明年環球經濟擴張趨勢將延續

財經述評

薛俊昇 恒生銀行首席經濟師、經濟研究部主管

我們預期2017年及2018年香港經濟增長分別為3.6%及2.8%，部分原因是環球經濟增長趨勢將會延續。本地方面，勞工市場緊張會繼續為私人消費帶來支持。美聯儲逐步收緊貨幣政策意味着明年香港銀行調升最優惠利率的機會上升，不過，資金流出的速度及規模以及利率調升的確實時間仍存在不確定性。只有在大量資金流出香港、港元匯價轉弱至7.85，而且銀行體系總結餘降至極低水平，本港銀行才有誘因提高利率。

本地需求強勁，帶動第三季本地生產總值按年上升3.6%，超過市場預期的3.5%。今年上半年的經濟增長為4.1%。今年第三季私人消費支出增長加快至6.7%，為2015年第二季以來最大增幅，勞工市場緊張、資產價格上揚皆為商品和服務消費帶來支持。香港失業率由第二季的3.2%下降至第三季的3.1%，為1998年以來最低水平。2017年將盡，恒生指數較年初水平上漲約30%，差餉物業估價署的私人住宅價格指數亦升逾10%，都為消費者帶來財富效應。

淨出口對經濟增長拖累縮窄

連同政府支出逾五年來的最快增長4.1%，本地需求對第三季經濟增長貢獻合共3.9個百分點。這與拖累經濟增長0.3個百分點的淨出口形成鮮明對比，得益於外部環境改善，淨出口對經濟增長的拖累已較前幾季有所縮窄。

2017年首三季度，經濟平均增長3.9%。由於第四季增長受到較高比較基數的影響而可能放緩，我們預計今年全年經濟增長為3.6%。儘管如此，若今年實現3.6%的經濟增長，將成為自2011年以來的最大增幅，並較2016年2%的增長有顯著改善。

本港明年經濟增長料為2.8%

我們預期2018年全年經濟增長為2.8%，低於對2017年的全年預測，但仍然高於過去五年(2012-2016)2.4%的平均增長。我們相信環球經濟擴張的整體趨勢將會延續。

本地方面，包括家庭收入及財富等影響私人消費的因素，將會繼續支持私人消費增長。不過，鑒於香港已接近全民就業，加上股票價格亦達到近10年的高位，相信這些因素對支持香港經濟繼續改善的空間有限。

資本支出的前景稍具不確定性。私營機構對機器、設備及知識產權產品的支出在本地固定資本形成總額超過三分一，這方面的支出於第三季度按年下跌6%，而更重要的是，自2013年第四季至今，已累計下跌26%。展望未來，儘管造成支出下降的因素並未完全明朗，但這趨勢仍然值得關注。

利率上升帶來影響料屬溫和

有評論認為明年香港銀行有機會調升最優惠利率，成為抑制消費和投資增長的另一因素。然而，我們認為利率上升帶來的影響將屬溫和。港元兌美元匯價目前在7.81左右徘徊，距離觸發7.85的弱方兌換保證尚有空間。

作為衡量銀行間流動性指標的銀行體系總結餘，目前約為1,800億港元，規模仍然龐大。只有在大量資金流出香港、港元匯價轉弱至7.85，而且銀行體系總結餘降至極低的水平，香港銀行才有誘因提高利率以獲取港元資金。

鑒於這些因素，儘管美國聯邦儲備局逐步收緊貨幣政策意味着明年香港銀行調升最優惠利率的機會將上升，但資金流出(若有)的速度和規模以及利率調升的確實時間仍存在較大的不確定性。

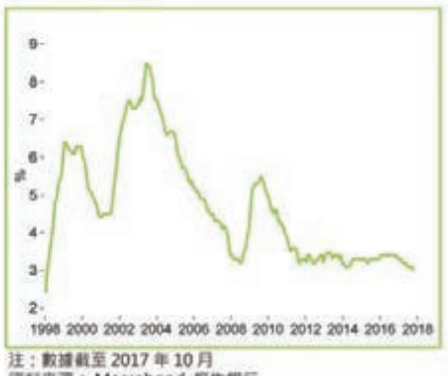
我們對2018年全年經濟增長2.8%的預測與市場預期基本一致。倘若美國稅改計劃刺激美國經濟增長加快，進而對亞洲出口的需求上升，或本地企業投資在近期下跌後有所反彈，明年實際經濟增長或會高於我們的估計。

