

中原

金融集團

中原集團成員 Member of Centaline Group

二〇一八年 第四季
十月號



貿易戰陰霾下 國內債務難減

施生專訪

施永青：
市場資金充裕但投資者態度審慎

專題探討

貿易戰陰霾下 中國負債難減



Content 目錄

編輯：市場推廣部 黃凱盈 | 張嘉慧

集團活動

- 02 《投資自己揀》系列講座：
債券基金及大灣區置業投資分享

休閒生活

- 13 秋冬養生水果：
適時養生進補 效果更勝人蔘

投投是道

- 05 施生專訪：
市場資金充裕但投資者態度審慎
- 07 專題探討：
貿易戰陰霾下 中國負債難減



理財策劃 · 資產管理 · 證券交易 · 個人保險策劃 · 強積金計劃

九龍尖沙咀彌敦道 132 號美麗華廣場 A 座 10 樓 1003-04 室
Units 1003-04, Mira Place Tower A, 132 Nathan Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon

客戶服務熱線：(852) 2501 0888 電話：(852) 3966 6666 傳真：(852) 2374 3330 網址：www.centawealth.com

聲明：

本刊物的數據及資料，是根據可靠來源編製，但本公司(中原金融集團有限公司及其以下子公司)對所提供之數據及資料的準確性及完整性則無需負上任何責任。所有提供的資料及分析源自歷來的數據，閣下不應將之視作選擇投資的全部根據。本刊物僅供參考用途，本公司對任何人士因直接或間接使用此等資料及內容所引起的可能損失或損害並不承擔任何責任。投資者應注意，投資涉及風險，基金單位價格及其收益可升可跌，過往業績並不代表將來業績之保證。投資者作出投資決定前，應參閱有關基金銷售文件，或與理財顧問查詢有關詳情。

• 中原資產管理有限公司 • 中原理財(國際)有限公司 • 中原理財有限公司 • 中原證券有限公司

《投資自己揀》系列講座： 債券基金及大灣區置業 投資分享

由 中原證券跟東亞聯投資管理有限公司攜手合辦，《投資自己揀》系列講座已於2018年9月22日，在九龍尖沙咀東部麼地道70號海景嘉福洲際酒店一樓瀚林廳舉行及圓滿結束。

當日演講嘉賓陣容鼎盛，十分高興邀請到中原地產亞太區主席兼行政總裁黃偉雄先生、東亞聯豐投資分銷業務主管伍慧敏小姐及中原證券執行董事梁鈞宇先生。他們分別跟現場觀眾介紹了粵港澳大灣區房地產的投資機遇、以用家身分享挑選合適債券基金投資的心得心法、貿易戰如何打擊中國中長期經濟發展以及中港股市的分析。最後，在發問環節中，現場觀眾反應熱烈，三位嘉賓跟現場觀眾交流，分別就觀眾們的問題提供了專業的建議。



風雨過後
總有晴天

中原承諾

守護獅子山下每一個家

家居支援及賠償服務熱線
(852) 2106-3301

投保「國際定期壽險」 最高可獲豁免 兩個月保費

推廣期由2018
年10月1日至
12月31日。

如欲了解更多詳情
，請與您的業務拓
展經理聯繫。



見微 知您



ZURICH®

蘇黎世

*優惠須受條款及細則約束。

蘇黎世國際人壽保險是蘇黎世國際人壽保險有限公司的商業名稱。蘇黎世國際人壽保險有限公司為人島 Financial Services Authority所認可，提供人壽保險、投資及保障產品。於人島的註冊號碼為20126C。註冊辦事處：Zurich House, Isle of Man Business Park, Douglas, Isle of Man, IM2 2QZ, British Isles

電話：+44 1624 662266 傳真：+44 1624 662038

香港辦事處：香港港島東華蘭路18號港島東中心25-26樓 電話：+852 3405 7150 傳真：+852 3405 7268 網址：www.zurich.com.hk

