

波動加劇 明年港股可看高一線

中銀香港高級經濟研究員
蘇傑

財經述評

臨近歲晚，在美聯儲加息預期升溫之下，港股走勢頗為波動。恒生指數自9月9日收市的24,100點反覆下行，12月13日收於22,447點，距去年最後一個交易日收市21,914點僅餘2.42%的升幅。在今年最後一次貨幣政策會議後，15日美聯儲宣佈加息0.25%。展望來年，在全球政治、經濟、金融不確定性增加的背景下，港股將呈現怎樣的走勢呢？不妨從利率與資金、基本面與技術面及外圍環境等幾個方面展開分析。

低息料持續 資金仍充裕

從利率因素來看，歷來香港的基礎利率走勢與美國同步，市場普遍預期美聯儲明年至少加息一次。目前香港銀行體系總結餘仍然高企2,595億港元，在流動性充裕下，港元利率不一定即時跟隨聯儲局加息。即使市場利率緩升，香港市場綜合利率與歷史高位相比仍維持較低水平，風險偏好仍對股市較為有利。從資金環境來看，儘管美國加息，但歐洲、日本持續實施量化寬鬆，環球市場資金仍較寬裕。從資金流向來看，自

特朗普當選美國總統以來，EPFR跟蹤的新興市場股票基金遭遇連續數周的資金淨流出，截至12月7日全年僅錄得9.66億美元的資金淨流入。隨着美國緩慢加息，預計明年新興市場走資壓力仍會較大。儘管香港傳統上較受新興市場和中國內地影響，但身為全球最自由經濟體，近年持續吸引大量國際資金流入。相信明年香港市場資金流入與流出互現，總體上可維持寬鬆水平。

基本面向好 具投資價值

從經濟基本面來看，明年在政府投資、消費有所改善、就業穩定以及樓市調整不大下，香港整體經濟增長可望略好於今年。從企業盈利來看，一方面，內地企業盈利料將好轉。今年首10月內地規模以上工業企業利潤同比增長8.6%，國企和私企分別增長4.8%和6.6%。截至11月17日，滬深兩市有1,146家上市公司發佈業務報告，其中815家預告盈喜，佔比71.12%。截至今年11月底，在港上市的內地企業佔港股總市值與成交的比重分別為63%和71%。另一方面，須注意的是，佔據恒生指數較大比重的傳統金融、地產建築、消費上市公司盈利前景或會持續放緩。從技術層面來看，港股目前市盈率與歷史高位（1999年與2007年分別為26.73倍與22.47倍）

和成熟市場水平比較仍然較低，特別是與內地A股市場比較，港股PE差距較大（恒生AH股溢價指數近期仍持續位於120點以上）。另外，通過對上證紅利指數、深證紅利指數和香港恒生股息累計指數的比較不難發現，滬深紅利指數5年年化收益率分別為3.35%（截至今年9月）和5.49%（截至去年底），恒生股息累計指數近5年（截至今年10月）上升39.08%，遠高於同期恒生指數15.45%的升幅。可見港股市場的股息回報仍有優勢，具備長期投資價值。

外圍市場與兩地融合升級，港股受美股和內地A股影響較大。美國股市方面，在緩慢加息及特朗普減稅及大興基建政策預期下，道指和標普指數料總體向上。隨着樓市調控後資金進入股市、供給側和國企改革深化、企業盈利好轉等，明年A股或會緩慢向好。從兩地融合來看，在滬港通平穩運行兩年多和內地高淨值人群多元化資產配置需求推動下，深港通啟動、更多兩地基金互認產品陸續推出以及自貿區政策拓展等料會吸引更多內地資金進入香港市場。

總體而言，儘管波動或會加劇，但受惠於利率仍低、資金充裕、增長改善、盈利企穩以及互聯互通升級等因素，港股明年有望略為向好。恒生指數有機會突破25,000點，港股日均成交或升至700億港元以上。