然而，美國進一步加息可能帶來的資金流出以及內地經濟可能放緩，則會為本港經濟帶來下行風險。

表1：香港本地生產總值增長

注：粉色柱為恒生銀行預測
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

表2：香港失業率



注：數據截至2017年10月
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

滬港市場融合 互通互影響

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

2017年還有兩個星期就將過去，雖然港股在12月出現調整，但這並不能抹滅這一年豐厚的果實，而A股則相對疲弱，明顯跑輸。

港股跑贏 A股差強人意

港股在過去11個月裡面有10個月收漲，已經累積了32.6%的升幅，更在11月22日創出30,199.69的高點，這個成績離2017年高位31,958.41都不太遠。內地滬指在過去11個月只漲了6.9%。而MSCI ACWI全球指數已經連漲13個月，今年以來的前11個月累升19.8%。橫向比較來看，A股的表現的確差強人意。

在供給側改革下，經濟基本面健康，企業盈利前景樂觀給市場帶來動力，而國家多次強調維穩，減少系統性風險，也通過各類政策優化資本市場環境，整體來說給A股創造了環境。

不僅如此，內地還開通深港通和滬港通，希望通過這種互聯互通的機制，推動資本市場雙向開放以及人民幣國際化，並成功納入MSCI，這都是意義深遠的一步。尤其是深港通和滬港通的通車，一度引發港股A股化的討論，不過一切影響都不會是單方面的，兩者在融合中互相影響互相作用。

A股分化劇烈 呈冰火兩重天

A股的2017年分化相當劇烈，看着指數上漲，但市場確是冰火兩重天的格局，以上證50為代表的權重類藍籌股牛氣沖天，屢創新高，而中小市值的股票盡顯弱勢，創業板今年來跌逾9%。

要知道，A股不同於港股，主要以散戶為主，大部分股民以往偏愛的都是些中小票，但今年這些股票大部分下跌，就造成了指數賺錢個股不賺錢的景象。

那誰賺錢了，那些往年虧的公募基金今年確是有了好成績，而漂亮50指數的好成績和股災後國家隊的支持分不開。這就帶來了A股今年的兩大熱門詞，去散戶化和價值投資，再聯繫到互聯互通機制，這其中存在着不可忽視的聯繫。

北水成新指標 資金爆轉倉潮

當然，港股市場也存在分化，以騰訊（0700）、平保（2318）、匯控（0005）和吉利（0175）為代表的重磅股士氣如虹，但往年暴漲暴跌的細價股在監管層的一連串行動高壓下，在今年沒有了生氣，目前爆轉倉潮。

此外，隨着北水開閘，資金紛紛流向這個低估值的香港市場，也逐漸形成了一個風向標，不少投資者會看看北水炒什麼，因為資金量大，不少獲得北水青睞的股份往往都有亮麗的成績。

■圖為上海外灘金融廣場前來參觀「金融牛」的遊客絡繹不絕。 資料圖片

如果回顧2017年港股，相信騰訊一定不會被人忘記，它從年初的190元水平一路被炒高，在11月21日高見439.6元，漲幅最高有131%，雖然隨後回吐升幅，但這樣的成績對大盤的推動力相當大，這也離不開北水的力掃。平保（2318）也是受惠股，從年初的40元不到，直到11月22日高見87.1元，也是翻了一倍多的收益。

再說到近期受北水關愛的工商銀行（1398），連續入榜港股通十大成交活躍股，股價連續反彈。這樣的趨勢，或許在明年還將持續，畢竟這樣的炒作背後有基本面支持，但也不會是永遠單邊的升勢。

港股需時重納升軌

姚浩然 時富資產管理董事總經理

轉眼間2017年又到尾聲，今年環球財經大事主要包括美國加息、稅改方案、A股納入MSCI、歐洲大選、朝韓局勢等議題。在美市不斷創新高以及北水流入積極買入港股，令恒指曾一度升至30,200點今年歷史高位，惟近期受兩地銀根緊張以及年尾收爐機構投資者提前鎖定利潤的因素影響下，港股最低回落至接近28,000點水平。筆者認為明年加息步伐、縮減資產負債表、匯價走勢、北水流向、內地經濟及企業盈利前景等因素將會是決定大市去向之重要因素。

市場流動資金存在變數

上周美國聯儲局宣佈加息0.25厘，為本年度第3次加息，基金利率上調至1.25厘至1.5厘，符合市場預期，同時聯儲局調高明年經濟增長預測至2.5%。美國今年企業盈利增長已經不俗，加上稅改更有助刺激美國經濟，筆者相信屆時將有利企業估值提升及支撐股價，至於會否因實施「美國優先」政策而改善美國貿易逆差問題，又或因強勁經濟增長而加快加息步伐，暫時還言之尚早。