施：施永青 | 梁：梁鈞宇 | 鄺：鄺敏業 | 羅：羅燕玲

施生專訪：

市場資金充裕 但投資者態度審慎



羅：「土地大辯論」進入尾聲，施生你認為政府最終會接納和採取那些方案以增加土地供應，新方案將對樓市有甚麼影響？

施：政府提出的方案政府本身均想全部接納及實行，但不同方案招致不同既得利益者的反對。社會現時民粹及仇富心態高漲，政府現時的政策是遷就部份人偏激的情緒。

現時各政策我個人不太清楚那些會確定實行，那些不會。但有一些政策如針對「貨櫃碼頭」的方案卻是不可行的，另「分割市場」現在是可行與進行中的政策。其他方案過多，由於時間關係就不多評論。

鄺：施生認為目前香港經濟面臨最大的挑戰是甚麼？

施：香港走專業服務及金融服務的路是正確的，因為該等服務業均屬高增值，是香港作為大都會賴以生存而不可或缺的行業。其他行業如高科技、互聯網等行業香港則沒有明顯優勢。

但社會對是否向此路進發產生分歧。金融業在本地年輕人心目中地位不高及被妖魔化，年青一代對未來香港發展方向並不是很清晰。另外，我認為年青人過份注重「財富再分配」多於「生產財富」，是一種保護主義，但觀乎全球大部份發達及發展快速的國家及城市，皆為移民國家或移民城市，所以保護主義並不可取。香港過往的優勢在於城市演變能力強，但我擔心未來這方面的能力會被削弱，年輕一代的競爭力令人感到擔憂。

羅：目前中國總負債佔GDP已達265.85%，而且比率持續增長，施生你認為內地會否在未來3至5年出現大規模的違約？

施：高負債是現時各國面臨的普遍問題。作為一個半計劃的經濟體，中國政府對經濟活動的參與度，亦高於西方政府，因此我認為中國負債的比率是正常的。

但負債高並不一定有問題，這可以是進取的表現，「投資是否有投錯？」才是重點所在。過去寬鬆的貨幣政策導致資金成本過低令投資者容易做錯投資決定，我認為現時內地容易「投錯」的行業是：

- ① **房地產：**特別是三、四線城市的住宅，供應多於實際需求。建設初步會帶動市政府及連帶產業如建造、建材業等收入上升，但之後因需求薄弱缺乏成交及租盤，資金被困死，若情況持續，政府被迫要繼續寬鬆。

② **互聯網經濟**：例如共享單車及大數據相關產業，期望過高下，大眾創業風氣過盛，使項目質素良莠不齊，「投錯」的風險極高，容易產生危機。

羅：新興市場貨幣今年表現動盪，施生你認為其所產生的風險，會否有傳染性？

施：會。新興貨幣幣值下跌，主因在於美元強勢，強美元會對新興市場的經濟造成打擊。過往美元流入新興市場，造成過度投資，現時美元回流引起新興市場利率上升，對新興市場構成壓力。

鄭：美國聯儲局多個行長均擔憂孳息率曲線將持續扁平，甚至預期2019年可能會倒掛，觸發經濟危機，施生有何看法？

施：如果10年債息無法上升，我預期經濟增長有限。利率高低除取決於資金多寡外，另一關鍵因素是經濟前景。以歐美國家現時情況而言，利率上限一般是2.50至3.00%，因為如一個國家利率高於自身經濟增長，將令營商環境變得無利可圖。除此之外，通脹亦會左右利率，因為央行加息其一原因是為了壓抑通脹，如通脹壓力不大，央行將沒有誘因加息。今次加息目的是為了實行「利率正常化」，為未來調節經濟預留空間。

現時債券市場上，優質債券即使回報低卻仍然渴市，顯然資金是充裕的。但資金並非投資於高回報的股票市場，而是選擇低息的債市，正正反映投資者對未來經濟態度並不樂觀。

鄭：美國已進入加息周期，施生對投資美元資產取態如何？會否減持黃金資產？

施：黃金價格下跌，令其佔我投資組合的比例下降，為維持相同比例，我應該會增持。同一道理下，股票亦然。現時物業比例因價格上升而增加，或會作一些調整。因為黃金在組合內可發揮避險，故即使美元偏強，黃金仍有其功能。早前因有新的資金，組合亦有增持黃金及股票，股票包括美股、美國交易所基金等。

