

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

就業市場續改善 美經濟漸離谷底

美國得以避過跌入財政懸崖，不確定性雖不致於完全解除，但短線而言有助企業回復信心。另一方面，聯儲局亦開始有退市的打算，意味着該局認為經濟前景轉趨穩定，經濟向好基調未變。

美國最終避過了財政懸崖，雖然只是將問題拖延至兩個月後才再面對，加上政府債務再逼近上限，但市場普遍相信兩黨仍會如期期般，在最後關頭達成共識，維持金融市場穩定，這將有利企業擴張，支持就業市場。

事實上，即使面對財政懸崖問題之威脅，12月份美國企業聘請員工之速度並沒有因而減慢。上周公布之12月份就業數據均優於預期，ADP就業職位增加21.5萬人，而官方公

布的非農就業職位亦增加了15.5萬人，反映美國就業市場增速未見減慢。

更值得注意的是，企業裁員人數大幅減少，而薪酬及平均工時更見上升；12月份Challenger企業裁員人數按年減少22.1%，對比11月份時的34.4%，明顯大幅改善，至於平均月薪更按年上升2.1%，為一年以來最大升幅，每周平均工時更回升至34.5小時，回復到2008年金融海嘯前的水平，足見美國就

業市場復甦。

就業市場復甦，製造業亦回復擴張水平，美國12月份ISM製造業採購經理指數，從11月份之49.5，重上50的擴張分界線，至50.7，而同期的ISM非製造業採購經理指數更上揚至56.1，為去年3月份以來的高位，反映美國普遍行業均回復擴張的勢頭。

而美國經濟前景轉佳，聯儲局亦不得不改變其現有政策，以控制市場預期，保持金融市場穩定；聯儲局上周四（1月3日）公布的12月份會議紀錄顯示，官員對延續QE3至年底的看法存在分歧，有部分官員甚至認為應

在今年底之前停止購買債券計劃，反映目前的寬鬆政策，未必能持續至2014年或以後。

事實上，在12月份會議後，聯儲局已就未來貨幣政策設定了目標，如失業率維持在6.5%以上，未來1至2年的通脹預期不超過2.5%，才會維持現有的寬鬆貨幣政策，否則將有可能加息，與早前幾次僅強調若就業市場仍未復甦，不會撤回措施不同，似乎正為結束寬鬆政策而鋪路。

因此，若將聯儲局官員對利率及買債計劃的說法併在一起看，可以相信，越來越多官員認為美國經濟復甦漸上軌道，而聯儲局有



美國就業市場繼續改善，招聘會人山人海仍成為常見畫面。法新社
必要部署退出刺激措施，可見美國經濟周期已走出谷底。

「債務上限」乃人為造成困局

AMTD尚乘財策策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

美國「財政懸崖」的僵局已暫時得到兩黨協議而得到解決。這種「妥協」的協議令人感到是為了滿足白宮，因此民主黨和共和黨都是輸家，尤其是美國人。這筆交易包括一些重要的元素將簽署成為法律，例如延長小布什的減稅政策，增加美國人年收入40萬美元或以上的稅收、削減國防開支、不削減失業救濟配額和醫療保險等。「財政懸崖」協議的內容其實並無新意，但是美國國會卻在世人面前顯示自己的無能。許多學者指責「財政懸崖」和接下來的第二輪「債務上限」完全是人為造成的困局。我很同意這一點。

其實國會的共和黨人，尤其是茶黨，是一個錯誤的經濟學的信徒。保羅克魯格曼（Paul Krugman）曾經提到有兩個

十分重要的要點。第一，只要美元是世界的儲備貨幣，印美元購買美國的債務是沒有問題的。許多經濟學家引用了德國在二戰後和美國在1979年的惡性通貨膨脹的歷史，因而對貨幣失去了信心；以及伊朗的石油禁運和經濟結構發揮了在70年代所造成的惡性通貨膨脹起了重要作用。美聯儲理事保羅沃爾克（Paul Volcker）不得不上調利率15%以上。而今天的利率保持在0.25%，10年期國庫券收益率持續下滑，沒有影響美國的通貨膨脹率。

債務佔GDP比例僅是數字遊戲

第二，債務佔GDP的比例僅僅是一個數字遊戲。在經濟衰退時，增加的首次申請失業救濟人數及資格，政府增加開支來刺激經濟是它的任務，這種消費融資需要政府借更多的債務。因此，債務佔國內生產總值的比例增加，真正重要

