

央行退市言論 下半年開始再來

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

期望管理這回事，果真不是一門簡單的學問。當大家開始以為，近日從聯儲局主席伯南克的口風中，猜度出當局對於退市提早的立場略為軟化，由6月底開始，全球資產市場慢慢回穩，卻又可能是另一輪言論攻勢的開始。最終會否如此，言之尚早，但相信不用多久，便有分曉。

但起碼從近日又有聯儲局相關人士，出來發言，惹起金融市場又一次估計，可能早前盛傳的9月份便開始減少買債規模，並非空穴來風。無論如何，可以相當肯定的是，只要美國實體經濟繼續復甦，或最少統計數據上沒有明顯轉差，能夠保持在現水平緩緩改善，則今年餘下時間，投資者仍要面對央行連番的言論。

原因不難明白，因為如今處於早前量寬不斷加大和稍後開始退市之間，關鍵性不言而喻，這一個政策轉折時刻，處理得好不好，影響很大。具體而言，大家只要快速地，把眼光由金融海嘯之際，高速回到今天，即可發現原則是簡單而清楚的。

跟伯南克在2003年與其時的聯儲局技術官僚研究出來的零息時代有何對策的結論一樣，2008年把聯邦基金利率下降至無可再低，然後開始史無前例的寬量規模。在市面上直接購買資產，其實就是買入國債，以圖降低國債孳息率，也就是把整個市場利率壓下去，之後便要利率維持在極低水平，不單是指標利率，連帶利息也一起維持在極低水平。

如是者，央行連番行動，至今共有三次寬量之多。其間當然亦按上述2003年對策中的既定程序，由買入長債轉為買入短債，此所謂扭曲操作也。之後更轉向買入按揭抵押證券，那時已經是市場相對穩定的一刻。直到這一步，還未竟全功，最終不能單靠買債壓低利率，還要培養市場

本身的信心。透過每次內容幾乎一模一樣，只是稍為更新一樣最近經濟形勢的談息聲明或會議紀錄，令大家真的相信，聯儲局之前說的長期維持利率在超低利率水平，可以信焉。

明乎此，不難知道，既然非常時期才會用上非常手段，如今已經實體經濟改善，最終退市實在無話可說。市場的一廂情願，風氣助長不得，但就在這關鍵一刻，央行的態度是，不想退市的預期令債息一下子急升，令金融市場重回不穩定，令當日辛苦經營得來的信心出現危機。

如此一來，唯有靠央行發出有別於之前的保證式言論，不單不再堅持說長期維持利率在超低水平，還要預告一切可加可減，視乎經濟數據而定。而前期持續疲弱的歐元區近期也出現連續2-3個月的回升。從匯豐新興市場和各國新興市場PMI指數看，新興市場服務業和製造業仍處於下滑趨勢中，經濟未出現止跌。如果發達經濟體開始緊縮，資金從新興經濟體撤出的壓力將大幅上升。



近日又有聯儲局相關人士出來發言，惹起金融市場又一次估計，可能早前盛傳的9月份便開始減少買債規模。 彭博社

聯儲局是否減買債仍看兩大因素

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恆

再有聯儲局官員就未來量化寬鬆的政策發表言論，當中屬鷹派的達拉斯聯儲備銀行總裁費希爾表示，今年秋季是聯儲局開始減少買債的最佳時間。他的理由是因為美國失業率已回落至7.4%，相當接近聯儲局停止購買債券。因此，聯儲局需要未雨綢繆，應該開始減少買債規模，直至聯儲局完全停止買債。

但更令投資者感到意外的是，屬鴿派的芝加哥聯儲備銀行總裁表示，聯儲局應在今年餘下三次會議中的其中一次，開始減少買債。即使7月份非農業新增職位較預期少，但不代表美國就業市場轉弱。只要今年以來非農業新增職位每月平均達16萬至18萬份，聯儲局認為是可以開始減少買債。在這情況下，幾乎可以肯定聯儲局內已就減少買債的問題，有初步的共識。目前只是等待環球金融市場開始接受減少買債後，相信聯儲局將會開始減少買債。

誰人繼任主席一職惹關注

但在落實減少買債前，有兩大因素將會左右減少買債計劃——誰會繼任聯儲局主席一職，以及美國財政風險問題。聯儲局主席一職雖然仍未有定案，但三位熱門或冷門人選，已經成為媒體的主要議題。

當中，目前是聯儲局副主席的耶倫，已成為下任聯儲局主席的熱門人選。除了因為她有長時間擔任聯儲局及地方聯儲行長一職的經驗外，她亦是聯儲局內主要鴿派人物。一旦她成為主席，預料即使聯儲局減少買債，但步伐及規模將會相對較小，有利美國以至環球金融市場的走勢。一旦是薩默斯上場，相信減少買債的步伐將會較快，不利環球金融市場表現。另一冷馬是前聯儲局副主席科恩，他任內曾經歷1987年股災及2008年的金融海嘯，對處理金融危機有重大經驗。