值得留意的是，明年下半年開始聯儲局縮表規模將超越歐央行每月買債規模，令市場上的流動資金變為負數，加上息口上升有機會誘使資金流入美市，投資者要留意息差有機會對港股帶來負面影響。

內地經濟發展仍然樂觀

內地方面，市場預料內地全年GDP可達6.7%至6.8%，處於中央訂定的6.5%增長目標之上，短期內中國經濟發展仍然樂觀。至於匯價，倘若美國加息步伐平穩，人民幣兌美元維持合理水平，對中資股，尤其擁有大量人民幣資產的公司，估值將得到正面支持，支持大市。

現時港股由30,000點高位回落，投資者擔憂港股是否見頂，會否重現2007年股災。筆者認為港股市況尚算健康，暫時未出現泡沫。

根據彭博資料所顯示，2017年度及2018年度的每股盈利分別為2,138及2,419；2017年度及2018年度的每股賬面值分別為21,273及22,716。以目前恒指的水平計算，2017年度的市盈率及市賬率分別13.3倍及1.33倍；2018年度的市盈率及市賬率更分別降至11.7倍及1.25倍，均低於過往10年平均值。

以上述所計算來看，出現股災或步入熊市的機會不大，但港股或需要較長時間整固才可重納升軌。

明年政治環境有利日股

Ken Maeda 施羅德日本股票主管

明年的政治環境將會對日本企業有利，但外圍風險仍然存在。

2017年日本國內政策及宏觀經濟數據的表現大致符合預期，但大部分時候的市場情緒亦受到外圍事件的拖累。最近公佈的日本國內生產總值增長數據（截至9月份止季度）顯示，日本經濟在過去15年來首次錄得連續7個季度的增長。

日本央行最新一份短觀調查報告亦清晰顯示，日本企業的信心持續上升。而最令人關注的是，整個調查報告的回應顯示所有行業均存有產能缺口。這是一個意義重大的轉變，意味着過去近25年來日本經濟中，產能過剩的狀況已出現改變，這將有利於2018年的資本開支增長。

與此同時，日本經濟繼續處於一個非常接近飽和就業的狀態，失業率跌至僅2.8%，為過去逾20年來最低水平。

儘管如此，雖然幾乎所有經濟數據（個人通脹預期除外）均顯示工資上調的趨勢，但工資增長仍遠遠落後於我們預期的水平。鑒於企業盈利仍維持穩健增長，利潤佔國內生產總值的比例已升至記錄高位水平，這表明就業收入的增長差距正在持續擴大。

貨幣政策：不可持續？

日本央行今年並未對貨幣政策作出調整。自2016年9月以來，除了實施購債計劃以外，行長黑田東彥已採取一項孳息曲線控制措施，希望將10年期孳息率維持於零附近。於最近幾個月，該目標已相對輕鬆地實現，而聯儲局已成功地管理美國的利率預期，我們預期日本政府債券在2018年面臨的壓力將會較小。

雖然目前環境相對平靜，但我們明確意識到日本目前的貨幣政策在長期而言並不可持續。儘管央行並無明確作出聲明，但央行的部份目標之間實際上存在衝突。

央行同時採取定量購買日本政府債券及控制孳息曲線的措施，這意味着央行希望同時控制債券的供應量及價格。事實上，維持目前的孳息目標需要央行減少日本政府債券的購買量，而這已經開始反映在數據方面。

日本央行亦繼續主動從股市中買入交易所買賣基金（ETF）。雖然這實際上是購債計劃的一部分，但其言外之意是該措施並非必不可少的救市機制。

投資者持懷疑情緒

雖然有明確跡象顯示日本企業在目前的經濟環境下的表現持續改善，但在2017年9月底之前，外國投資者仍對股市持懷疑態度。

這情況在截至6月份止季度及截至9月份止季度的業績公佈期中尤為明顯。期內，大部分企業均錄得優於市場預期的盈利表現，而且計劃上調本財年初的全年盈利預測的公司所佔比例遠高於以往。

這些數據支持着我們認為企業最初的盈利預測過於保守的觀點，並將為企業盈利帶來強勁的上升周期。雖然其中部份利潤增長已反映在近期的股價上升走勢中，但整體市場估值相對於歷史水平及其他環球市場仍具有吸引力。

