

樓市調控趨寬鬆 內房市場穩中求進

實鉅證券金融集團投資研究部

2017年8月份，為限制地方樓市出現炒作，蘇州市人民政府發佈公告，指不動產證取得未滿2年的商品住房(含二手住房)不得轉讓，由當日起，張家港市成為了限售令的其中一分子。時隔兩年，市場傳出為提振當地樓市，該限售政策將會撤銷，實際執行只待正式通知。可惜的是，僅一天後，張家港市房產交易中心表示取消限售過戶的操作已經停止，張家港取消限售只屬「一日遊」而已。

取消限售政策「一日遊」的事件並非首次發生，本年度7月內地開封市一度發出了取消限售的文件，只是翌日相關部門已將相關文件收回，取消限售繼山東荷澤市後似乎就再沒有成功例子。

不撤限售令並非壞消息

取消限售令被撤回對樓市不一定是壞消

息，畢竟取消限售能激活的只是二手市場的成交量，資金雖然會再度進入樓市，但在下行的市況下，取消限售或會令市場出現拋售的壓力，使樓價進一步下跌。以現時江蘇張家港市為例，根據《中國縣域經濟發展報告2019》，張家港市作為蘇州轄下的縣級市，在全國縣域經濟競爭力排名高至第三名，但本年度上半年的經濟增長只有2.9%。

樓市成交方面，本年度1至11月份，雖然張家港的商品住宅成交均價高達14,498元人民幣/平方米，同比上升15%，但是商品住宅成交量為161萬平方米，同比下降24%，名副其實地出現「有價無市」。在此情況下，如果限售令取消，樓市未見得會出現重大改善。

當然，張家港市是由於此前只有限售作為調控政策，當地政府只為活化樓市及刺激

經濟增長才只好將唯一的政策鬆綁，但考慮到取消限售除了對樓市出現負面影響，加上與內地「房住不炒」的概念有相違背才出現「一日遊」事件。但藉此事件，更值得市場關注的，並非「一日政策」事件，而是內地樓市調控或出現鬆綁。

明年可繼續關注內房股

事實上，自下半年起，內地對於樓市調控的力度及態度出現明顯轉變而且更為寬鬆，根據市場統計，單就本年第四季度而言，海南、天津、南京等十座城市已對落戶或購房政策出現調整或鬆綁，反映內地整體市場對於樓市的調控力度已大為減輕。

同時，內地各城市正在推行「一城一策」，地方政府能按照當地樓市狀況進行適時且靈活的調控，有利樓市長遠穩定發展。另一方面，內地就貸款市場報價利率



蘇州個別地區早前出現取消限售令「一日遊」，但未必是壞消息。資料圖片

進行了改革，配合中期借貸便利利率下調以及降息預期等消息刺激下，內地的樓市在政策與利率的支持下將有望繼續靠穩，

預期內地樓市明年將會繼續保持其穩中求進的基調，屬於投資者可以繼續關注的一大板塊。

美息不加減 美匯壓力增

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

在連續減息三次之後，美聯儲在本月宣佈按兵不動，一如市場預期，並繼續認為經濟前景依然良好。

美聯儲在上一次會議中就暗示了，短期內不會有加息或減息，而是讓焦點重新回到經濟數據的表現。雖然12月公佈的美國ISM製造業PMI、建築支出、小非農和非製造業PMI疲弱，令投資者非常擔憂經濟前景。不過12月6日的非農報告大幅好於市場預期，消費者信心指數創7個月新高，且11月CPI高於預期，加上貿易談判有好消息傳來，市場情緒才轉好。

2020年息口或不變

美國經濟已經保持擴張11年了，創紀錄，美聯儲亦多次重申經濟前景仍然良好。美聯儲此次暗示2020年息口都不變。美聯儲放棄之前指前景仍然存在不確定性的措辭，重申就業增長穩健。主席鮑威爾表示未來考慮加息前，偏向先讓通脹持續回升，保持在2%通脹目標之上。近期內料美聯儲還將保持觀望的態度，隨時監控經濟情況和國際局勢。市場獲得美聯儲指示後，美股由跌轉

