

下半年投資市場展望

香港股票分析師協會主席
君陽金融控股有限公司副主席
鄧聲興博士

May 24, 2016

影響港股兩大因素

▶ 美國貨幣政策

- ▶ 加息步伐
- ▶ 美匯走勢

▶ 中國經濟前景

- ▶ 人民幣走勢
- ▶ 寬鬆貨幣政策

美國加息步伐料趨溫和

- ▶ 美國聯儲局在2015年12月宣布加息0.25厘，聯邦基金利率加至0.25至0.5厘，是近10年來首次加息
- ▶ 美國以外環球經濟體，包括歐洲、日本及中國均實施寬鬆貨幣政策，預料美國加息步伐將溫和，以避免美元強勢影響出口市場
- ▶ 聯儲局於3月份議息後維持利率不變，將今年加息預期由4次改為2次；並將今年經濟增長預測由2.4%降至2.2%
- ▶ 預計全年或加息1至2次，每次0.25厘，全年加息在0.5厘或以下

美匯指數走勢



資料來源: 彭博

- ▶ 隨著6月至7月加息預期升溫，美匯指數近日有所回升，至96水平

美國十年期國債孳息率



資料來源: 彭博

- ▶ 具指標性的美國十年期國債孳息率，現時處於1.85厘水平左右

中國經濟前景

中國2015年經濟數據	目標	實際
GDP增速	7%左右	6.9%
CPI增速	3%	1.4%
進出口增長率	6%	-7%
固定資產投資增長率	15%	10%
社會消費品零售總額增長	13%	10.7%
全國規模以上工業增加值	8%	6.1%
廣義貨幣M2增長率	12%	13.3%

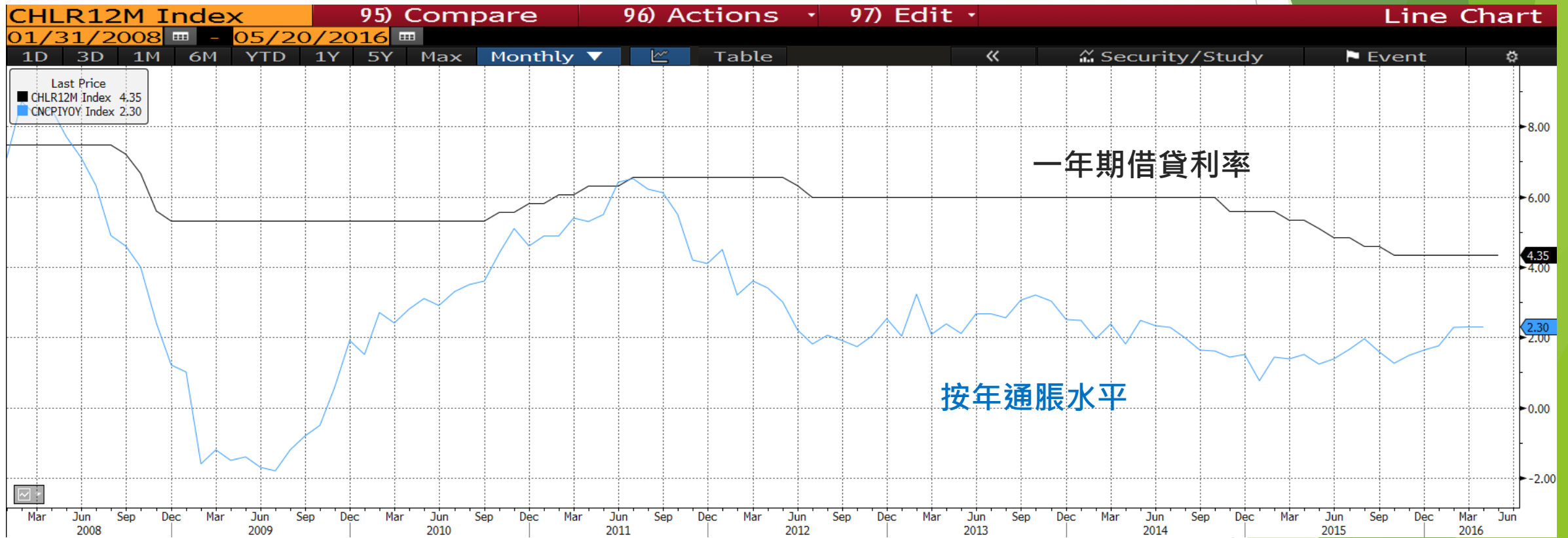
- 內地經濟持續下行，去年GDP增速破七，為25年以來最低
- 多項經濟數據不達標，其中進出口疲弱，按年錄得7%跌幅
- 反映環球經濟前景負面，以及內地經濟轉型期陣痛持續