的是經濟增長。一旦國內生產總值增長，政府可以減少支出，並獲得更多的財政收入。

通過「財政懸崖」的談判中，我看到了共和黨內部分裂。雖然眾議院通過了參議院擬議中的議案，但眾議院共和黨開始懷疑，如果眾議院議長約翰博納（John Boehner）可否代表他們在接下來的「債務上限」和白宮談判。這場爭辯預計比上次債務上限爭議還要厲害。今年二月，眾議院推選議長，如果博納不能連任，然後埃里克康托爾（Eric Cantor）或保羅瑞安（Paul Ryan）都可能是其中的選擇。如果其中一人成為眾議院議長，我認為談判會極度艱難。

接下來的「債務上限」會議將在二月展開。在此之前，世界市場預期反彈的提高PMI在世界各地，特別是在亞太地區的經濟復甦。但在此之後反彈，進入4月，我預期將看到一個重大的調整。

內地經濟溫和復甦支持港股

太平金融 太平證券(香港)研究部主筆
陳羨明

上周五提到，預計港股整固後，後市升勢將得以延續，其中一個很主要的因素，是中國內地經濟從呈現溫和復甦。中國製造業採購經理指數（PMI）等多項領先指標均呈現回升的趨勢。

從國家統計局元旦日公佈的去年12月PMI指數看，復甦將延續，但僅是溫和。12月PMI和新訂單指數穩定在50.6%和51.2%，表明經濟復甦仍只能溫和復甦。但需求趨勢改善，企業原材料補庫存築底，有望進入補庫階段，因此復甦有望得以延續。

從分項指數來看，訂單指數與上月基本持平、生產指數有所下降，但積壓訂單、產成品庫存指數、採購指數和進口指數均明顯好轉。12月份製造業新訂單和出口訂單指數分別與上月持平或較上月下降0.2個點，生產指數較上月下降了

0.5個點，積壓訂單、產成品庫存、採購和進口指數分別上升了0.6、0.6、0.7和0.5個點。製造業生產和訂單指數並沒有好轉，但採購量和進口明顯上升主要受積壓訂單和產成品庫存上升的影響，節假日消費帶來的補庫存需求可能是積壓訂單和產成品庫存指數回升的主要動力。

內需穩定擴張而外需疲弱

12月PMI資料一大改善在於價格指數的大幅回升，意味著PPI環比增速應該能回升至正值。訂單指數顯示內需穩定擴張而外需疲弱，生產指數略降有季節性因素，原材料庫存下降而產成品庫存回升意味着經濟仍處於被動去庫存階段。從資料看，景氣度回升幅度最大的兩個行業是鋼鐵和汽車。

原材料購進價格指數大幅反彈，PPI同比增速將進一步回升。主要原材料購進價格指數為53.3%，比上月大幅回升3.2個百分點。考慮到PMI購進價格指數與PPI環

比增速走勢非常一致，購進價格反彈也意味着12月PPI環比增速將回升至正值。

原材料庫存下降和產成品庫存上升，顯示經濟仍處於被動去庫存階段，這可能是12月份製造業擴張的主要動力。原材料庫存指數降至47.3，下降0.6個百分點。產成品庫存指數繼續上升0.6至49.4，產成品庫存指數大於原材料庫存指數，且均小於50的榮枯分界線，而且訂單指數和生產指數沒有明顯回升，在此情況下產成品庫存回補的動力不會太強，意味着經濟處於復甦早期的被動去庫存階段。

從分行業PMI來看，汽車和鋼鐵是景氣度明顯改善的行業。偏上游的原材料行業中，鋼鐵行業PMI指數重回擴張區間，環比回升6.3個百分點至55.5%，其中反映需求的新訂單指數回升13.5個百分點至60%，出口訂單指數也上漲4.8個百分點至47.3%。下游行業中，以汽車為代表的交通運輸設備製造業明顯改善。

末日輪轉倉秘訣

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

港股在2013年順利開出紅盤，恒指在上周大升逾660點，昨日再創19個月高位，令市場振奮，不少投資者更視為新年的好兆頭，在窩輪市場上，上周便有末日窩輪一周攀升逾1000%，而表現最佳的十大窩輪，升幅也超過500%，絕大部分在1-2周內到期，可謂除中求勝。

眾所周知，末日輪一般不宜持有，持有人若持續看好正股短期走勢，到底應繼續持貨，還是沽出「轉倉」，換入年期稍長條款，需考慮什麼因素？轉倉決定又如何執行？

投資者必須清楚知道，價外末日輪的持貨成本（時間值流逝）較一般窩輪為高，投資風險極大，因此所有買賣必須速戰速決，絕對不宜觀望持有，非貼市者更不應沾手。倘若他們對正股表現持續看好，或可考慮將資金即時換入年期較長的貼價或價內輪，此類條款的時間值流逝速度較慢，可讓投資者更有效地捕捉市場走勢，利用槓桿效應放大回報。