梁：施生今季投資比例有否調整？

施：今季投資組合比例不變，跟上季相同如下：

- ▶ 物業 35%
- ▶ 股票 35%
- ▶ 債券與現金 15%
- ▶ 黃金 15%



專題探討：

貿易戰陰霾下 中國負債難減

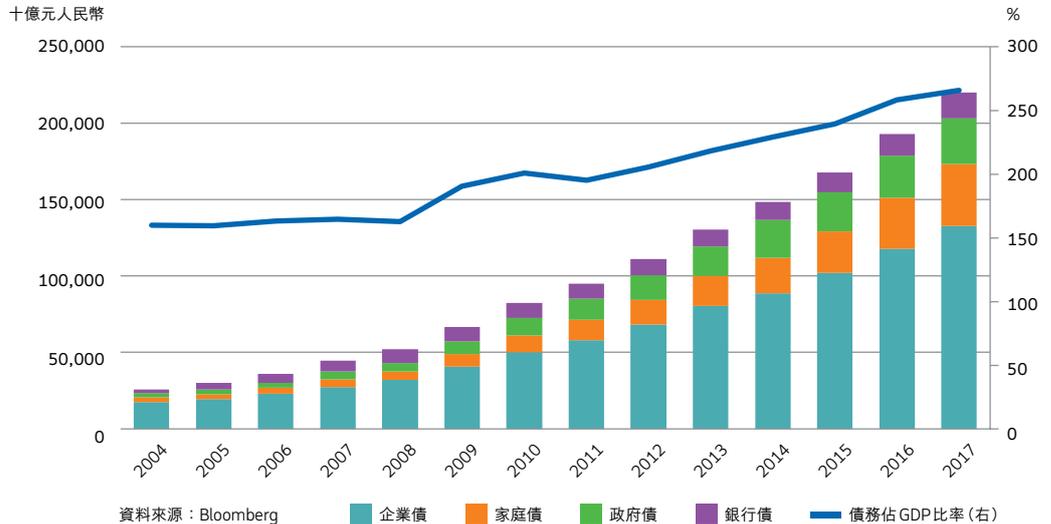


近年不時有學者及分析員警告，中國可能出現債務危機。有人形容中國債務問題是一個「狼來了」的故事，企業違約個案接連零星出現，暫時卻未有爆發較大規模的違約事件。今年7月，在中美貿易戰愈趨緊張的陰霾下，國務院把「去槓桿」政策變成「穩槓桿」，是對債務問題掉以輕心嗎？

日積月累的負債問題

截至2017年末，中國的總負債金額佔國內本地生產總值(GDP)約265.85% (圖一)，比例遠高於其他新興市場。然而，令人擔心的不單是高負債比率，還有負債的增速過快，甚至比名義GDP的增速，即比經濟增長還要高。

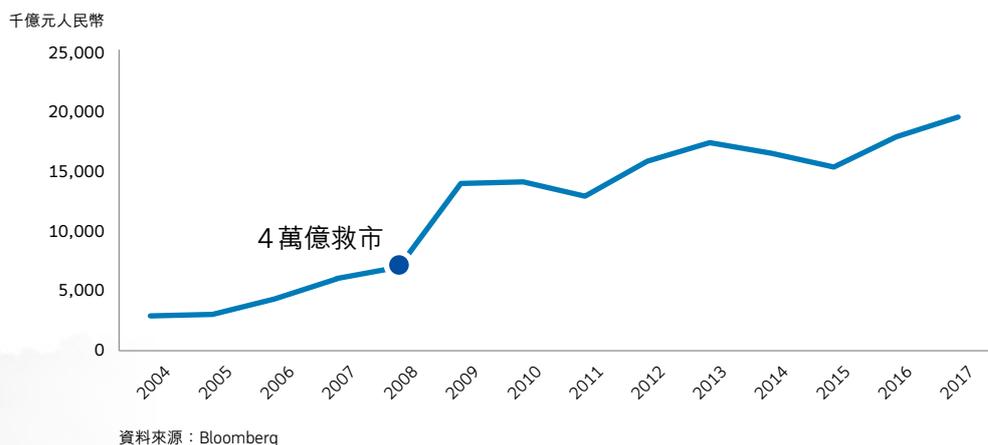
中國總負債金額(左)、總負債佔GDP比率(右)(圖一)