另一個左右聯儲局減少買債計劃及規模的因素，便是美國財政問題。雖然美國聯邦赤字佔國內生產總值，由2009年時的10%以上，回落至今年3月的5.7%，但是美國聯邦政府在今年10月開始新一個財政年度時，美國國會需要通過「持續決議」，給予聯邦政府有運用開支的權力。但是，奧巴馬所屬的民主黨只控制參議院，共和黨仍控制眾議院，並能否決參議院的議案。若共和黨在會期開始，便利用這方法逼使奧巴馬政府減少開支，將令美國金融市場出現不明朗因素。

此外，美國債務上限有機會於9月底至10月降臨。一旦共和黨把債務上限與要求奧巴馬政府削減開支的政策捆綁一起的話，將令美國財政風險增加。因此，預料聯儲局有機會把減少買債公布的時間延後至10月或打後，作觀察美國財政情況才決定。

資金回流歐美 新興市場添壓

太平金控、太平証券(香港)研究部主筆
陳羨明

業人數自2011年4月以來首度下降。

金磚四國新訂單整體回落

發達經濟體基本面上正逐步企穩回升，全球增長動力已從新興經濟體轉移到發達經濟體。美國復甦相對最為確定，而前期持續疲弱的歐元區近期也出現連續2-3個月的回升。從匯豐新興市場和各國新興市場PMI指數看，新興市場服務業和製造業仍處於下滑趨勢中，經濟未出現止跌。如果發達經濟體開始緊縮，資金從新興經濟體撤出的壓力將大幅上升。

雖然近期美國公布的經濟數據好壞參差，顯示整體經濟呈弱復甦，但仍偏正面。數據顯示，雖然7月非農就業增長低於市場預期，但ISM製造業及非製造業PMI、首次申請失業金人數、核心資本品訂單等指標，均指向美國經濟數據整體仍偏正面。

同樣，對歐元區而言，儘管近期的經濟數據好壞參差，但多項先行指標均反映出經濟見底跡象有所增加。歐元區6月零售銷售月率下降0.5%，降幅創2012年12月以來最大，且為半年來首次出現下滑，暗示經濟復甦並非坦途。但歐元區7月綜合PMI升至50.5，為一年半來首次突破50分水嶺；7月消費者信心指數創近兩年以來的新高；8月Sentix投資者信心指數創下年內第二高位。德國、法國兩大經濟體PMI數據釋放出強勁復甦的信號。儘管6月失業率維持在12.1%，不過失業人口下降2.4萬人，這是歐元區失

另一方面，從主要新興國家近期整體經濟數據看，則表現有所欠佳。服務業和製造業產出均不同程度的收縮。數據顯示新興市場整體陷入萎縮，匯豐新興市場PMI指數作為主要新興市場PMI綜合指標，7月從50.6跌至49.4，這是2008年4月以來首次跌破50這一枯榮分界線。金磚四國的產出均出現下滑，新訂單也整體回落。

顯而易見，發達經濟體復甦勢頭更加明確，這意味著趨勢上發達經濟體流動性將轉向緊縮，資金有流出新興經濟體的趨勢。但在美聯儲真正放緩資產購買之前，美國未來公布的經濟數據的回升速度和力度將決定全球流動性緊縮的速度以及全球資本流動。不過，當前市場對於美聯儲第四季緊縮的預期已相當高，而歐元區經濟企穩回升跡象明顯，不可避免成為影響全球資本流動性的另一不確定性因素。

儘管歐洲央行在8月1日的議息會議在市場預期內維持基準利率不變。但近期歐元區公布的經濟數據，暗示經濟緩慢企穩的跡象正在累積。與此同時，歐元區整體通脹相對溫和，7月HICP初值年率增長1.6%，與6月持平，從而減輕了歐洲央行寬鬆政策的壓力。如果歐元區經濟復甦速度超出市場預期逐步加速，歐央行資產收縮速度也可能面臨加速，新興市場將面臨更大的資金撤出壓力。

足球與有效率經濟

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘 吳祖堯

國際足球總會FIFA的內部人士，曾經公開說過這樣的一句話：「談判是球賽的一部分。」事後引起球迷的激烈「討論」。有球迷認為國際足總包庇某些球證，縱容他們的失誤，並建議應該要用「鷹眼」、重播錄像等工具協助甚至取代球證；亦有球迷認為球證的存在，使球賽更刺激、判決更人性化。

而筆者的看法是，國際足總未必是偏袒無心談判的球證或某些所謂的「黑哨」（收受利益故意影響賽果的球證），其實它想維護球證執法的權威，並非某球證的權威，而是「球證」這一職業的權威，縱使談判和「黑哨」不能完全杜絕。

