

內地上月房地產數據亮麗

時富資產管理董事總經理

姚浩然

近期中國公佈了多項2月經濟數據，包括CPI、PPI、房地產數據、進出口數據、社會零售總額等，表現參差，內地與香港上周表現反覆。

中國2月CPI錄得按年上升2.3%，大大超出市場原先預期維持於1月水平的1.8%，並為2014年7月來最大漲幅。國統局指上漲主要是受寒潮天氣和春節因素的雙重影響導致食品價格急升，意味着未來CPI未必會繼續上揚。2016政府工作報告將今年CPI目標定於3%左右，反映通脹率仍有政策空間為人行繼續實行寬鬆貨幣政策提供理由。

2月PPI錄得連續48個月下跌，按年和按月分別下降4.9%及0.3%，符合市場預期。由於中國出產大量原材料和能源，因此近年大宗商品價格和需求的下降拖累了中國總體生產者出廠價格。雖然數據為連跌兩年，但值得慶幸的是降幅已經連續兩個月收窄，通縮風險減少，加上近期油價回穩和商品價格已跌至低位，相信再向下的空間不大。

環球及內地需求仍弱

市場近期較為關注中國進出口數據及外匯儲備。

中國2月進出口數據仍相當嚴峻，進口量同比下降14%，出口量同比下降25%。進出口表現差反映環球及內地需求仍然疲弱，環球經濟重拾增長需時。外匯儲備方面，2月外匯儲備數據為32,023億美元，高於市場預期的31,900億美元，反映之前所執行的一系列外匯管制有一定效用。面對中央決心維護人民幣匯率以及海外需求仍遠未恢復，中國仍然面臨相當嚴峻的出口困境。

多項數據中，表現最為亮眼的為房地產數據及固定投資數據：今年首兩個月全國房地產開發投資9,052億元人民幣，按年名義增長3%，增速為兩年來首次回升；今年首兩個月全國固定資產投資（不含農戶）為3.8008萬億元人民幣，按年名義增長加快至10.2%，增速為20個月來首次回升。

雖然三四線城市庫存仍然高企，房地產市場受利好政策和措施推動，包括去庫存、降低首付期和人行降息等，近期行業逐漸回暖，內房股因而大幅攀升。同時基建、水泥等相關分類亦受惠政策及數據受到市場資金青睞。惟筆者認為，中國工業用品、水泥、鋼鐵等短期仍難擺脫產能過剩局面，近期相關股份攀升主要受惠於大宗商品價格有所回升，而基本面仍然疲弱，投資者仍需要謹慎對待。

穆迪下調港評級影響有限



■ 中銀認為穆迪未能充分評估香港經濟的獨特優勢。
資料圖片

中銀香港發展規劃部副總經理

鄂志寰

3月12日，評級機構穆迪確認保持香港政府債券AA1的評級，同時將其展望由「穩定」下調至「負面」。穆迪下調香港評級展望有兩個依據：其一，香港與內地經濟、金融和信貸方面聯繫密切，內地經濟和金融穩定的風險將削弱香港本身的經濟和金融前景；其二，香港本地環境變化可能影響香港政策效果。

筆者分析認為，穆迪此次下調香港評級展望是其全面調降中國信用評級的一個組成部分，與其3月2日將內地主權債券評級展望從「穩定」下調為「負面」及3月3日將內地多家金融機構和國企的評級展望下調至「負面」一脈相承。穆迪將香港主權評級展望下調至「負面」有片言之嫌，既缺乏足夠的事實依據，亦沒有客觀因素支持，預計其負面影響將十分有限。

內地經濟增長具絕對優勢

首先，穆迪以香港將受到內地經濟下滑衝擊為假定前提，缺乏足夠的依據。事實上，穆迪對內地經濟下滑的評估有片面之嫌。儘管內地經濟進入「新常态」，GDP增長率有所下調，但未來五年內地經濟仍然可以保持6.5%以上的增長，該水平遠遠高於歐元區和日本經濟接近於零的增長，內地經濟增長實際水平仍具有全球性的絕對優勢。同時，儘管內地外匯儲備有所下降，但其絕對數量仍然居全球之冠，對此，穆迪並未在其評級展望中體現。