為應對2008年發生的金融危機，國務院當時推出4萬億救市方案，以低息、低融資成本加上寬鬆的貨幣政策等措施刺激經濟及投資。自此之後，不論是企業、政府、家庭及銀行的負債便開始直線上升(圖一)。在過去十年，中國平均每年的負債增長率約17%，明顯高於名義GDP的平均增幅約12%。簡單來說，因為寬鬆政策關係，企業的資金成本非常低，其營運開始過度倚賴借貸，當中部分資金沒有用得其所以產生財富。當負債愈來愈多，但收入和還款能力卻未有相應增長，這種模式長遠而言是不可持續的。

2014年，中國實質GDP增長開始放緩，當年政府的增長目標為7.5%左右，但實際增長只有7.3%。其後兩年都出現同樣情況，實際GDP增長比預期低。當宏觀經濟出現下行壓力，中央作為市場的監管者，危機意識開始有所提高。中央積極審視各項風險因素，而當下風險較高的顯然是過往非常寬鬆的信貸環境。先前提及的4萬億救市方案，令社會融資規模倍增，由08年7萬億一下子增至09年14萬億(圖二)。部分投資項目的投資年期較長，例如交通基建和房地產，並需要持續的資金投入，於是其後每年的社會融資規模均超過12萬億。融資很多時需要倚賴銀行進行，影子銀行亦應運而生。

國內社會融資規模(圖二)



影子銀行泛指所有受到市場監管程度較低甚至完全不受監管，但又承擔融資中介角色的機構和產品。影子銀行中，風險較高的部份要數地方政府融資平臺（Local Government Financing Vehicles, LGFV）。因為其審批過程可能受到政治壓力，投資項目也不一定以盈利作為首要目標。



平衡經濟增長與「去槓桿」

2016年，中央推出一系列「去槓桿」政策以收緊信貸環境，例如打擊影子銀行和限制地方政府融資平台發債等。然而，由於中國的增長主要由投資驅動，信貸收緊力度一旦過大，隨之而來便會壓抑各項投資及經濟增長，使中國的經濟增長進一步放緩。如何在兩者之間取得平衡，達至「去槓桿」的同時又能保持經濟穩定增長，是中國政府面對的一大難題。

針對經濟增長的政策

社會融資規模擴大理應是經濟向好的表現，但倘若實體經濟需求沒有那麼大，便會出現資源錯配、產能過剩等問題，中國必須進行經濟轉型、擴大內需並且增加出口。就此，中國大力推動「一帶一路」、建設大灣區和「中國製造2025」等長遠發展計劃。「一帶一路」的成立是中國軟實力和硬實力的對外輸出；大灣區則用作鞏固國內建設，現時分別有粵港澳和浙江大灣區；「中國製造2025」則促使製造業面向技術轉型，以提高生產力和出口競爭力。除了以上的鴻圖大計，中國亦有透過消費升級來刺激內需，以及金融改革開放，藉此吸引外國資金流入。



針對「去槓桿」的政策

有別於其他國家，中國近年既沒有透過減息刺激經濟，亦沒有加息收緊信貸。2015年年底至今，中國的指標利率一直維持4.35%。中國的「去槓桿」政策傾向針對負債結構，而非直接加息。因為加息會全面收緊信貸，變相令民企和中小企業難以融資，資金仍可能繼續流向國企和房地產。

