

供給側改革見成效 煤炭鋼鐵板塊跑贏

中銀國際首席策略分析師
胡文洲

全球觀察

今年以來，在中國決策層的積極推動下，煤炭、鋼鐵去產能相關配套措施不斷出台，煤炭和鋼鐵價格穩步回升，煤炭鋼鐵企業盈利逐步改善，煤炭及鋼鐵板塊成為香港股票市場投資者關注的焦點之一。2016年年初至7月15日，煤炭、鋼鐵板塊大幅跑贏香港恒生指數。

截至7月15日，已有多家煤炭鋼鐵公司發佈了中報盈喜公告，供給側結構性改革已取得初步成效。目前，供給側結構性改革正推進至全面執行階段，投資者可關注受益板塊的估值修復機會。

推進供給側結構性改革，是在深刻分析國際國內經濟新形勢、科學判斷中國經濟發展新走向基礎上作出的重大戰略部署。供給管理最著名的思潮來自19世紀初古典經濟學中的薩伊定律，即供給會自動創造需求，政府

無須干預，市場會自動解決供求匹配的問題。20世紀30年代凱恩斯國家干預主義顛覆了這種自由主義思潮，但在70年代滯脹危機之後供給學派又重新登堂入室，美國列根政府和英國戴卓爾政府則將這一理論付諸實踐，帶領兩國經濟走出了滯脹的泥潭。中國的供給側結構性改革絕不是簡單照搬西方的理論和經驗。

為未來中高速增長打下基礎

中國的供給側結構性改革主要目的是為了解決中國經濟面臨的結構性問題，推動經濟結構重組，優化資源配置，降低無效和低端供應，提高產品和服務品質，擴大有效供應。

針對供給側結構性改革，政府提出了包括去產能、去庫存、去槓桿、降成本和補短板（「三去一降一補」）等五項主要任務。筆者認為，供給側結構性改革是一場深刻的變革，為未來中國經濟中高速增長打下了堅實基礎。

供給側改革重點和難點行業是鋼鐵和煤炭。國家發改委主任徐紹史在六月下旬天津夏季達沃斯論壇上表示，2016年中國煤炭去產能目標為2.8億噸，鋼鐵去產能目標為4,500萬噸。國務院於5月份常務會議中，再次提出今明年壓減央企10%左右鋼鐵和煤炭的現有產能。

同時，各地方政府相繼推出配套方案加快去產能進程。據不完全統計，截至6月底，已有10多個省份出台了改革方案，涉及淘汰和壓減煤炭產能4.74億噸，鋼鐵產能1.2億噸。此外，為了推動過剩產能化解工作，已明確設立工業企業結構調整專項獎補資金，資金規模為1,000億元，實行梯級獎補。

煤炭鋼鐵供需失衡漸改善

「三去一降一補」成效初顯。今年上半年，得益於當前供給側改革的穩步推行，中國內地煤炭市場供需失衡逐步改善，煤炭價格開始企穩反彈。目前，中國內地的

產煤省份正在嚴格執行全年作業時間不超過276個工作日的規定，令煤炭產量及庫存水平均大幅下降，同時需求下滑速度慢於國內產量下降速度，市場供需失衡情況有所改善。中國內地國家統計局資料顯示，5月份，中國內地煤炭工業企業利潤同比增長2.5倍，結束了近年來持續下降的狀態。

中國鋼鐵行業的供給側改革也已推進至執行階段。年初至7月13日，全國熱軋板平均價格上漲34.1%至2,673元/噸，冷軋板平均價格上漲16.8%至3,053元/噸。與此同時，鋼價回暖帶動鋼鐵企業利潤恢復。

中國內地國家統計局資料顯示，受前期產品價格回升、結構改善及同期基數偏低的影響，5月份，黑色金屬冶煉和壓延加工業利潤同比增長1.6倍。同時，根據中鋼協資料顯示，今年1月至5月份，中鋼協成員企業盈虧相抵實現利潤87.36億元，同比增長7.38倍。另外，寶鋼集團和武鋼集團兩大央企戰略重組有利於化解過剩產能，提高產業集中度，引領內地行業秩序，增強全球競爭力。

(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

「放水」預期升溫 利好股市表現

時富資產管理董事總經理
姚浩然

環球股市7月走勢凌厲，美股屢創新高，上證綜合指數亦重上3,000點水平，港股最近更連升6日至今年高位，「七翻身」有望。港股是次上漲主要受市場「放水」預期及內地數據亮麗帶動。