中國寬鬆貨幣政策

► 中國持續貨幣寬鬆政策

- 在2015年全年減息5次，累計減息1.25厘
 - 去年亦5度降準，當中包括一次定向降準，累計降準250點子，現時內地存款準備金率為17.5%
 - 於3月1日，人行降低存款準備金率0.5個百分點，由17.5%降至17%，為4個多月以來再度降準，預計釋放6000億至7000億流動性
-
- 非常規放水措施：
 - SLO(短期流動性調節工具)
 - MLF(中期借貸便利)
 - 國庫現金定存
 - 逆回購公開市場操作

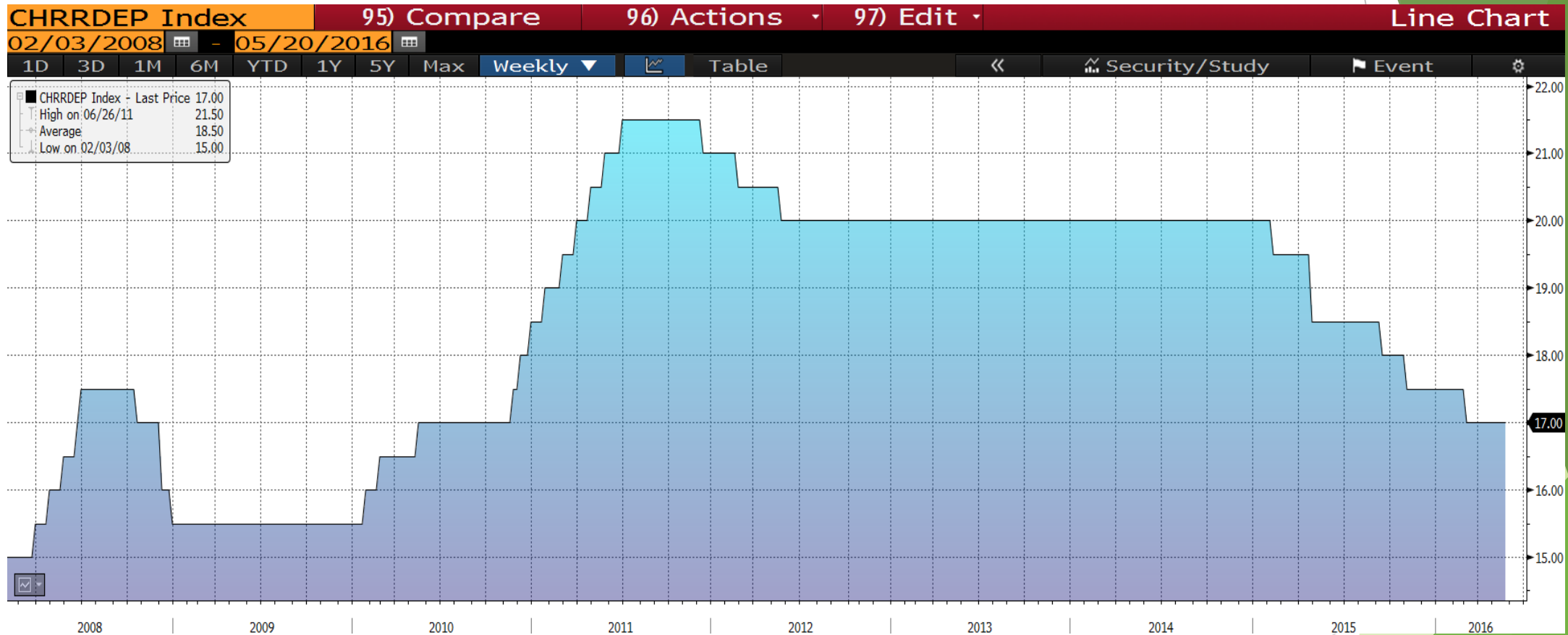
中國息率走勢



資料來源: 彭博

- 去年內地多次減息，通脹近期略為回升，兩者差距收窄

中國存款準備金率



資料來源: 彭博

- ▶ 內地大型銀行存款準備金率為17.5%，較2009年時15.5%仍有空間下調

人民幣走勢



資料來源: 彭博

- 2016年初人民幣匯價急跌，市場憂慮中國經濟前景，加上沽空活動，令人民幣匯價急跌，加上內地經濟增長放緩，在岸人民幣匯價持續於低位徘徊，近期報**6.55**左右

2016年全國兩會會議內容 - 經濟目標

2016年經濟目標：	
GDP增長	6.5%-7%
CPI增速	3%左右
全社會固定資產投資增速	10.5%
社會消費品零售總額增速	11%
廣義貨幣(M2)增速	13%
財政赤字	2.18萬億人民幣
赤字率	3%
年末城鎮登記失業率	4.5%