歐政治議題豈止經濟 明年還看多國選舉

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

上星期已經回顧及展望美國的經濟及利率走勢，今個星期將回顧及展望歐洲方面。歐洲單是本月已經有兩件大事發生。首先，意大利憲制公投被否決，令親歐洲的總理倫齊宣佈請辭。另外，歐洲央行於上星期議息後，宣佈把購買債券計劃的時間延長至明年底，但買債的規模卻由目前每月800億歐元，於明年4月起降至600億歐元。究竟明年歐洲在多國選舉舉行下，對歐洲經濟以至股市會帶來什麼影響呢？

意公投顯民衆不滿

英國今年6月的脫歐公投揭開歐盟面臨解體的局面，英國脫歐的主要原因包括：一、對於歐洲採取的難民政策不滿，眼見鄰國法國持續發生多宗恐怖襲擊，有傳施襲者是假扮難民，偷渡往歐洲，並潛伏於社區多時，令英國以至其他國家民眾不滿；二、歐盟及歐元區集團的經濟及財政政策，未能解決歐債危機以來的問題，令英國民眾憂慮需要進一步對歐盟的財政政策增加承擔，變相浪費他們的資源。及至本月初，意大利的親歐洲總理倫齊，亦於修憲公投上被否決後需要辭去總理一職。意大利的債務持續上升，加上銀行體系壞賬高企，令意大利的金融體系高度不穩。當地主要銀行之一西雅那銀行的董事會於上周末最後關頭，仍為再次推動50億歐元的募資計劃，向多方面游說。據了解，摩根大通和意大利投資銀行Mediobanca建議，涉及到向持有21億歐元該行次級債券的4萬名散戶提出債轉股要

約；目前該行已經進行了10.2億歐元債轉股。

減買債規模難刺激經濟

歐洲央行上星期議息後，一如市場預期，維持利率不變，但延長買債時間至明年底，另自明年4月起的每月買債規模，減少200億歐元。歐洲央行已經推行量寬多年，但一直未見對經濟帶來起色，與美聯儲的貨幣政策相比，並未能帶來刺激作用，主因由於歐洲央行要購買較高評級的債券，往往這些國家的財政及經濟較為健全，但忽略了其他經濟及財政較差的國家。因此，難以直接與聯儲局的貨幣政策效用作對比。

歐洲明年將有多場選舉進行，由3月的荷蘭大選，到4月至5月法國舉行兩輪總統選舉，以及德國最快於8月底舉行的聯邦議會選舉。親歐派在多國的民調中，目前處於劣勢，特別是法國總統奧朗德更宣佈不再連任，希望透過更換總統，試圖降低國內民眾對政府施政的不滿。在目前的環境下，預料親歐派仍需努力對抗脫歐派。一旦未能成功，可能令歐洲的經濟及政治狀況更加不穩。

在目前環境下，預期資金明年未必敢大舉投資歐洲，主要是基於高度政治不確定性。在經濟處於失去平衡的狀況下，法德以外的其他國家，脫歐之心可能進一步升溫。因此，預料歐洲股市未來一段時間表現一般，歐元兌美元更可能因為兩地息差擴大，令歐元匯價有機會進一步下跌。



■歐洲央行上星期議息後，一如市場預期，維持利率不變。

資料圖片

九龍公園研建地下城可行

香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師（產業測量）

陳東岳

發展局局長陳茂波在其網誌公佈當局為四個策略地區，即尖沙咀西、銅鑼灣、跑馬地，以及金鐘/灣仔「城市地下空間發展：策略性地區先導研究（先導計劃）」的進展。當中特別談到尖沙咀西的例子，指出經初步研究發現，九龍公園地底有條件建構一個全天候的地下空間網絡，筆者認為這個構思的可塑性和可行性很高，藉本文和大家探討一下。

正如局長網誌所言，香港市區的地面空間彌足珍貴，如何增加我們這個高密度城市的宜居度、可達性，確實考驗大家的智慧。以尖沙咀區為例，經歷香港過去百年的發展，基本上所有商業及商住用地皆已完全用盡建成樓宇。該區是商業和旅遊購物核心區，人流和車流均十分高。當局研究在該區發展地下空間的機會和限制是切合實際需要之舉。