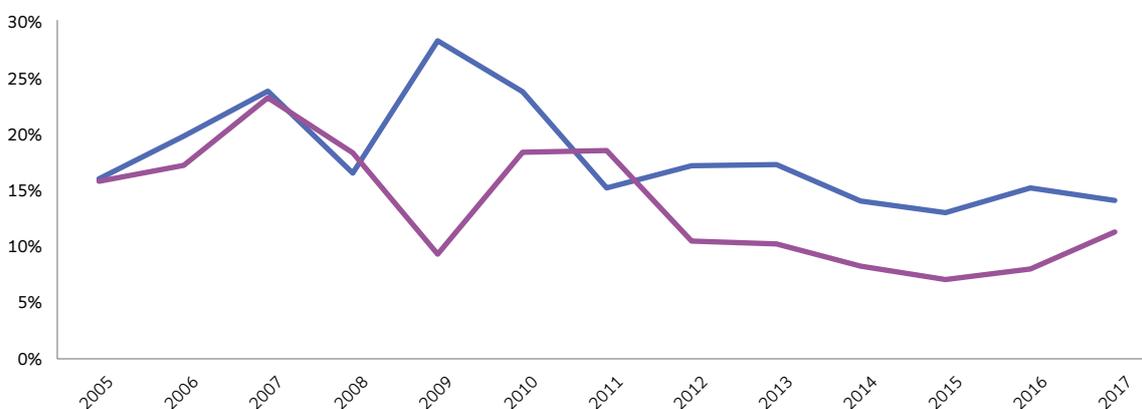
其實中國的負債結構由四大部分組成，包括：企業、家庭、政府和銀行。當中，大多數的債務均與房地產息息相關。過往內地樓市熾熱，住宅銷售強勁，房貸按揭佔了家庭債的一大部分；樓市熾熱亦加快了地方政府的土地開發，其運作是以土地作為抵押品向銀行進行融資，得到資金後再開發更多的土地和增加基建配套，以提升整體土地價值。只要樓價不跌，從土地而來的財政收入是源源不絕，形成一個循環；至於企業債，麥格理證券便估計國內銀行業有15至20萬億資金已貸予發展商或地產相關的企業。

可是，國內樓市多年來一直愈滾愈熱，不少城市持續出現供過於求問題，在最壞情況下，高企的樓價或會大幅調整。到時便會衍生出負資產、地方政府賣地收入減少、發展商盈利能力下降以致資不抵債等問題。為防範此風險，中央政府近年打壓樓價快速上漲的決心和力度非常明顯，加快去庫存、硬推「長租公寓」和收緊棚改貸款的審批便是很好的證明例子。

除了壓抑樓市，控制影子銀行的信貸擴張亦是中央「去槓桿」的重點政策，特別是針對地方政府的隱性債務。上文提及影子銀行的監管程度較低，為此中央政府就制定了不少監管新規和項目清理。例如，中央在「十三五」規劃中提出加強金融風險管理，央行將銀行業的表外理財產品納入宏觀審慎評估(MPA)的覆蓋範圍，減少表外融資。與此同時，中央亦限制地方政府融資平台發債，禁止地方政府用公益性資產和土地儲備進行債務融資，以及利用政府和社會資本合作(PPP)項目變相舉債。以上政策皆按階段有序進行，避免了一刀切的力度過大。

上文提到的經濟增長政策大部分均需要進行長期融資。雖然這與「去槓桿」的概念有點背道而馳，但又可視為抵銷「去槓桿」的部分經濟陣痛。事實上，「去槓桿」政策短短開展約兩年，在去年年底已初步見效，信貸缺口(Credit Gap)出現收窄。2017年中國負債增長率按年輕微下降1%，名義和實質GDP則分別按年增長11%和6.9%，經濟增長比預期好(圖三)。

中國債務與GDP增長率(圖三)