城鎮新增就業人口	1000萬人

➤ 2016年政府工作報告提出今年經濟目標，大部分指標較去年下跌

2016年全國兩會會議內容 - 經濟目標

▶ GDP增長目標首次定為區間

- ▶ 考慮到全面建成小康社會的目標，以及推出結構性改革需要
- ▶ 擴大可接受的經濟增速彈性範圍

▶ 通脹目標3%左右

- ▶ 目標與去年目標相若，預期物價水平基本穩定
- ▶ 為改善通縮預期，將價格總水平預期目標適當定高一些

▶ M2增長目標13%，較去年目標高1個百分點

- ▶ 反映貨幣政策為穩增長創造理想環境

▶ 進出口回穩向好

- ▶ 沒有就進出口提出具體目標數字，只提出「進出口回穩向好」
- ▶ 反映環球經濟疲弱，外貿前景或持續呈下滑勢頭

中國近期經濟數據

- ▶ 首季度中國經濟數據不俗，惟踏入4月份經濟有下滑跡象，亦較市場預期遜色
 - ▶ 4月份規模以上工業增加值同比增6%，低於前值6.8%以及預期6.5%
 - ▶ 4月份社會消費品零售總額增10.1%，低於前值10.5%以及預期10.6%
 - ▶ 4月份M2貨幣增長12.8%，低於前值13.4%以及預期13.5%
 - ▶ 4月份新增貸款大幅回落，其中新增貸款按月下跌59.4%至5556億人民幣，按年下跌21.5%
- ▶ 「權威人士」表示經濟將呈L型走勢，國務院總理李克強其後再提出S型經濟，反映中央政府不希望以高槓桿支撐經濟增長，並支持產業升級突破
- ▶ 預計仍會有適當的經濟刺激措施，但不會密集出台