尖沙咀一帶 商舖需求高

尖沙咀區商業地舖需求很高，旺街店舖租金與銅鑼灣區並駕齊驅，冠絕全港。不過舊尖沙咀區商業用地除了非常有限的機遇，如改劃中間道停車場，基本上已無法增加。年前區內購物旅客人流爆增時，更對本地居民的日常生活帶來影響。其實尖沙咀發展地下空間早有先例，就是喜來登酒店對開的梳士巴利道一帶及梳士巴利花園等地的地下空間，雖然規模較小，將來新世界中心重建完成及中間道停車場舊址項目落成後，這個地下空間把梳士巴利道兩旁及附近的商舖人流連結發揮作用。

早於數十年前，規劃當局已利用九龍公園彌敦道旁土地的例子，當年把公園沿彌敦道旁的一片長條型地塊，改劃作商舖用途，這就是今天的「柏麗購物大道」，概念就是使到彌敦道兩旁均有沿街商店，形成購物街。如今當局新構思利用九龍公園建構一個全天候的地下空間網絡，筆者認同與其接近西九文化區的地利有關。另外，公園沒有建築物深入地底的地基以及基礎設施如地鐵、高壓電纜和下水道等縱橫管道，更重要的是業權屬於政府，進行發展地下空間的各方面阻力較小。

業權屬政府 發展阻力小

局長網誌強調，藉此加強東西及南北向的暢達性，包括連接西九文化區、現有尖沙咀至尖沙咀東的地下行人通道和附近主要街道。筆者想指出，要達到可持續發持的目標，必須還要在商業和財務可行性上着眼。九龍公園有可用面積較大的地下空間，規劃時須預留可供各類店舖使用的設計，與地面上現有用途的配合協調，並注意公共走廊與主要街道及地鐵出入口的銜接等。

西九文化區與舊尖沙咀區如何有效連接，是很多研究的課題，相信利用九龍公園的地下空間，配合自動步行系統，可令西九文化區成為市民大眾皆很容易在短途步程之內到達的目的地，文化區的文娛藝術設施得以廣為市民大眾所用。同時可減少市民使用車輛往返文化區，收到低炭環保的效果。筆者有一個想法，九龍公園的空中空間是否也可加以利用？例如建玻璃空中走廊，連接九龍公園內的落腳點。發展局正就上述策略地區構思徵詢公眾意見，大家可留意其專題網站和臉書專頁。

美加息提速 美元續強資產受壓

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

美聯儲年內加息靴子終於落地，在香港時間周四凌晨宣佈加息25個基點，符合市場預期。不過略有意外的是美聯儲預計未來一年加息3次，比9月會議時預計的兩次要快，略偏鷹派。除此之外，美聯儲亦認可美國經濟取得大進展，經濟正向着美聯儲的通脹目標邁進。作為一年來首次加息，十年來第二次加息，雖然有所預期，但還是引發市場波動，對於美國乃至全球來說是一個轉捩點。

消息宣佈後，美元首當其衝受到影響。美匯指數跳高，收復聲明發佈前的跌幅，並一度高見102.35，隨後回落回101.76。不過周四早盤就直接跳至102水平並企穩，高見102.5，創新高。

加息次數僅為估計

從第四季開始，美元就受惠加息預期上行動能強勁，更是在特朗普勝選總統後，買盤力量加強。不過並不認為市場早就將此加息計劃全部計價在內，強美元是整體的趨勢，維持上行格局。畢竟特朗普經濟充滿非常多的未知，或有更加激進的政策，在未來兩年加速升息。美國料將加快升息，引導資金回流，以支持刺激經濟政策。其實這個加息3次只是暫時的預期，畢竟美聯儲之前還預計2016年會加息4次，所以這個估計並不能完全依賴。

非美貨幣則相對受壓。日圓非常敏感，隨着美元近期強勢而持續走弱。美元兌日圓在近一個多月內上漲逾一成。昨日大漲1.61%至117.04，或將測試120水平。

內地經濟短期料穩

此外，人幣亦持續走軟，最新的中間價下調261點，創八年半新低，在岸人民幣開盤大跌300點，短期內未止跌。離岸人民幣表現強勁，只微跌了0.09%，離岸、在岸人民幣出現倒掛。流動性依然趨緊，香港離岸人民幣HIBOR的短中長限期利率全線走高。中國國債期貨再度逼近跌停。從數據來看，內地經濟短期企穩，不過仍有下行壓力，但不具備長期貶值的基礎。