未充分評估香港經濟特點

其次，穆迪認為內地經濟和金融穩定的風險將削弱香港本身的經濟和金融前景的判斷缺乏足夠的客觀支持。穆迪忽視了內地經濟減速過程中所伴隨的結構調整，內地經濟增長質量的提升將為香港經濟和金融

發展提供更加巨大的空間。此外，穆迪未能充分評估香港經濟的獨特優勢，對於香港經濟的成熟度、制度優勢、政府財政健全程度、龐大的外匯儲備、銀行體系穩健，以及擁有應對不同金融危機的豐富經驗等正面因素，缺乏足夠的認識。

香港作為小型開放的經濟體，其經濟發展水平已進入發達地區行列，人均生產總值超過42,000美元，高於日本的32,500美元。當然，小規模開放經濟的特徵是難免受到外部金融市場環境的影響，尤其是2008年以來，全球經濟復甦力度疲弱對香港經濟帶來一定的不利影響，但過去幾年，香港經濟實質增長速度始終高於美國、歐元區和日本等先進經濟體的水平，失業率保持在全民就業水平，反映香港經濟具有較強的韌性，足以有效抵禦外部經濟放緩的壓力。

此外，香港特區政府財政十分穩健，不單沒有任何負債，財政儲備達8,600億港元，相等於24個月的政府開支，屬全世界數一數二的水平。此外，香港擁有豐厚的外匯儲備，2月達到3,599億美元，為全球第九高，且香港的對外金融資產淨值更達72,390億港元（相對於本地生產總值的306%），亦是全球領先水平。

第三，從金融市場的反應看，穆迪下調內地評級展望後，國際市場並未作出明顯調整，表明其影響有限。同樣，預計穆迪下調香港展望至「負面」的負面影響亦將非常有限，短期內不會影響國際金融市場對香港經濟金融發展的整體信心，對企業的融資成本影響亦將比較輕微。

香港金融監管制度完善，尤其是香港銀行業穩健經營，內部管理水平與國際接軌，資本充足和資產質素亦屬全球最佳的水平，金管局亦早已對按揭貸款作審慎的監管，而內地相關貸款的借款人，且大多是大型國企和跨國企業，信貸質素較高，具備較強的經濟減速承受能力。

扶助房地產 促「十三五」平穩開局

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

在全國兩會中，總理李克強宣佈政府工作報告，將2016年目標的GDP增速定為6.5%至7%，CPI增速為3%左右，城鎮登記失業率為4.5%以內。

目標在前，但是內地經濟前景形勢複雜。解決當前經濟不前的共識思路是供給側結構改革，其促進經濟增長的效果主要體現在中長期，中短期去庫存反而有緊縮效果。

新增職位減就業壓力

踏入今年，製造業和非製造業PMI呈現收縮，且去產能必然會造成一部分職工下崗，重災區煤炭、鋼鐵行業預料有180萬人。再者今年高等院校畢業生將突破750萬人，經濟增長減速不利服務業吸納年輕人口等多種因素促使今年就業形勢面臨巨大挑戰。化解房地產庫存，提振房地產開發商增加投資，帶動房地產及其上下游行業回暖，將可提供不少新增職位，緩解就業壓力，使城鎮失業率達標。

去年年底，中央政府定調「去庫存」為房地產未來一段時間的政策目標，且推出一系列金融措施幫助「去庫存」上路。但是三四線城市庫存未顯著回落前，春節過後已出現一線城市尤其深圳和上海無論一手或二手樓市瘋狂活躍情形，出現「日光盤」，排隊買樓，小業主連番反價甚至封盤，中心城區二手租賃市場的警號。這跟中央政府的既定目標違背，並且引發「虹吸效應」，不利三四線城市去庫存，不利一二線城市控制人口增長、成本下降和不利整體經濟資源均衡發展趨勢，實應立刻「叫停」。

打擊槓桿炒樓防樓泡

一線及二線城市樓價平穩向上是由於需求量大，而庫存少，使發展商可以「惜貨而沽」，價錢保持強勢。近期而言，股市資金大量轉投房地產市場，尤其一二線城市，起著不斷給力效應。一些金融產業發展成熟的市場如深圳、上海等，房貸抵押貸、眾籌、互聯網金融平台等金融工具被利用，以高槓桿方法，吸引首購者甚至未有上車條件的年輕人只要個別或共同首付低至5%便可以參與炒房，使這些城市一二手市場樓價月月平均上升3%以上。