資料來源：Bloomberg

— 債務增長 — 名義 GDP 增長



貿易戰的陰霾

既然「去槓桿」初見成效，又是一個長遠計劃，市場普遍預期中央會繼續「去槓桿」。可是，中美貿易戰的出現和升級，扭轉了市場預期。貿易戰在年初還處於口水戰階段，中美雙方只是在口頭上互相威脅要開徵關稅。豈料在今年7月6日，美國正式對總值340億美元的中國商品開徵25%關稅，標誌著貿易戰正式開始。雙方其後的互相報復更令人憂慮貿易戰將變成持久戰。

中國每年對美國有近4千億美元的貿易順差，在貿易戰下，中國明顯處於劣勢。此外，貿易戰對中國的影響不僅在於上述順差的減少，還會影響：

- 1. 資金外流：**離岸人民幣年初至今已貶值約5.7%，為刺激出口，人民幣可能會持續貶值。人民幣貶值會令人民幣資產價格下降，國內資金有流走壓力。
- 2. 製造業轉型：**關稅調高會導致生產商出口成本上升，加快國內製造業生產線遷移至東南亞地區。另外，是次貿易戰的其中一條導火線是美國認為「中國製造2025」與美國產生競爭，中國一直盜取美國智慧財產權和技術。
- 3. 消費和投資：**貿易戰令人擔心中國製造業轉型失敗，經濟前景變得不明朗，打擊投資及消費意欲。

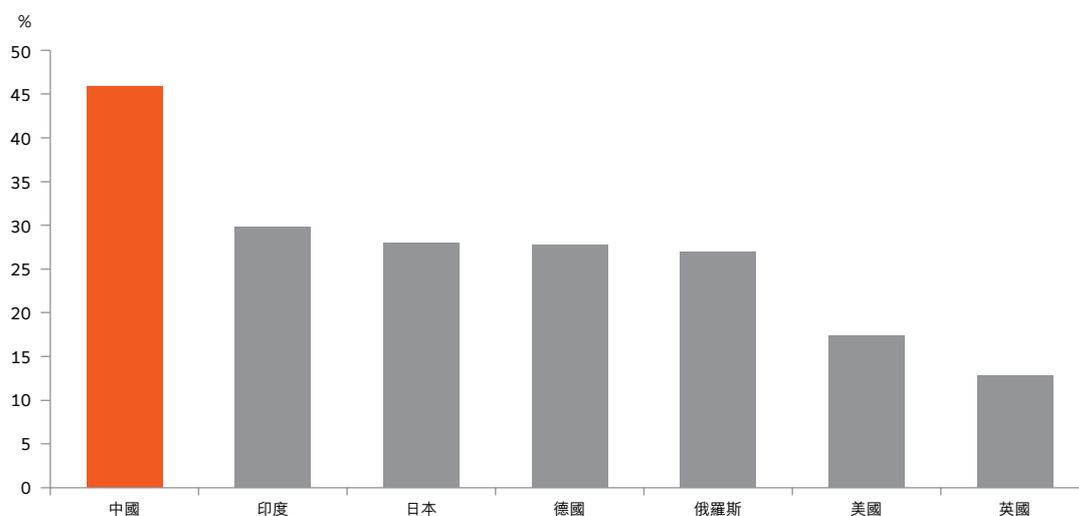


基於以上負面因素，市場主流分析認為，中國「去槓桿」的步伐會放緩，以換取經濟增長。7月中旬，國務院便提出了「穩槓桿」的新方向，財政政策要更積極，貨幣政策要更鬆緊適度。多項「放水」措施隨即出台，例如引導金融機構定向降準、開展涉資高達5,020億元人民幣的中期借貸便利(MLF)操作等。

不少市場人士擔心中國是要重返透過債務去拉動經濟的舊有思維，債務問題將會變得更嚴重。然而，若從國民經濟帳戶(National Account)的角度考慮，貿易戰的本質是有助中國「去槓桿」的。由於在國民經濟帳戶中，儲蓄等於投資加淨出口(Saving = Investment + Net Export)。以往中國貿易順差(即淨出口)強勁，令到儲蓄率高企(圖四)，支撐債務不斷擴張。而貿易戰的出現將會令儲蓄率隨淨出口減少而下降，債務增長因投資減少，理應會自然萎縮。由此推論，中央提出「穩槓桿」的另一可能原因是，貿易戰下中國「去槓桿」的步伐會比預期加快且更全面，中國必須就此作出平衡。