市場將焦點集中於各國央行的貨幣政策決定上。美國方面，美國近期就業數據理想，惟美國聯儲局褐皮書指通脹上升跡象不多，顯示聯儲局對現時通脹水平仍然有保留，筆者預計未來幾個月加息機會微，最快亦會發生在十二月，加上企業業績好帶動美股走勢。

日圓回軟有利市場氛圍

英國方面，新首相文翠珊正式上任並陸續公佈新內閣名單，而英倫銀行在這非常時期決定維持利率不變，令市場大跌眼鏡，惟英倫銀行同時預期8月將放寬貨幣政策，放水預期合乎市場想法，帶動歐洲股市及外圍股市上升。日本方面，日本執政聯盟參議院選舉獲勝，加上日本政府大幅下調今年GDP增長及通脹預測，市場預期日本將加推量寬鬆貨幣政策，日圓回軟有利市場投資氣氛改善。

內地方面，上周五公佈了第二季國內生產總

值(GDP)增速與第一季相同，同比增6.7%，較市場預期佳，刺激A股及港股市上揚。筆者認為這消息可放緩外界對中國經濟前景的憂慮，對市場有正面作用。除此之外，內地上周還公佈了進出口和全國規模以上工業增加值數據，兩者皆有持續改善的跡象。中國海關總署公佈第二季度出口呈現正增長，雖然按年計仍然有下跌，但按月計已經連續數月有增長。再加上現在人民幣貶值，有利未來外需出口情況。

人行料降準提供流動性

中央已經表明不會實施大規模刺激經濟措施，但英國脫歐為市場帶來不確定性，預期人行下半年還會保留寬鬆貨幣政策，有機會降準為市場提供流動性，但次數不會太多以免令人幣貶值速度過快。

總體而言，現時環球仍在觀察英國脫歐的影響，筆者認為在這陰霾下各國央行的貨幣政策都是走偏鬆方向，導致市場流動性非常充裕，有利環球股市表現。

短期的焦點將會落在周四的歐洲央行議息會議和周四(28日)日本央行議息會議上，若屆時各央行放水幅度超預期，港股可能會迎來下一個升浪，現時港匯有持續轉強的趨勢，反映資金有持續流入股市的可能，預期恒指有機會挑戰22,000點水平。

軟銀2418億豪賭物聯網

路透熱點透視專欄撰稿人
Una Galani

熱點透視

軟銀社長孫正義的「瘋狂構想」仍持續活躍中。根據多個媒體報道，軟銀正以約310億美元（約2,418億港元）全現金收購英國芯片設計業者ARM Holdings。這是孫正義對物聯網未來願景的一個豪賭。對於那些原本以為軟銀在專心縮減債務的投資人而言，則是一次令人不悅的震撼。

ARM嵌入式通訊技術應用廣

最近幾個月之內，軟銀賣掉了價值100億美元的中國電商巨擘阿里巴巴股權，並藉由出售「部落衝突」(Clash of Clans)遊戲開發商Supercell籌得了73億美元。賣掉這些股權籌得的全部資金，用來買ARM還不夠。軟銀的淨債務在3月底時高達540億美元，幾乎是未計利息、稅項、折舊及攤銷之利潤(EBITDA)的四倍，而這還沒有包含陷入困境的美國電信子公司Sprint。收購ARM的交易粉碎了軟銀

降低淨債務的期望。

在半導體產業快速轉變之際，孫正義卻把芯片事業納入軟銀五花八門的投資組合當中。雖然智能手機佔ARM權利金收入極大部分，但手機銷售增長高峰已過。ARM如今正投資新的業務線，可以將嵌入式通訊技術搭載到冰箱、手錶至引擎等種種產品。ARM認為，到2020年時，這類物聯網設備的營收，可望達到與手機相仿的規模。

然而ARM的多元化還在發展階段。該公司也警告稱，宏觀經濟的不確定性可能損及企業及消費者今年的支出。這讓軟銀每股17英鎊的出價看來有點太過昂貴，該收購價較上周五收市價溢價43%，且為明年獲利的48倍。

孫正義如此捉摸不定，則是投資人對軟銀股價大打折扣的另一個原因；從谷歌跳槽的前軟銀副社長艾若拉，本來被視為孫正義的接班人，但艾若拉上月閃電辭職。當時孫正義說，他打算至少再掌舵五年，「打造幾個更瘋狂構想」。算起來這已經是預先警告投資者了。

