際金融市場的氣氛，過去幾周持續轉好。打從1月初開局至今，經歷過無數起伏，令人驚心動魄，但集中在1月至2月初。在春節假期以後，反而平穩下來，一來是人民幣和A股的回穩，令投資者有信心，大家不只聽言論，更要有具體實效，聽其言，觀其行，而由此而來，便是信心的正反饋，形成一個新的預期。

油價見止跌反彈

避險情緒持續降溫，VIX回落至17水平下方。一度令市場擔憂的因素，包括油價和美國貨幣政策前景的不明朗因素在近期得以緩解。油價三周漲逾12%，測試36美元水平。而上周出爐的美非農報告靚麗，歐美股市上漲。

說起來，油價回穩的好處很大。進入2016年來，國際油價漲跌起伏大，影響全球市場情緒。不過油市自從2月中開始止跌反彈，三周漲逾12%，技術指標轉好。產油國協商凍產，釋放積極信號。4月期油上周五反彈3.91%至35.92美元，高見36.34美元，低見34.4美元。受到50日均線支持有力，且企穩5日均線，維持在反彈趨勢中，突破36美元水平。目前，我們認為反彈幅度仍有限，凍產協議存在不確定性，且供求不平衡問題嚴峻，難在短期得到解決。

銅價有上行空間

受此帶動，其他大宗商品皆有受惠。銅價連續第三周走高，漲幅達6.83%。一連四日上揚，上周五重返5,000美元水平，高見5,059美元，低見

4,855.5美元。銅價企穩5日均線，測試200日均線。行業旺季即將到來，銅又受惠中國寬鬆環境，並跟隨油價升勢。料短線調整後仍有上行空間。

有趣的是，即使美國經濟數據好，有利復甦的穩定，但避險情緒的另一邊，並未完成消退。是的，備受關注的非農數據好於預期，失業率維持在4.9%水平，不過時薪微降。美匯指數依舊受壓下行，連續收跌三日，走勢疲弱。雖然目前市場整體氛圍好轉，油價走高，商品價格回暖，股市亦企穩，風險偏好上升，不過不確定因素依舊存在，料非農難改美聯儲3月不加息的決定。

歐央行會議聚焦

而在此影響下，上周五現貨金在每盎司1,262.1美元開後，一度高見每盎司1,280.2美元，低見每盎司1,250美元，均高於前一日水平，收於每盎司1,259.6美元。黃金衝高回落，好淡爭持激烈，好在始終企穩5日均線。黃金再次打開上漲空間，料後市仍有上行空間，長倉看至每盎司1,270美元。周內，我們將焦點轉向歐央行會議，不知是否會如預期降息10個基點。

的確，本周市場焦點放在歐央行會議，大家在猜測會如何進一步QE，是否會如預期降息10個基點，還是會令市場失望。可在會議前途高沽空。除此之外，加拿大和新西蘭的利率決議亦需留意，對其貨幣有較大影響。

總的來說，審慎看好，似乎是目前最佳的說法。



■本市場焦點轉向歐央行會議。資料圖片

論股票信貸表現對經濟預兆

施羅德多元化資產投資團隊

我們最新的數據顯示經濟增長動力有所放緩，而通脹則維持不變。

同樣，我們的經濟周期模型持續顯示美國及日本商業周期放緩。這主要由於以消費為主導的指標已經放緩，而宏觀經濟及信貸指標則惡化。整體而言，經濟增長輕微放緩在美國已持續6個月，日本已持續21個月，但歐洲在2015年大部分時候錄得增長，其中法國、意大利及西班牙的增長抵消了德國疲弱的經濟。然而，過去3個月的環球製造業採購經理指數、消費信心、信貸及通脹已出現溫和改善，但這主要集中在歐洲。

一般而言，經濟前景仍然不明朗。特別是信貸市場的趨勢並不友好。持續擴大的信貸息差（企業債券息率與相同續期的政府債券息率之間的差異）對於股市或整體經濟來說並非健康的跡象。

兩者反映不同經濟結果

自去年以來，因受能源相關風險影響，美國高收益債券息差持續擴大。息差擴大暗示着前景並不樂觀。因此，投資者希望從承擔的額外風險中獲得補償。

過去幾個月，股票與信貸市場之間持續出現差別。對於股票投資者而言，息差擴大亦是一個警示訊號，但這並未反映在股市表現上，因為股市跌幅尚未達到與高收益債券市場同樣的程度。

這種差別主要顯示這兩種資產正在反映不同的經濟結果。信貸市場預示將會出現經濟衰退，而股市反映經濟增長步伐放

緩。在歷史上，這種差別可透過高盈利增長或經濟衰退進行糾正。我們認為兩者皆有可能在短期內發生。在1990年代末的科技泡沫時期，在股價於2000年升至最高位之前，信貸息差已經上升。而在2007年，信貸息差再度上升，因其與美國樓市的泡沫有關。

環境已轉為對股市不利

如今，除了信貸狀況緊縮之外，股票投資者亦需要應對美國貨幣政策收緊。聯儲局於去年12月加息，而聯儲局啟動加息周期通常會導致市盈率下降。

憂慮在於周期性環境已由對股市有利轉變為對股市不利。對處於周期性區間頂端的市場而言，我們需要依賴企業盈利為市場提供支撐。因此，強勁的盈利周期對股市至關重要。但需要承認的是，我們的盈利展望非常低迷。

然而，逐漸緊縮的信貸環境正在影響股票投資者的情緒。由於投資者已開始避免持有利用債務回購股票的公司，導致槓桿作用減低。事實上，投資者再度看重資產負債表，顯示投資者追捧擁有強大資產公司的趨勢將會持續。

經濟及金融狀況的數據不吻合，意味着股市投資者需要準備應對日益波動的市場。然而，我們認為目前還不需要過分悲觀。據我們理解，目前的經濟及市場環境顯示環球經濟已進入周期增長的末段，此時將會開始出現破裂及市場脫軌。總結而言，環球經濟疲弱，但整體水平顯示環球經濟將錄得2%的溫和增長。在此環境下，我們認為股市將在如此溫和的環境下帶來利好的回報。

須注重相關人才培訓

在發展海洋經濟過程中，特區政府必須注重相關人才培訓，如澳門保安部隊高等學校及消防局培訓水警和水域消防隊伍，旅遊局轄下旅遊學院開辦課程再培訓從業員海洋旅遊、濱海旅遊、「一帶一路」旅遊及遊艇旅遊的管理知識，體育局宣傳和着力扶持水上體育活動和運動員，法律及司法培訓中心再培訓在職律師和司法人員相關海洋法律、仲裁法律等。

通過中葡交流平台，澳門貿易投資促進區和澳門駐布魯塞爾和里斯本經濟貿易辦事處，特區政府着力主辦海洋經濟論壇，邀請中外海洋企業和專家赴澳交流、經商及體會，加快推進澳門海洋經濟速度和深度。

今天的澳門，「一業獨大」的時代慢慢退場，賭收的數目已由增長變為平穩下降，落實發展具澳門特色的海洋經濟是中央所樂見，正是特區政府可行的前路，政府上下應該「珍而重之」，為澳門居民創造出美好的明天。澳門擁有「海上絲路」的特殊地理位置，也是南中國海上旅遊的必經點，有效利用這些特殊條件去建設澳門海洋經濟是未來十年特區政府的重要舉措。

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。