美債黃金續遭拋售

美債和黃金繼續遭拋售，尤其是特別敏感的2年期美債收益率大漲，料債息率還將進一步上揚。黃金主要還是受制於貨幣政策。上半年，歐日為主的非美國家推行寬鬆的貨幣環境，令金價表現強勁，從每盎司1,050美元水平一路升至每盎司1,350美元。然而，隨着美國經濟向好，尤其是特朗普勝選後，加息愈來愈近，也有趨勢愈來愈快，讓金價不得不回升幅，重心不斷下移。昨日從每盎司1,160美元水平一下子跌至每盎司1,140美元下方，收一個大陰線；上方均線壓制大，今早更是進一步下跌，一度低探每盎司1,134美元水平，走勢疲弱難逆轉。即使短線有什麼反彈機會也只是小的調整，不改變大的下行格局，有望在不久的未來測試年初每盎司1,050美元支持。

美股在短線衝高後迅速走低，道指一度高見19,966.43點，逼近兩萬點後倒跌，能源和公用事業股領跌，追蹤小盤股走勢的羅素2000指數跌逾1%。恐慌指數VIX大幅走高3.69%。亞洲股市分化，日經上漲，澳洲和新西蘭雙雙低開。內地和香港股市受壓。恒指受拖累，低開近200點後沽壓增強，並將跌幅擴大至逾400點，測試兩萬二支持，整體走勢疲弱，後市看淡為主。



■美聯儲預計未來一年加息3次，比9月會議時預計的兩次要快。
資料圖片

電商融合零售發展或成新趨勢

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

受電商迅速發展衝擊，內地零售業近年發展陷入困境。不過，隨着電商規模不斷壯大，其流量紅利亦日漸減少，電商和零售業融合發展或成為新趨勢。近月阿里巴高調進入傳統零售領域，冀塑造線上線下融合的「新零售」業態，引起市場關注。客觀上，傳統零售的供應鏈體系需要依託互聯網來提升資源配置效率，未來「新零售」可望整合線上線下資源，為傳統零售業和網購帶來新的發展機會。

優勢互補 國策支持

近年內地網購規模雖然保持增長，但增速已明顯放緩。今年，阿里巴巴「雙11」成交額達到創紀錄的1,207億元（人民幣，下同），同比增長32%，較去年同比增長60%幾乎減半。據統計，今年首11月內地網上零售額約為4.6萬億元，同比增長26.2%，其中實物商品網上零售額達3.75萬億元，增長25.7%，佔社會消費品零售總額的12.5%。內地網購過往的高增長走勢已難持續，純粹的電商模式已逐漸接近天花板。改變勢在必行，線上與線下融合可望成為雙贏辦法。

現時內地網上零售已經具備龐大規模，且積累了大

量用戶的消費習慣數據。線下零售商一方面可將線上流量引導至線下，另一方面亦可依託供應鏈優勢服務網購，提供產品展示和物流等服務，提升網購體驗，實現共贏。目前在線零售巨頭Amazon在美國新開的第一家實體便利商店Amazon Go實現了線下購物、線上付款的革命性購物體驗，展示了「新零售」可能的應用場景。

政策方面，上月中旬內地政府發佈了《國內貿易流通「十三五」發展規劃》，提出到2020年內地將實現網上零售額達到9.6萬億元，年均增長放緩至20%左右。

規劃同時提到將推動實體商業加速轉型，實現線上線下高度融合發展，對批發零售業，要利用互聯網信息交互、在線交易及精準營銷功能等來提升商品的集散、物流、售後服務及購物體驗等，較具體地提出了「新零售」產業的發展方向。

今年內地主要的互聯網企業如阿里巴巴、奇虎360、京東、蘇寧雲商、騰訊等均在積極佈局零售產業。

互聯網企業通過入股或技術合作進入線下零售公司，部分傳統零售商也在依靠自身轉型來擁抱互聯網。由於傳統零售業和網購均面臨業態轉變，互聯網企業擁有大量用戶交易數據及網購平台，零售企業則擁有巨大的供應鏈優勢，二者融合可形成優勢互補，帶來雙贏局面，值得留意。

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。