中國十三五規劃

- ▶ 由2016年至2020年，內地將進入第13個5年計劃
- ▶ 目標：
 - ▶ 到2020年全面建成小康社會
 - ▶ 到2020年國內生產總值和城鄉居民人均收入比2010年翻一番
- ▶ 內容綱要：
 - ▶ 創新 - 升級舊產業與研發新產業(大眾創業，萬眾創新)
 - ▶ 協調 - 透過統籌資源縮小城鄉差異
 - ▶ 綠色 - 發展生態文明建設和環保式生產
 - ▶ 開放 - 引進之外也要走出去並參與國際規則制定權
 - ▶ 共享 - 經濟成果應全民共享縮小差距

中國近3次五年規劃比較

	主要精神	主要經濟指標	特別項目
十一五規劃 (2006至 2010年)	首度由計劃改為規劃， 更重視社會公平	年均GDP增7.5%	推進經濟成長方式轉變、 調整優化產業結構、促進 區域協調發展、解決三農 問題等六大重點
十二五規劃 (2011至 2015年)	規劃中心為「調結構」， 以「擴大內需」及「七 大新興產業」作為調結 構主軸	年均GDP增7%	七大新興產業為規劃重點， 包括節能環保等
十三五規劃 (2016至 2020年)	圍繞「全面建成小康社 會」目標制定，貫徹 「創新、協調、綠色、 開放、共享」理念	- 經濟保持中高速增長 - 全面建成小康社會 - 農村貧困人口實現脫 貧	- 全面實施二孩政策 - 實施網絡強國戰略、 「互聯網+」行動計劃

➤ 十三五規劃重點為提升經濟增長質素，發展高增值行業

供給側改革

► 定義及目標：

- 供給側(Supply side)相對需求側(Demand side)而言，涉及勞動力、土地、資本、創新等生產要素
- 供給側改革是指從供給、生產端入手，調整經濟結構，使供給側各要素實現最優配置，以促進經濟增長

► 中央重點指出要加強「供給側結構性改革」

- 國家主席習近平於去年11月在中央財經領導小組第11次會議上首次提出，要加強供給側結構性改革
- 其後在中共中央經濟工作會議提出「在適度擴大總需求的同時，著力加強供給側結構性改革，實施相互配合的**五大政策**支柱」

供給側改革



- 所謂「供給側結構性改革」，包括去產能、去庫存、去杠桿、降成本、補短板等五大任務

2016年內地經濟五大任務

中央經濟工作會議提出「供給側結構性改革」，包括五大任務：

- ▶ **1. 去產能：**
- ▶ 妥善處理保持社會穩定和推進結構性改革的關係，盡可能多兼併重組、少破產清算，做好職工安置工作，同時要求嚴格控制增量防止新的產能過剩。
- ▶ 金融海嘯後，中國於2009年推出4萬億基建刺激經濟，惟大量投資令產能大增，導致產能過剩
- ▶ 產能過剩帶來的問題：企業盈利能力下跌，造就大批「殭屍企業」，佔用社會資源，構成社會資源錯配，其債務亦帶來信貸風險
- ▶ 多個產能過剩行業包括：鋼鐵、煤炭、平板玻璃、水泥、電解鋁、船舶、石化、光伏及風電

2016年內地經濟五大任務

- ▶ **1. 去產能：**
- ▶ 去產能以限產減產為主，並配合法律進行
- ▶ 據悉工信部等部門亦正制定相關意見，讓所有落後產能淘汰依據法律進行，設置了環保、能耗、質量、安全、技術等紅線，一旦有一項不達標的相關產能必須退出。
- ▶ **行業具體去產能目標**逐漸出台：
 - ▶ 今明兩年壓減央企10%左右的鋼鐵及煤炭產能
 - ▶ 鋼鐵行業：5年內壓減粗鋼產能1億至1.5億噸
 - ▶ 煤炭行業：3至5年退出產能5億噸左右、減量重組5億噸左右
- ▶ 設立**1000億人民幣**規模工業企業結構調整專項獎補資金
- ▶ 政策料為行業帶來汰弱留強及併購潮，對行業**龍頭股較有利**