港珠澳大橋推動三地優勢互補

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業



港珠澳大橋主橋橋樑於6月29日成功合龍。資料圖片

港珠澳大橋主體建造工程始於2009年12月，經歷了不足7年時間，主橋橋樑終於6月29日成功合龍。港珠澳大橋是百年工程，總投資超過720億元，全長約55公里，是連接香港、珠海和澳門的超大型跨海通道，包括海中橋隧主體工程，以及香港、珠海、澳門三地口岸和

連接道路網。預計最快於2017年底全部路段竣工，以橋隧組合方式三線雙程行程，設計壽命是120年。

實現「一小時生活圈」

港珠澳大橋是國家高速公路網規劃中珠江三角洲地區環線的組成部分和跨越伶仃洋海域的關鍵性工程，將大大加強廣東省西部對外交通的便捷性。屆時，開車從香港去珠海時間由目前的三個小時以上縮減為三十分鐘，將首次實現港珠澳三地陸路對接，極大減低時間距離，「一小時生活圈」變成現實。

回顧廣東省經濟發展情況，大家不難發現是「輕西重東」的，這與省內交通便捷性不無關係。省內兩大經濟特區相比，深圳遠優於珠海，不過近年出現輕微改變，深圳市仍是全省經濟發展龍頭，但是珠海自從橫琴自貿區正式開發和港珠澳大橋於2009年底上馬後，珠海市的GDP增長正在迎頭趕上，位列全省前列，未來增長速度加快。

隨着大橋建造逐步完工，「一橋三市」格局飛快地實現，本文試圖分析三地未來合作的前景。藉着港珠澳大橋的連接，三地可顯著減省陸路客運和貨運成本和時間，對廣東省西部、香港和澳門的經濟融合具有非常重要的戰略意義，三地的人流、物流、資金流將更為通達，流通路徑更多元化，「一小時生活圈」將於2018年後實現。

先論述筆者老本行的房地產業。根據各地政府統計部門和當地市場數據，三地私人/商品住宅依次排名是香

港(7.6百萬港元於2016年上半年一/二手平均價錢)、澳門(4.8百萬港元於2016年1月至5月澳門政府印花稅課稅平均樓價)和珠海(2.4百萬港元，以珠海市區平均樓價20,000人民幣/平方米和100平方米單位計算)，即是珠海兩地平均住宅樓價是香港的32%及63%。

珠海商品房價料續趨升

三地實現「一小時生活圈」連通後，住宅樓價也會逐步「合攏」，未來二三年港澳樓價仍會穩步向下，但是珠海商品住宅價格是趨升的，市區和橫琴新區樓價也逐步融合對接，形成整市延續全面升浪勢頭。當然珠海樓價向上也會輻射到鄰近地區如中山、江門等，迎來廣東省兩部縣普遍地持續景氣。可以預見未來港澳兩地上車一族將考慮往珠海置業。

大橋落成對酒店、旅遊和會展業帶來正面效應。根據港澳地區相關統計，2010年至2015年旅客五年複合增長率，香港是11%，而澳門只是4%。酒店供應方面，過去五年及未來三年複合增長率，香港保持4%，但澳門則由過去的10%上升到未來的15%。而且五星酒店房間總和澳門已超越香港，並且未來三年間更加擴闊。

值得一提的是，三地於2015年的旅客接待人數是香港(59.3百萬)、澳門(30.7百萬)及珠海(估計約4.5百萬至5.0百萬)，也說明三地平均酒房價格的差距，但預料港澳兩地房價差額會逐步收窄。大橋完成會促進三地旅客的流動，實現三市旅遊互動，如三地業界可推出「香港迪士尼樂園—澳門博彩與世遺歷史城區—橫琴長隆海洋度假區」等家庭、親子型路線，安排境外旅客三天時間走走過三個城市，盡享三地美食、體驗中港澳三方文化。

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。

內地經濟增長超預期 下行壓力未消

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

國際市場從來都不太平，挑戰頗多，而近年來世界經濟越來越受到中國經濟的影響。內地持續面臨較大的經濟下行壓力，引發了不少擔憂。在投資者關注下，上週中國陸續公佈的重要的經濟數據。

率先亮相的是GDP數據，二季度增速為6.7%，高於市場預期值6.6%，給大家一個積極的信號，與第一季度6.7%增速持平。整個上半年GDP數據穩落在政府制定的全年保持在6.5%至7%間的目標區間內。但並不意味著就此趨勢徹底改變，不過經濟增速在低位企穩。而三季度可能受到7月洪水和9月G20停工限產，貨幣政策不會過於寬鬆的影響，經濟或增速放緩。