升。雖然從歷史高位回落，但整體繼續保持在高位，料還將維持上行趨勢。不過明年還要面對來自貿易談判和美國大選帶來的不明朗因素，波幅或進一步擴大。

美匯96水平料有支持

美匯指數從10月高位回落之後就缺乏動能，在97至98.5的區間上落。12月初受到經濟數據拖累加速回落。在議息決定公佈後，沽壓進一步增加，不但跌穿5日線，更低見97.039，好在97水平有承接，最終收窄部分跌幅，連續下跌第三日，挫0.29%至97.128。短線或圍繞97水平上落，下方96水平還是有不俗的支持。

10年期美債收益率從八月初大跌後，就保持在1.4%至2.0%的區間運行，11月曾嘗試突破區間阻力，但未能成功。近期主要圍繞1.8%震盪，12月11日面對壓力，跌穿1.8%水平而下跌2.73%至1.7914%。料10年期美債收益率雖然整



美聯儲一如市場預期不再減息，並指出「偏向先讓通脹持續回升」，進一步降低明年初減息預期，打壓美元走勢。

體疲弱，但目前已經止住跌勢，還將維持區間震盪，後市仍有機會挑戰2.0%一綫。

金價預期難破9月高位

金價之所以能在6到8月有強勁表現，主要是對央行減息的預期。不過在美聯儲真的連續減息後，暫停了腳步。金價自從1,550美元的高位回落，重心下移，但不至於破壞上行趨勢。從11月初重心下移後，金價就保持在1,450至1,500美元區間上落，雖然在美聯儲公佈決定之

後，短期不會有加息，給金價帶來支持，很快升穿5、10和20日線，連續上漲3日。

只是明年市場局勢仍未可知，光是已知的風險包括貿易戰和美國大選就足夠令市場更波動，貨幣政策雖然傾向寬鬆，但還是要繼續保持觀望。目前金價未有足夠的動能做出突破，短線或繼續區間上落，年內難突破9月高位，明年進一步上漲的概率大。(筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益)

企業重現低谷之勢 內地勢推更多刺激需求政策

艾西亞 法國外貿銀行首席亞太區經濟學家

法國外貿銀行中國企業監測針對中國3,000家資產規模最大的上市企業2014-2019上半年的財務健康情況進行分析，覆蓋多達14個行業，並與3,000家全球同業企業對比。財務健康指標包括債務動態、收入創造及資本回報率，並涵蓋資本支出，對比分析不同行業、股權結構和規模的企業表現差異。

中國面臨經濟持續下行，刺激措施未有顯著成效。加上日益降低的生產者價格，這些因素都正在對中國企業造成傷害。外

部環境惡化無疑更是雪上加霜。意在推動經濟復甦的財政和貨幣政策似乎也收效甚微。企業的生存環境日益嚴峻，收入增長放緩加上槓桿率升高，進一步損害了其償債能力。債務狀況與2018年相比略有改善，但相較過去仍然相去甚遠；儘管2018年資本管理方面顯著改善，但今年資本管理情況惡化，導致收益也持續下降。

另一個令人擔憂的發展趨勢是新興產業財務健康惡化迅速。具體而言，與城

市發展和中產階級崛起相關的行業具有相對良好的財務健康狀況，而與綠色和技術相關的行業在中國仍面臨挑戰。

投資機會依然存在

總體而言，即使與全球同業相比，公用事業也是表現最好的行業。相比之下，信息通訊技術和半導體行業仍然薄弱，與全球同業相比更是如此。可再生能源與中國其他行業相比表現不佳，但與全球同業相比卻表現出色。

市場情緒和表現尚未反映企業情況，即使財務健康情況最佳的公用事業，在市場情緒和市場表現上也顯疲軟。換言之，投資機會依然存在。總體而言，中國企業的前景似乎一片黯淡。投資周期停滯，尤其是中小企業和民企。新興產業與從前相比財務健康程度下降，因此目前的狀態更傾向於舊經濟向新經濟的過渡反應，而非新興產業將企業健康推向更安全的水平。政府勢必會推出更多刺激需求的政策來支持企業。