2016年內地經濟五大任務

▶ 2.去庫存：

- ▶ 通過加快農民工市民化，擴大有效需求，打通供需通道，消化庫存，穩定房地產市場。把公租房擴大到非戶籍人口、鼓勵發展以住房租賃為主營業務的專業化企業、鼓勵房地產開發企業降價、取消過時的限制性措施等方法。
- ▶ 政策主要**針對樓市庫存問題**
- ▶ 過往內地經濟增長依賴固定資產投資，內地房地產市場急速發展，部分三四線城市新建住宅未能配合周邊配套及人口政策，導致有不少房屋被閒置
- ▶ **樓市兩極化：**
- ▶ 一、二線樓市火熱，需求旺盛；三、四線城市庫存情況仍然嚴峻
- ▶ 政策主要針對三、四線城市庫存問題

2016年內地經濟五大任務

▶ 2.去庫存：

▶ 已出台政策：

- ▶ 降低非限購城市首付比例：首套房由由25%調低至20%；二套房由40%降至30%
- ▶ 多地採用放寬公積金使用限制、鬆綁限購限外、放寬首套房和首改房的認定標準等措施

▶ 未來政策方向：

1. 降低首套房及二、三套房首付比例
 2. 容許農民工獲得城市購房所需的居住證
 3. 降低抵押貸款成本，例如擴大住房公積金貸款發放規模
 4. 地方政府採購小戶型住房，將之轉換為保障房
 5. 引入房貸利息抵稅安排，降低住宅買賣成本
- ▶ 去庫存過程或為內房企業帶來減價壓力，或會影響內房企業盈利能力
 - ▶ 二、三線內房銷售有機會改善

2016年內地經濟五大任務

▶ 3.去槓桿：

- ▶ 對信用違約要依法處置。要有效化解地方政府債務風險。要加強全方位監管，規範各類融資行為，抓緊開展金融風險專項整治，堅決遏制非法集資蔓延勢頭，加強風險監測預警，妥善處理風險案件，堅決守住不發生系統性和區域性風險的底線。
- ▶ 中央政府工作報告提出「控增量、壓存量」等措施化降債務危機
- ▶ **企業層面**：資源、能源、基建、內房等行業面對債務問題較大，以減息、債轉股、發展直接融資等方式減輕債務壓力
- ▶ **股市**：打壓場外配資，防止兩融升溫
- ▶ **樓市**：一線樓市嚴控中介公司、首付貸等場外配資方式

2016年內地經濟五大任務

- ▶ **4.降成本：**
- ▶ 開展降低實體經濟企業成本行動，打出“組合拳”。這其中，要降低制度性交易成本、企業稅費負擔、社會保險費、企業財務成本、電力價格以及物流成本
- ▶ 國統局數據顯示，2015年全國規模以上工業企業主營業務利潤計僅為5.76%，反映企業成本高昂，經營困難
- ▶ 降成本辦法包括：
 - ▶ **寬鬆貨幣政策**：包括減息、降準、公開市場操作等，增加市場流動性，減輕企業融資成本
 - ▶ **稅改**：透過推出「營改增」試點，營業稅改徵增值稅，以避免雙重徵稅
 - ▶ **簡政放權**：國務院下放項目審批權，減省企業行政費用
 - ▶ **技術提升**：透過鼓勵創新，提升自動化工序，加強生產效益及減省人力成本