投資者決定換馬前，要清楚了解實際的運作方法。基本上，換入認購證的數量是根據新輪的對沖值（delta）計算出來，因為對沖值能讓投資者更容易兌換不同條款的窩輪。比方說，某中移動末日認購證的對沖值為40%，假設投資者

持續看好中移動的表現，打算換馬購入中期而行使價相若的窩輪（其對沖值為46%），並透過轉倉維持相近的回報風險，可簡單地買入窩輪的對沖值（46%）除以賣出末日輪的對沖值（40%），得出的轉倉比率是1.15，意思是說投資者每沽出1.15股中移動末日輪，同時換入1股中期窩輪，他的投資利潤理論上可維持不變。

適時換馬的優點，是讓投資者能繼續看好正股表現，而不用承受末日輪因時間值流逝帶來的額外風險。當然，假若末日輪在到期前已完全失去任何價值，便談不上做甚麼換馬行動。（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。）（摘錄）

來年品牌新趨勢

筆克主席
謝松發

福布斯雜誌最新發佈了2013年十大品牌營銷趨勢，包括品牌問責、品牌信任、品牌彈性、品牌體驗、視像化、群眾外包、社交影響力、數據、行為及內容。上列各種趨勢，皆源自流動通信、流動上網及社交媒體的普及化，對來年的品牌推廣策略的制定，已不是什麼劃時代的大轉變，然而，隨着蘋果、谷歌、面書、微軟、騰訊等巨頭不斷推陳出新，我深信來年的衝擊不僅限於我們

已預知的方式。

品牌信任已是所有人的目標，毋庸置疑；而品牌問責涵蓋品牌推出及宣傳後該品牌的表現，品牌管理者需不斷量度市場對品牌的各種反應，這當然包括目標受眾對品牌的情感及觀感，單一宣傳項目只可帶來短暫的衝擊，而長遠的品牌表現也受其他幾大趨勢所影響。

數據及行為方面，就包括品牌策略及執行的細節，舉例說，品牌在面書的推廣、上載以致活動已是非常普遍，然而，得到萬千騰絲之後，如何與品牌牽上關係才是品牌管理的關鍵。

至於體驗，視像化及內容方面，就涵蓋資料搜集、創作以及科技及多媒體的表達，於適合的場地及平台與群眾交往。以往廣告式的大包圍已難以感動觀眾了，今天群眾除要求新穎的構思外，更特別着重個人化的交流。許多技術產品，如智能卡、RFID和交互式設備在展覽及推廣活動正越來越流行。

為了迎接來年的衝擊，筆克集團來年策略是以「創新」為方向，表示我們已準備將提供的產品及服務不斷創新，除了明白不進則退的道理外，我們竭力幫助我們的客戶達到更好的效果。

城鎮化是一把雙刃劍

時富金融策略師
黎智凱

中國經濟正面臨着投資與出口後勁不足等問題，而內需低迷，在短時間內又無法提振。在投資、消費結構已經接近「臨界點」的判斷基本形成共識的時候，尋求新的驅動力，調整投資結構已經迫在眉睫。著名經濟學家厲以寧認為，中國經濟發展的動力，根本在於民間蘊藏着的極大積極性。他還指出，全世界最大的投資機會，就是中國的城鎮化。

據統計，截至2011年，中國城鎮化率已達51.3%。2012年以來，國務院副總理李克強頻繁發表對「城鎮化」的重要講話，他指出：「城鎮化是最大的內需潛力所在。我國城鎮化率剛超過50%，按戶籍人口算僅為35%左右，明顯低於發達國家和許多同等發展階段國家的水平。」

差距也是潛力，未來二、三十年，每年將有1,000多萬人口轉移到城市，必將持續釋放巨大內需，這正是中國經濟長期平穩較快發展的動力源泉。」

時間進入2013年，「城鎮化」又不斷的被熱議，到底什麼是新型城鎮化，城鎮化又將會給我們的生活帶來什麼樣的變化？所謂新型城鎮化，是指堅持以人為本，以

新型工業化為動力，以統籌兼顧為原則，推動城市現代化、城市群鎮化、城市生態化、農村城鎮化，全面提升城鎮化質量和水平，走科學發展、集約高效、功能完善、環境友好、社會和諧、個性鮮明、城鄉一體、大中小城市和小城鎮協調發展的城鎮化建設路子。