樓價急促上升使市民相信房市賺錢容易，又會產生「愈進入市愈困難」的心理預期，令當地樓市走入瘋購時代。瘋狂情形猶如香港「九七」前一樣，地方政府必須立刻取締高槓桿借貸活動，嚴禁各種相關中介人員包括房地產中介、銀行從業員參與炒賣活動，買家不足夠法定首付條件商業銀行不進行正常抵押活動，以免樓價如瘋牛只會短期上升，泡沫爆破後引發巨大金融危機，使「十三五」開局受阻。經濟增長的三駕馬車中，出口業已呈下跌，2015年內地貨物貿易出口同比下降達1.8%，今年世界經濟難言樂觀，預料首半年PMI下降會是「新常态」。

營改增刺激再投資

經歷過去一段時間的高速基建投資，基本上全國各類基建投資於「十三五」間增長趨平穩。「十三五」內基本經濟學調是去工業過剩產能，工業化投資力度也會減慢。餘下來投資的增長總倚重房地產產業，但是因為高庫存量促使開發商在去年大幅降低投資額至約1%，令全年民間固定資產和全國固定資產投資同比增速降至同樣的10%，對經濟增長產生不利因素。

央行會議來襲 市場波幅加劇

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

2016年，各國貨幣政策前景不明朗，成為左右市場的最主要因素之一。全球進入寬鬆模式，令美國也難獨善其身。

上周，歐央行決議超出市場預期，德拉吉出動幾乎所有「火箭炮」，包括全面下調三大主要利率，擴大QE規模，同時增加買債種類，並啟動TLTRO2。不過在會後德拉吉暗示沒有必要進一步降息，打消了仍有降息的預期，加上有利空出盡，獲利了結的影響，市場出現逆轉。歐元和黃金先跌後升，歐美股市和美匯指數則先升後跌。其實歐元區經濟近來一直穩步恢復，但德拉吉仍然火力全開，並表明未來再減息可能不大，是黔驢技窮，還是經濟趨向見底，未來將退出寬鬆？光靠貨幣政策缺乏改革，未必能真正刺激經濟。還是，當然，我們也不能忘了還有一顆定時炸彈——英國公投，政策不確定性大。

在經歷完歐央行意外加碼放水後，本周的市場挑戰重重，迎來各國央行會議。

日迎來利率決議

和歐元區一樣負利率的日本將迎來利率決議。在上月中正式引入負利率後，日本央行行長暗示本次會議上進一步放水的機會不大。雖然目前維持利率不變可能高，但是日央行總是給我們意外，不排除日本此次會跟隨歐央行加碼放水的腳步。但若不出意外，日本需要更多時間來觀察負利率對日本經濟的影響，等到下半年或有新的動作。目前日圓整體在112至114區間內波動，只待會議決定，看能否突破水平阻力。

澳元有回落趨勢

澳元在近期升勢強勁，奪人眼球，從1月中旬的0.69水平一路爬升，逼近0.76一線。鐵礦石價格大幅走高為澳元帶來動力，即使鐵礦石一度暴跌也沒能切斷澳元的上升軌道。本周二（今日）他們即將公佈3月會議記錄，目前澳聯儲似乎不急於減息。不過全球放水，令澳元上行有壓力。且我們認為鐵礦石暴漲未必能延續，加上匯率超買，澳元後市仍有回落的趨勢。當然，也不排除澳聯儲會干預，以支持其GDP增長。

美本月料不加息

美聯儲利率決議則自然是重中之重。自從去年底「靴子落地」，美聯儲加息之路便不平坦。市場目前剛從年初的巨震中緩過神來，各類資產有所修復。而美國經濟數據在近期也有所回暖，包括CPI、GDP和非農等。耶倫早前不排除負利率可能的講話也一度令市場擔憂。不過我們認為美國不同於日本歐元區等，他的政策空間還很大，至少一兩年內毋須動用負利率。在本周，美聯儲將宣佈利率決定，公佈經濟預期和未來展望，而耶倫也將召開新聞發佈會。目前，市場達成共識3月不會加息，我們將把重心放在會後聲明和耶倫講話。不過如果全球市場穩定，數據好轉，4月或6月會議上有可能再度加息。但耶倫應會提前開始警告市場，讓市場能逐步消化。美匯指數仍維持疲弱，去年12月3日的傷仍未修復。歐央行決議後，美元衝高回落，目前有96水平支持。我們認為美元既沒有深跌的基礎，短線也難有大的突破，讓我們靜待這場風暴吧。