2016年內地經濟五大任務

- ▶ **5.補短板：**
- ▶ 培育發展新產業，加快技術、產品、業態等創新。要補齊軟硬基礎設施短板，提高投資有效性和精準性，推動形成市場化、可持續的投入機制和運營機制。要加大投資於人的力度，使勞動者更好適應變化了的市場環境。
- ▶ 針對當前供需失衡情況，補足供應短板，進行產業升級，從量和質兩個方面增加有效供給
- ▶ 從數方面推動補短板政策：
 - ▶ **補齊民生保障短板**：打好脫貧攻堅戰，提高扶貧質量
 - ▶ **補齊產業發展短板**：政策上支持企業技術改造和設備更新，市場方面則要讓更多資金活水流向實體經濟，切實提升企業自身發展和創新能力
 - ▶ **補齊基礎設施短板**：讓投資更有效、更精準，投入機制和運營機制要市場化、可持續，形成良性循環
 - ▶ **補齊人力資本短板**：適應經濟發展新常態的要求，從過度依賴消耗自然資源轉向更多依靠人力資源，全面提高勞動生產率
 - ▶ **補齊三農短板**：通過資金和政策傾斜，加大對農業現代化基礎建設、農業綜合生產能力

一帶一路政策

- ▶ 一帶：絲綢之路經濟帶
- ▶ 一路：21世紀海上絲綢之路
- ▶ 國家主席習近平於2013年9月提出一帶一路的跨國經濟合作概念，涉及範圍廣泛，包括基礎建設及投資、人文交流等
- ▶ 內地發布一帶一路領導班子，由國務院副總理張高麗擔任小組組長

一帶一路路線

▶ 絲綢之路經濟帶

- ▶ 1. 經中亞、俄羅斯到達歐洲
- ▶ 2. 經中亞、西亞到達波斯灣和地中海
- ▶ 3. 中國到東南亞、南亞、印度洋

▶ 21世紀海上絲綢之路

- ▶ 1. 從中國沿海港口過南海到印度洋，延伸至歐洲
- ▶ 2. 從中國沿海港口過南海到南太平洋

- ▶ 一帶一路路線覆蓋範圍橫跨亞非歐，沿線**65個國家**的總人口約44億，**經濟總量達21萬億美元**，分別佔全世界的63%和29%。

一帶一路概念圖



資料來源：網上圖片

一帶一路有助解決中國政經問題

- ▶ 1. 解決中國產能過剩問題
 - ▶ 通過一帶一路開闢新的出口市場
 - ▶ 為新興市場及發展中國家提供基礎設施建設
- ▶ 2. 解決中國獲取資源問題
 - ▶ 中國的油氣資源、礦產資源對國外的依存度仍較高
 - ▶ 一帶一路有利新增陸路資源進入通道
- ▶ 3. 協助中國的戰略縱深開拓和國家安全的強化
- ▶ 4. 發展區域經濟的貿易主導權

一帶一路的資金缺口

- ▶ 根據亞洲開發銀行的估算，2010年至2020年的10年間，亞洲國家與地區要想維持現有經濟增長水準，內部基礎設施的投資至少需要8兆美元，**平均每年需投資8000億美元**。
- ▶ 8兆美元中，68%用於新增基礎設施的投資，32%是維護或維修現有基礎設施的所需資金。
- ▶ 現時以「**兩行一金**」為首為一帶一路解決融資需求
- ▶ 「兩行一金」：
 - ▶ 1. 亞洲基礎設施投資銀行(亞投行)
 - ▶ 2. 金磚組織開發銀行
 - ▶ 3. 絲路基金

亞投行概覽

- ▶ 創立時間：2014年10月24日籌建，2015年6月29日簽署協定
- ▶ 性質：區域性政府間國際金融機構
- ▶ 服務地區：亞洲
- ▶ 總部：中華人民共和國北京市
- ▶ 成員國：57個 (包括域內國家37個、域外國家20個，其中東協十國全數加入、歐盟28個成員國中帶14個加入)
- ▶ 預算：1000億美元



Photo credit: Reuters

金磚組織開發銀行概覽

- ▶ 創立時間：2014年7月15日簽署協定
- ▶ 性質：國際組織
- ▶ 總部：中華人民共和國上海市
- ▶ 目標：簡化金磚國家結算與貸款業務，方便成員國資金流動與貿易往來
- ▶ 成員國：金磚五國 (包括巴西、俄羅斯、印度、中國及南非)
- ▶ 預算：1000億美元，出資由成員均攤