1月至6月份固定資產投資增長9%，增速回落。6月份規模以上工業增加值增長6.2%。零售銷售額按年升10.6%，工業和零售均好於市場預期。多種工業品在淡季仍保持平衡，不過投資和融資領先指標繼續回落，投資意願較弱。第三產業（主要是服務業）佔2016年上半年GDP的54.1%，經濟再平衡得到改善。

去產能成效初顯 問題仍嚴峻

煤炭開採、粗鋼產能下降，房地產庫存調整穩步推進，去產能成效初顯，但問題依舊嚴峻。上半年CPI同比上漲2.1%，漲幅與一季度持平，而PPI同比下降3.9%，降幅比一季度收窄0.9個百分點。M2同比增速今年5月和6月都是11.8%，去年6月也是11.8%，說明貨幣

供應量較為平穩，沒有大起大落。

市場對於中國數據高度關注，尤其是在公佈GDP高於預期後的當日，在岸離岸人民幣雙雙上漲，亞太股市上揚，澳元走高，銅價上升。此外，進出口數據也很重要，整個上半年呈現先抑後揚。按美元計，中國6月進口按年下滑8.4%，較5月0.4%的下滑幅度大幅擴大；6月出口按年下滑4.8%，較5月4.1%的下滑幅度擴大；6月貿易順差481.1億美元，小於5月的499.8億美元。「一帶一路」國策下，對沿線國家出口增長。

回顧這半年，一季度市場信心低迷，還未從大宗商品暴跌中走出，二季度逐漸復甦，大宗商品也反彈，全球貿易活躍起來。踏入下半年，隨着大宗商品回升，美國數據理想的支持下，全球貿易有望改善。

外圍多變 貨幣政策難太寬鬆

在一系列向市場注入流動性，加大基建開支等舉措下，上半年這份「成績單」較為理想，至少比之前外界擔心的要更樂觀一些。但中國目前仍在結構調整、轉型升級的關鍵階段。加上國際環境多變，整體下行壓力還將維持。

其實，面對數字，大家不必過於糾結，真正重要的是繼續推動改革，加強全面升級。債務積壓、產能過剩都限制中國改革力度。預料下半年將更專注刺激內需，供給側改革仍待推進，貨幣政策還是會維持穩健，存在降息降準的可能，但不會有太大的寬鬆預期。



內地二季度GDP增速為6.7%，高於市場預期值6.6%，給大家一個積極的信號。圖為江蘇南京一家汽車製造廠內生產景象。資料圖片

香港會展業優勢明顯，買家及參展商網絡發展成熟，以及卓越的服務業和良好接待安排。近年澳門有多個大型酒店、會展、休閒綜合體完成，並吸引全球會議活動首次踏足，主要涉及旅遊、博彩、娛樂行業。今天的珠海會展業已擁有航展、打印耗材、遊艇展、海洋高新科技展一批品牌展會，再加上十字門商貿區的珠海新型會議中心落成，會展業正在珠海走向獨特化、專業化道路。三地政府可以設立聯席小組，制定三地合作規劃，加強相互參展參會，從客源共享、豐富行程和活動安排上找出創新合作形式，如一會三地舉行，既可接長會議時間，也可令參展者享受三地商業機遇、三地旅遊特色，促進地區互動交流。

三地養老業合作空間大

三地正可打造科教、養老集成平台。目前在珠三角，港澳地區養老業面臨運作成本企、運作場地缺乏、從業員不足的問題，粵港澳三地養老業合作空間巨大，日後珠海及中山地區可以成為港澳居民養老的理想地。

近年來，珠海創新辦學理念，地方政府與高校聯合辦學，成功引進中山大、北師大、北理工、暨南大學、吉林大等全國著名高校前來辦學，形成人才培養高地。港澳地區中學畢業生升學出路不足，並且大學學科不夠全面，三地大學合作可以互補不足，增加人才培育交流。

港珠澳大橋落成後，廣東省有望打造珠三角西部灣經濟區，對粵推進「十三五」經濟發展非常重要，三地正好利用一橋三市的優勢，實現居住、人文、經濟、貿易、旅遊、休閒、教育互通的便捷！投資一羣也可到珠海考察樓盤，探討物業投資的可行性。