■ 上周歐央行決議超出市場預期。圖為歐央行行長德拉吉。新華社

萬科聯手深地鐵 是福是禍？

路透社點透視專欄作家

Peter Thal Larsen

熱點透視

萬科（2202）終於找到了救星。在經歷了數個月的不確定性之後，這家中國房地產開發商公佈了向深圳市地鐵集團增發股份的計劃，以換取價值92億美元物業資產。這將幫助萬科擊退一項可能的敵意收購。不過，股東尚無法判斷，萬科到底是迎來了白衣騎士，還是吞下了毒丸。

去年「寶能系」吃進萬科股份繼而成為第一大股東，之後萬科便一直在努力抵禦這個不速之客。萬科董事會主席王石曾公開質疑寶能的信用和動機。去年12月，萬科因「重大資產重組」而申請股票停牌。

如今，重組開始初露端倪。萬科表示，擬向深圳地鐵集團購入部分優質地鐵上蓋物業項目資產，計劃採取向深圳地鐵新發行股份為主的對價支付模式。

擬提議的資產互換戰略上似乎挺好。香港鐵路營運商——港鐵公司（0066）通常會同開發商合作開發地鐵

站附近的地產項目。據瑞士信貸分析師稱，到2030年以前深圳地鐵站預期將擴大到371座，幾乎是當前的三倍。

主要為稀釋寶能股權

雖然如此，萬科的主要動機似乎是要引入一個友善的股東，稀釋寶能股權，後者持有萬科逾20%股權。萬科提議將購買的資產價值可能介於400億元人民幣至600億元人民幣。深圳房地產價格在過去一年上漲了近乎50%。

萬科對將發行的股票作何造價還不確定。在該筆交易推動下，萬科在香港掛牌的股票跳漲了12%，不過較內地股票還是有所折讓，萬科在深圳市場股票持續停牌。

據熱點透視（Breakingviews）計算，該筆交易達成後，深圳地鐵可能持有萬科13%至26%的股權，取決於交易的規模和價格。雙方有一年的時間來完成這筆交易，雖然萬科可能歡迎這個半路殺出的「程咬金」，但對股東而言還是不高興得太早。

讀者也不難發現2015年一二線城市地價仍然堅挺，但是三四線土地則成交稀疏，說明房地產新投資只是集中熱門城市，推高地價，加深市民對熱門城市樓價上升預期，無助三四線城市整體經濟正常運行。

開發商不願意貿然減價和增加房地產投資的其中主要因素是房地產企業稅負過重，於今年政府工作報告書上總理李克強強調全面實施營改增。於2016年5月1日起將營改增試點擴大到房地產企業，把所有企業新增不動產所含增值稅納入抵扣範圍，有效解決重複徵稅問題，將會產生累積改善企業稅費負擔的良好效果，刺激房地產企業再度投資。

吸納低學歷下崗工人

讀者不難發現，去產能會下崗大量專業技術工人，他們是單產業技術工人，學歷水平不高，年紀稍長，不容易再受培育加入現代服務行業。中國房地產業已經發展逾十年，現存住宅面積有220億平方米左右，需要大量房地產服務從業員，包括房地產中介人員，房產管理人員（如保安、大廈管理、清潔、樓宇設備保養及維修）等。再者，房產提供不少服務行業的載體，如養生業、養老業、消開業、餐飲業，均會吸納大量低學歷、半技術的下崗工人，對保就業、促消費產生積極作用。

如今年全國兩會中，不管是地方領導幹部、中央發改委、住建部、國土部、金融或財政部官員皆「不約而同」強調要因地制宜調控施策，區別應對一二線城市和三四線城市的房地產市場，對房價升得過熱的地區，果斷採取抑制不合理或不合法的投資需求。中央政府的主觀願望是穩步減去三四線城市存量，減低地方財政負擔，監察當地經濟未來發展，而一二線城市只是希望樓價平穩前進。無論如何，三四線城市去庫存是悠長又艱巨的任務，只有通過不斷考察、研究、更新政策手段才可奏效。

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。