圖片來源：新華網

絲路基金

- ▶ 創立時間：2014年12月29日
- ▶ 創建地點：北京
- ▶ 性質：中長期開發投資基金
- ▶ 發起人：由中國人民幣銀行牽頭成立，由外匯儲備、中國投資有限公司、中國進出口銀行、國家開發銀行出資
- ▶ 目標：向「一帶一路」沿線國家的基建、開發、產業合作等項目提供融資
- ▶ 預算：首期規模為100億美元，其中外匯儲備出資65億美元、中國投資有限公司、中國進出口銀行、國家開發銀行分別出資15億、15億及5億美元

一帶一路項目進展

- ▶ 自2013年宣布「一帶一路」倡議以來，中國已與沿線國家簽署了逾**2,500億美元**的各種基建項目
- ▶ 中國商務部表示，2015年首9個月，中國企業對「一帶一路」沿線的48個國家的直接投資共120.3億美元，按年增長66.2%
- ▶ 投資主要流向新加坡、哈薩克、老撾、印尼、俄羅斯和泰國等
- ▶ 2015年首9個月，中國企業在「一帶一路」沿線的57個國家新承攬對外承包工程項目3059個，新簽合同額591億美元，佔中國對外承包工程新簽合同額42.9%，按年增長24.9%。
- ▶ 預測顯示，「一帶一路」倡議可望在未來十年令國家和沿線國家的年貿易額突破**2.5萬億美元**。

香港在一帶一路政策的角色

- ▶ 香港作為中國內地與世界各國之間的「超級聯繫人」
- ▶ 香港位於全球最繁忙的國際航路，港口經濟發達，是國家開放格局中的重要門戶
 - ▶ 陸路方面，香港背靠廣東，通過現代化的互聯互通，可便捷、高效、低成本地聯繫內地，是連接海陸、溝通中外的重要節點。
 - ▶ 航空方面，香港有全球最繁忙的國際機場，客貨運量均位居全球前列，毗連的珠三角地區既是中國經濟三大增長極之一，也是體制機制改革和創新發展的高地。
- ▶ 香港既緊鄰深圳創新創業中心，也能與廣東自貿區、前海深港合作區、福建21世紀海上絲綢之路核心區等形成「共振」效應。