各地儲蓄率(圖四)



資料來源：Bloomberg, IMF

結論

針對貿易戰可能拖慢中國經濟增長，加大基建投資、人民幣貶值和出口退稅等都是中國潛在的應對方法。其中，基建投資需要大量融資，無疑會進一步加重國家負債。但有別於其他國家，中國對外匯和資本管制有高度的執行力，加上龐大的外匯儲備，這些因素都有助確保銀行體系穩定，負債的增長不至於在短期內構成債務危機拖垮經濟。至於近期違約數字上升，是隨過去債務快速增長的正常現象。市場對於國內債務問題的披露和高度關注，更有助指導資金流向，長遠來說形成更健康的負債結構。

專訪 秋冬養生水果：

適時養生進補 效果更勝人蔘

撰文：黃凱盈 相片：馬拉仔

從中醫角度，秋冬時節宜養生進補，利用此時改善體質，增強身體免疫力和體力。時令水果能平衡體內陰陽、疏通經絡和調和氣血，效果或比人蔘更佳。香港人對時令水果需求甚高，購買高質水果，絕不手軟。

專營馬來西亞水果的零售及批發商「馬拉仔」表示：「對於香港客戶，針對的不只是售價，更重要的是品質。香港人相對願意消費於購買水果，有空到油麻地果欄走走，會發現不少人開著車來買水果，每周水果預算達一至二千港元的家庭比比皆是。」

「馬拉仔」為讀者們介紹以下四款秋冬時令水果，讓大家於秋冬時節調養身體。

榴槤

早期以泰國榴槤較出名，如金枕頭、干堯，售價相對低。近十年隨著運輸技術成熟，以及消費力上升，馬來西亞榴槤廣受香港及內地客人歡迎，貓山王是大家耳熟能詳的其中一款馬來西亞榴槤。「馬拉仔」表示：「榴槤有別於其他鮮果，馬來西亞榴槤是等果實完全成熟自然掉落，並空運到港。到港後，我們從不存貨，貨到即出，直接運抵客戶家中或供貨至油麻地果欄，以確保品質。」



◆ 旺季

從十一月至明年二月。

◆ 養生好處

1. 榴槤的營養價值極高，經常食用可強身健體，滋脾補氣，補腎壯陽；
2. 榴槤性熱，因此可活血散寒，緩解女性經期疼痛症狀，尤其適合受痛經困擾的女性食用。同時，它還能改善腹部寒涼，促進體溫上升，是寒性體質者的理想補益佳品。

◆ 注意事宜

1. 因含大量糖分，膽固醇含量亦較高，糖尿病人、高膽固醇血症患者應忌吃或少吃；
2. 吃榴槤後不要飲酒，因酒精會與榴槤的某些成分發生毒性；
3. 榴槤屬性熱而滯，體質陰虛，患有感冒、咳嗽、喉嚨乾痛等不宜食用；
4. 老年人應盡量淺嘗，榴槤的果汁粘稠，容易阻塞咽喉。

◆ 揀選方法

1. 用拇指及食指將兩條刺拉在一起，感覺是否硬身，同時亦可觸摸榴槤柄，如質感硬身，便是新鮮；
2. 檢查底部，如有小裂口，是非常常見，但若果開口3至5mm，盡量不要選擇；
3. 盡量不要選擇長而直身的榴槤，因果肉不多。

休閒生活



蜜瓜

提起蜜瓜，相信大家會聯想到日本蜜瓜。北海道是盛產蜜瓜的地方，最出名的是夕張蜜瓜，另有富良野蜜瓜及雷電瓜。這三種瓜名稱不一，但基本上分別只是產地不同。日本人喜歡青肉和口感軟身的蜜瓜，香港人則偏好肉質硬身及橙肉的。日本劃分蜜瓜的等級：特秀 = 13度以上；秀 = 12度以上；優 = 11度以上；良 = 10度以上。