2020展望：相對安全資產 股市較具吸引力

Johanna Kyrklund 施羅德環球多元化資產投資主管

今年初，我們的分析顯示世界經濟周期正在進入「放緩」的階段。一般情況下，這是對風險資產（特別是股市）的一個危險訊號，但我們認為本輪周期有所不同。

經濟周期的後期通常對股市不利，因為企業會在同一時期面臨生產成本（即材料及勞動力）及借貸成本上升的問題。央行通常需要維持高利率去抵消通脹上升的影響。與此同時，失業率下降會導致勞動力成本（工

資）上升，經濟增強亦意味着原材料的需求將會增加。這種環境通常會拖累公司股價的表現。

然而，這次的情況比較不同。在通脹雖然缺乏的環境下，央行得以更迅速地通過減息來支持經濟增長。雖然企業盈利普遍令人失望，但這已為股市帶來利好因素。儘管如此，部分板塊的成本仍有所上升。

展望2020年，我們認為股市相對安全資產

(如政府債券) 仍然較具吸引力，但進一步的升幅則需要依靠盈利增長提供支持。

股市料錄單位數升幅

美國企業的估值現時處於較高水平，然而利潤率或會因成本上升而受到蠶食，反映市場對美國企業盈利的預期有可能過分樂觀。儘管如此，世界其他地區的盈利仍有望超出預期，因此我們預期股市將取得高單位數的回報。

例如，在製造業調查數據出現改善後，我們對新興市場的觀點已變得較為樂觀。我們預期新一年全球經濟增長及10年期美國國債利率均會遠低於3%。

各央行（特別是聯儲局）提供的流動性已使經濟衰退風險降低，但商業銀行的借貸仍維持低迷。我們認為這方面需要出現更多回升跡象才能夠帶來持久的經濟復甦。

政府債有望跑贏大市

事實上，相對於通脹升溫的憂慮，我們更擔憂經濟增長令人失望的風險。因此，我們仍認為政府債券有望為多元化資產投資者帶

來更具吸引力的對沖。經濟放緩通常對企業利潤及股票回報不利，而政府債券的表現通常會在這種時期跑贏大市。

因為美國政府債券的利率率為正數，我們認為它將較其他國家的債券優勝。例如，10年期美國國債利率率目前為1.78%，而10年期德國國債的利率率為-0.35%。美國國債對經濟風險的敏感度亦較高；意味着美國國債通常可以在經濟放緩時跑贏其他債券。

我們認為債券利率率將持續受壓的另一個原因是退休基金持續降低風險。這意味着退休基金正在減少風險資產（如股票）的持倉，並增持其他能夠提供較穩定收益的資產（如債券）。這方面的債券需求足以阻止債券利率率大幅上升。這亦有助收窄企業債券與政府債券之間的息差（收益差距）。

政治風險仍然存在

在增長稀缺及分佈不均的世代，我們認為政治風險仍會是市場環境的主要特點。由於貿易摩擦再度加劇有可能導致全球經濟增長跌穿2%，因此會是最大的風險。

難有大規模財政寬鬆

雖然美國政府的左傾立場對我們的經濟增長預測影響較為輕微，但對美國企業盈利前景的影響較大。

財政政策（政府對稅項及開支措施的運用）是投資者近期的熱門話題。我們預期英國有可能會放寬財政政策，但美國的財政刺激正在消退，而德國政府似乎缺乏推出大規模財政寬鬆措施的意願。整體而言，我們認為全球各國在2020年大幅放寬財政政策的機會較低。

總結而言，由於全球經濟缺乏較為顯著的復甦勢頭，我們不會對投資作出重大調整。現金利率低企抑制經濟及金融波動性，並促使我們繼續進行投資。我們將繼續審慎地把握由流動性環境帶來的機會，並盡力避免承擔過多的經濟風險。

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。



在通脹顯然缺乏的環境下，央行得以更迅速地通過減息來支持經濟增長，有利股市明年表現。美聯社