（日本股市二之一）

明年樓市仍由新盤主導

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

■圖為某新盤開售，設於商場的售樓處到處見人潮。 資料圖片

又到聖誕，好快過年。2017年肯定是香港地產上升年，也是開發商的豐收年。

筆者於四月預料今年香港一、二手住宅已「分道揚鑣」，不過結果非筆者全部可以預料到。根據土地註冊處資料顯示，今年首11月私人住宅錄得約5.63萬宗成交，一手佔1.73萬宗，二手佔3.89萬宗，兩者都齊破去年全年數目，一手宗數升幅則跑贏二手宗數。

一手市場表現非常凌厲，總宗數已創十年新高，平均一手成交價持續上升，從去年的1,111萬元按年上漲14%達1,266萬元，遠遠拋離今年的工資上升率，樓價已同人工升幅易脫節。

其實今年二手市場表現「不遑多讓」。今年首十一月成交數剛超過去年總數，全年宗數應可挑戰三年高位，涉及金額達2,846.7億元，是五年新高。平均每宗二手成交額約731.8萬元，較去年高出94.9萬元，升幅15%，起碼同一手市場看齊。

今年港投資市場「股樓齊鳴」

平情而論，一手和二手樓價升幅相當，開發商固然「大豐收」，二手業主或投資者則是盡享樓價升值之利。相對前幾年情形，今年香港投資市場體現「股樓齊鳴」，是投資者大大獲利的一年。縱然本地經濟今年表現也非常良好，但是肯定地說經濟增長率以至工資升幅都遠遠地被樓價上升率拋離，上車或換樓活動更加困難。

按照中原地產研究部統計，五大發展商於首三季累計售出約八千一百五十個單位，總值約一千一百二十五億元。位居冠亞軍是長實和新地，已在首三季銷售樓盤登記金額706億元，超過2016年全年的531億元。超理想的首三季銷售成績單換來二大後着，大型發展商已收起「以量取價」，而換上「善價得沽」策略。開發商注重「貨如輪轉」，既然首三季銷售火熱，價格更高居不下，自然進取地投地和積極地跟政府完成大幅農地補價轉住宅用途。

賣地成績理想 政府庫房水浸

同樣地，政府賣地成績是非常理想的。上半年政府賣地收入已逾八百億元，全年已達標八成；下半年還有多幅大型地皮推出，全年賣地收入可望達一千八百億元，創歷來新高。

上半年內房股是買地市場「常客」，但是下半年內房股已部分轉戰收購舊樓/政府宿舍地或分散下注現成商廈，本地傳統開發商則表現勇猛。最新力作是嘉里夥拍信置奪得黃竹坑站第二期上蓋住宅地，擊敗其他九間內地同香港合資財團組合，料總投資額逾百億元。

上半年賣地成績中，市場人士批評內房股公司不太熟悉香港房產市場，使地價被「搶貴不少」。下半年本地開發商接力並願意支付現有地價去買地或補地價，這表明傳統開發商已接受現有地價合理，相信日後仍會積極入市。

今年樓價明顯向上，多間測量師行及代理行均認為明年加息幅度不會太高，於經濟基調良好和剛需強勁下，明年樓價仍有一成升幅，豪宅升幅更可達成半至兩成內。

筆者認同香港住宅市場仍然具備經濟良好和剛需強勁兩大利好因素，但是讀者必須留意不少利淡元素，如美國利息增長幅度和時間表，再影響港息跟隨情形和時間。現在住宅回報率是2厘至2.8厘，以細型單位最高。

試想現時按息大約2.2厘至2.3厘，美國連續加息三/四次，累積1厘後，香港似乎不得不跟隨，3厘水平變成重要轉勢訊號。未來政府推出公屋/綠置居數目和日子，肯定對私樓尤其中小型住宅造成衝擊，上升率必會受着局限，長遠或會下跌。

存不少利淡因素未宜掉以輕心

在一片晴朗天氣下，你對鄰居說即將下雨，快些回收曬晾衣物，似乎是不會被理會的。但是每每晴天過後，便會迎來雨天；誰是「居安思危」者，誰就會「笑到最後」。縱然贏取利潤不是最高，但是起碼是持久勝利者。在辣招未完成退場前，一手市場仍是被「扭曲」地追捧，明年仍是被一手市場主導，二手業主是保持「惜貨」策略，叫價加幅緊隨一手樓價。一手領放、二手追逐，將是2018年主旋律吧。

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。