◆ 旺季

由現在至十一月頭。

◆ 養生好處

1. 膳食纖維的良好來源，有助預防便秘；
2. 有助降低高血壓，還有助於鈉排泄和與改善骨質流失；
3. 有助保持皮膚和頭髮的健康；
4. 有助預防慢性疾病；
5. 不含膽固醇，被認為是血液膽固醇患者的良好水果。

◆ 注意事項

1. 蜜瓜含糖較多，糖尿病人不宜吃；
2. 蜜瓜性涼，不宜吃得過多，以免引起腹瀉。

◆ 揀選方法

1. 不要選擇瓜身表面凹陷，莖部有枯萎跡象的蜜瓜；
2. 按壓瓜的底部，生瓜較硬，熟瓜則較軟。

釋迦

主要出產自台灣東部及南部，分別有大目釋迦及禦梨釋迦，種子為黑褐色橢圓形狀，光滑堅硬；果肉雪白，口感綿密，香甜又帶點微酸。



◆ 旺季

由現在至明年四月。

◆ 養生好處

1. 改善心血管健康；
2. 具有鎮定及抗憂鬱作用；
3. 預防骨質疏鬆；
4. 很高的營養價值，特別有益於孕婦及小孩；
5. 調節消化，是優秀的天然瀉藥，其纖維能調節腸道運輸和細菌菌群。

◆ 注意事項

1. 糖分高，糖尿病患者不宜進食太多；
2. 吃多會上火，應適可而止。

◆ 揀選方法

1. 果型大，果肉厚實，但不見得特別美味；果型小，果肉淺薄，雖美味，但吃得辛苦；
2. 釋迦以圓整端正為佳，鱗目大小勻稱，果肉才會多，而鱗目間鱗溝要略微展開或呈奶黃色，代表不是搶早採收；
3. 鱗目上要均勻地佈滿果粉，不要有裂果和蟲害。

黃金果

原產於南美一帶，及後馬來西亞及台灣先後引入種植及改進，效果良好。現主要進口香港的黃金果，以台灣為主。黃金果果肉呈半透明膠狀，口感極佳，甜度高，受不少女性歡迎。

◆ 旺季

由現在至明年四月。

◆ 養生好處

1. 鈣、磷、蛋白質和煙鹼酸(維生素B3)含量，幾乎居所有水果之冠；
2. 含有很高的鐵質與抗氧化成分及果膠，對皮膚有抗皺及防止下垂功效；
3. 有止咳和消炎作用，對呼吸道疾病有預防和治療效果；
4. 清除血管內脂肪堆積，防止脂肪和毒素侵入，吸附食物中的油脂，從腸道排出。

◆ 注意事項

糖分較高，糖尿病患者不宜過量進食。

◆ 揀選方法

1. 選擇外表光滑，沒有破損之果；
2. 以果皮黃色面積最少達全果之7至8成為佳，代表不是搶早採收。



「馬拉仔」

專營馬來西亞各式水果零售及批發，出名主打馬來西亞優質榴槤及榴槤產品。

創辦人早年於新加坡生活，新馬兩地穿梭，廣結馬來西亞經營果園的朋友，從而在港經營馬來西亞鮮果佔優。隨客戶群擴張，逐夥拍各地時令水果伙伴，為本港客戶及油麻地果欄提供新鮮貨源。

電話：(852) 6491 6579 | 電郵：info@malajaihk.com | 網址：www.malajaihk.com





中原金融集團 以客為本，共同創富

作為中原集團成員之一，為您提供真正「一站式」的服務及全面支援，助您作出最佳選擇，早日達成理財目標，打造理想生活模式。



 **中原金融集團**
CENTALINE FINANCIAL GROUP
以客為本 共同創富