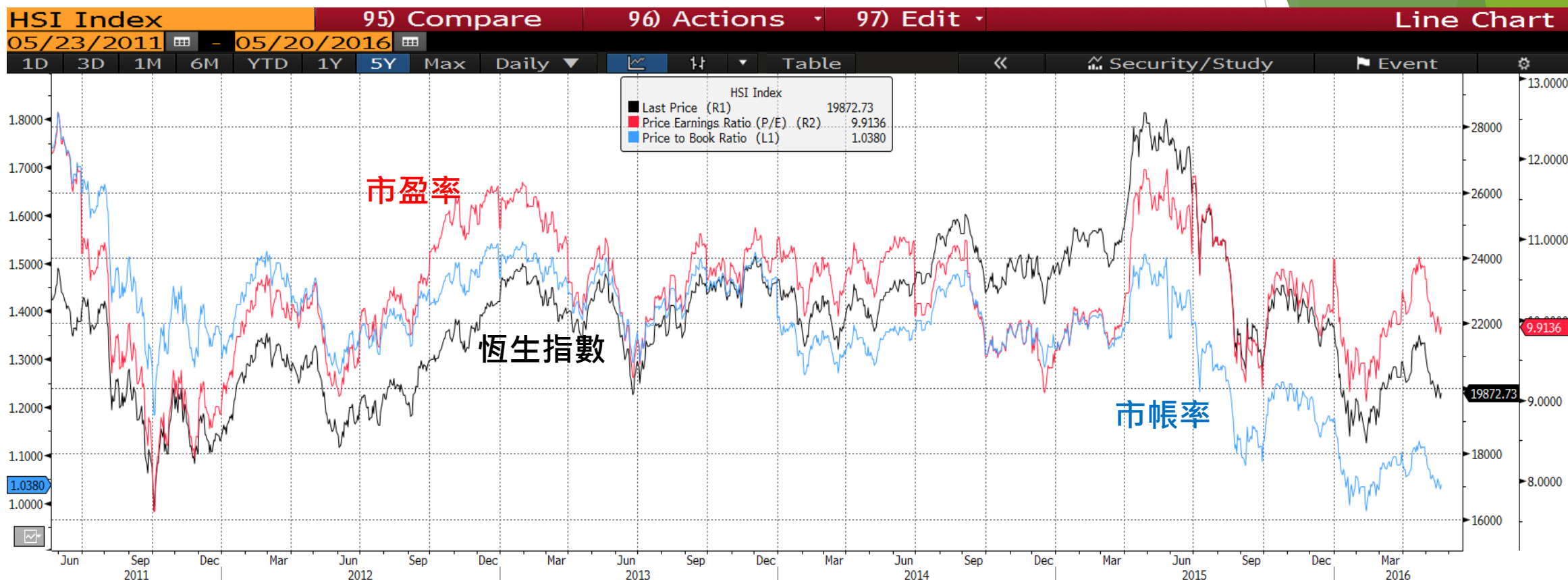
香港在一帶一路政策的角色

- ▶ 全國人大常委會委員長張德江5月18日出席香港「一帶一路高峰論壇」，指中央政府將支持香港在**四方面**發揮積極作用，包括：
 - ▶ 主動對接「一帶一路」，打造綜合服務平台
 - ▶ 瞄準資金融通，推動人民幣國際化和「一帶一路」投融資平台建設
 - ▶ 聚焦人文交流，促進「一帶一路」沿線民心相通
 - ▶ 深化與內地合作，共同開闢「一帶一路」市場

香港在一帶一路政策的角色

- ▶ 香港作為**國際金融中心**多元化服務優勢，配合「兩行一金」，可把握「一帶一路」的戰略機遇，扮演以下角色：
 - ▶ 基建融資的平台，包括銀團貸款、項目貸款、發行基建債券以及基金等
 - ▶ 中資企業國際化發展的跳板：通過股權、債權相結合，直接融資、間接融資相結合等方式，為“走出去”企業提供全方位融資安排
 - ▶ 離岸人民幣資金和產品的提供基地
 - ▶ 貿易物流的連通樞紐
 - ▶ 專業人才服務的聚集地

恆指走勢預測



資料來源: 彭博

- ▶ 預測恆指今年為大型上落市格局，主要於18000至23000區間上落
- ▶ 現時港股估值為歷史低位，市盈率只有9.9倍，市帳率只有1倍左右，均是近年歷史低位

免責聲明

- 本簡報所載資料只供參考之用，並不構成任何買賣證券的邀約或建議。閣下應自行尋求有關稅務之專業意見，包括但不限於進行海外投資時可能涉及之遺產稅及紅利預扣稅等稅務責任。投資並非銀行存款，並不構成君陽證券有限公司(“君陽”)或其附屬機構或聯營公司、任何當地政府或保險機構的責任、保證或承保。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值，投資產品之過往表現未必可作為其日後表現的指引。雖然當中資料乃取自及根據君陽認為可靠之來源，但本行並不保證其準確性，而資料亦可能是不完整或經簡撮。所有意見、預測及估計乃作者於報告日前之判斷，任何修改將不作通知。同樣，金融工具的價格及可能性若作出修改，亦不作通知。投資者不應只單獨基於本簡報而作出任何投資決定，任何人士於作出投資前，應尋求獨立諮詢，考慮有關投資是否適合閣下，並應詳細閱讀有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明。此證券投資服務不適用於美國人士，亦可能只限在某些司法管轄區提供。