將伴隨大量固定資產投資

筆者覺得，新型城鎮化突出的是「新」：即城鄉統籌、城鄉一體、產城互動、生態宜居、和諧發展，是大中小城市、小城鎮、新型農村社區協調發展，互促共進的城鎮化。城鎮化建設伴隨大量固定資產投資，而且也創造大量新就業機會的同時，必將促進整體產業轉移和產業結構升級，尤其是要與區域經濟發展的產業佈局緊密銜接。

在筆者看來，城鎮化的加速帶給我們的是雙重的作用。一方面，可以促進產業結構升級和提升經濟增長質量等諸多方面具有重要意義。另外一方面，中國城市化的水平還很低，地方政府以大量投資、城市擴容為主要內容的低效辦法來實現城鎮化，貧富收入差距不斷擴大，是無法支撐無法持續的，城鎮化質量亟待提高。只要把質量提高了，才能夠實現城鄉基礎設施一體化和公共服務均等化，促進經濟社會健康發展。

蛇年本地樓市難有平貨執

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

美國化解財政懸崖方案獲眾議院通過，帶動港股於2013年頭個交易日開出紅盤，全日收報23,311，升幅達29%，業界預料今年恒指有力挑戰27,000，一洗股票市場幾年來的上落市局面！這是否說明海外和本地資金已經從房市流入股市呢？

日前政府公布了今年頭季的賣地安排，共推出六幅住宅地招標，可建約三千伙，屬今個財政年度供應最多一季，也限定某些地皮「港人港地」的批地條款。在全年預算約15,000單位總供應量內，還包括了鐵路土蓋項目，再加私人發展重建或撥地項目順利交易才可能達標，但若出現流標情況，就不可能提供政府長遠目標的年供二萬個的土庫。

回顧自2008年起私人住宅單位的供應量，五年來的數字是2008年的8,780個，2009年的7,160個，2010年的13,410個，2011年的9,450個及2012年的11,890個，5年來均數只有10,138個，這與目標的20,000個只及50%。展望2013年，年供應量可及14,930個，則六年內共缺少55,000個，這說明五年來本地住宅樓價急升主因。

身為測評師專業的梁特首當然深明樓價持續上升的主因是供應量過少，上任後致力「發掘」土地去增加供應量，但遇到的困難確實太多。在過去兩季，政府收地時遇到不少社區阻力，這不單局限於成熟社區，連還未進行大規模開發的新界東北地區也碰上了持份的開發商、原居民、地區人士、環保人士等等的強大反對聲音。大家不難想像政府未來去開拓發展土地時會舉步維艱，令未來供應量存着不少變數。各大小業主看清未來土地供應的困局自然「惜貨如金」，又加上全球處於「高通脹、低利息」經濟局面，物

業變成一種「持貨成本低、回報高水平」的投資工具。在總體住宅供應量還未回升至合理的年產二萬個以前，市場大致上會持續向上，政府的持續行政手段只能起短期的抑壓作用，而且效果會一次比一次短暫。

從我們的統計數字可以說明2010年的「特別印花稅」措施效用不長！根據統計，2010年的特別稅收實施後頭月作用較為明顯，主要中小型住宅地區的樓價平均下跌不及5%，但從第二個月開始樓價開始約2-4%，更至頭半年，樓價已回升約10%，反映這次行政手段於六個月內已失效，但交易量則持續下跌。

歷史故事可能是最好的教訓！新政府上場已半年，先後推出雙稅項和收緊第二套房按揭等遏抑樓價措施，成交量大跌五成，但樓價則回升10%，同樣地行政措施效用只維持了兩個月，樓價已掉頭再升！2010年和2012年兩組打壓樓價的行政手段同樣地只收到極短期效果，樓市注視點仍然是中短期供應，政府如不能有效地拆解這個「死結」，則未來再推出更嚴厲的手段都是「無補於事」。

應研究增加成熟地區重建倍數

既然新增開發土地難求，政府應該研究增加成熟地區的重建倍數，這可以短期增多市區住宅/商業樓面供應量，也令發展商有較高意慾去加快重建步伐。雖然香港是個小型的大都會，但市民仍然希望居住在成熟社區而不願搬往新界地方，加快加大市區地皮重建是短期可解決「房屋荒」的有效方法。

踏入2013年，本人預測住宅樓市仍然是「量少但價微升」的局面。在各項行政措施下，大小業主仍然「惜貨如金」，準業主期望「樓價大跌而撿到平貨」的希望同時會落空。本外地資金會陸續流入「低水」的股市市場，形成股價後市的強大推動力！

（摘錄）