如果一位球員對球證的判決有所不滿，拒絕接受裁決，球證不能不把球員紅牌罰下，否則你教他在餘下的賽事，甚至日後的比賽，如何執法？一般觀眾更不會隨意干擾球證執法、出言侮辱，甚至因認為一場或只是一個動作的談判而辱罵「球證」這一職業，質疑所有球證的專業和操守，甚至判定所有球證均是「黑哨」。當然，不少人認為球證的誤判對球員、球迷也是一種侮辱。是的，但是否就只有「辱罵球證」這一解決方法？這又是否一個最有效的處理方式？這可能只是最有效的發洩方式，而理性的方法是透過投訴去表達不滿。

各司其職提升社會生產力

在一個有效率的經濟體系之中，人們會分工合作，各司其職，有不同的專業出現，務求提升社會的生產力。例如有人當球證、老師、警察和醫護人員等等。而分工背後是依靠「互相信任」去支撐整個架構，否則沒有人願意只專

注一項事業，將自己一部分的事務，甚至個人損益，交給他人決定和處理。球證、老師、警察和醫護人員都是需要權威和信任的職業，否則其工作將難以完成。當他們使用這些因職業而賦予的權威去工作時，其他人的信任是不可缺少的。一般人難以擁有足夠的知識，即時判斷這些職業所作的決定是對是錯，但人們往往會即時作出批判，矛盾便隨之而來。故此，當下的互相信任非常重要。

當然，信任有價，如果球證是「黑哨」，老師誤人子弟，警察徇私枉法，醫護人員醫療失誤，該怎麼辦？這就要依靠機制去監察。如果投訴機制能獨立、公平、公正、公開地處理事件，相信能令公眾心服口服，建立信任。不過無論如何，我們需要反思是否因覺得某些個別事件違反職業操守的球證、老師、警察或醫護人員等，而對整個職業都投以不信任的一票呢？如果球證失去權威，球員自己執法，球賽又會變得怎樣呢？

最後，又回到國際足總的事件。若國際足總盡了最大的努力，增加了球證即時通訊裝置、完善投訴及處分機制後，已在維護球證執法權威與其失誤之間取得平衡，則能問心無愧地說出：「談判是球賽的一部分。」當然，世上沒有完美的機制，若發現仍有漏洞，便需要從錯誤中學習，不斷改善，否則會容易招來話柄，失去公信力，人們便會用自己的方式發洩不滿。所以我們明白為何國際足總說出「談判是球賽的一部分」這番說話之後，便忙着增加底線裁罰，以減少談判機會。近來很多事情很快兩極化，正反相方互不相容。筆者十分盼望大家能對對方專業維持信任和尊重，否則家長質疑老師、老師質疑……社會各部門難以運作，更不能互相配合，非香港之福。

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。

內銀戰略轉型 小微貸款成新戰場

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

中國政府正在加快利率市場化改革步伐。繼今年7月底內地央行取消貸款利率下限管制後，近日又傳出下半年央行有望取消五年期定期存款基準利率，改由金融機構自主決定的消息。雖然短期內貸款利率市場化對銀行盈利影響甚微，但未來存款利率一旦放開，將切實影響到銀行息差和盈利水平。為應對可能出現的巨大衝擊，部分內地銀行早已未雨綢繆，進行戰略轉型部署，一個主要方向就是增加小微企業貸款比重，代表者如民生銀行（1988）、招商銀行（3968）等。

以小微企業貸款為新戰略，有幾方面原因。首先是小微企業貸款需求量大但難以得到銀行貸款，目前銀行貸款對象主要是低風險的大型國有企業。其次，小微企業議價能力遠低於國有企業，願意以更高利率來獲得貸款。再者，政府支持小微企業發展，銀行的小微貸款業務也享有政策優惠，例如中國銀監會早在2011年就鼓勵商業銀行發行支持小微企業的專項金融債，所募集資金發放的小微企業貸款不納入存貸比考核。

小微企業貸款餘額增長迅速。截至今年6月底，內地小微企業貸款餘額為16.3萬億元，佔全部貸款餘額的比重由去年

底的21.95%升至22.4%，同比增加3029億元。國有銀行中，以工行（1398）為例，截至今年6月底，小微企業貸款餘額達1.82萬億元，佔同期各項貸款的20.7%。商業銀行中，民生銀行今年第一季度小微企業貸款餘額達到3542.73億元，增幅11.78%，小微客戶數量達到116.26萬戶，比上年末增加了17.16%。

阿里加入戰團 低息招徠

小微貸款市場競爭非常激烈。除了內地政策性銀行、商業銀行、城商行外，外資銀行、甚至部分民企也是小微貸款的競爭主體。銀監會政策上鼓勵銀行服務小微企業，對外資行小微支行的設立等給予各種便利，為包括東亞銀行、渣打銀行等外資行迅速擴張提供了極好的機會。此外，中國最大的電子商務公司阿里巴巴三年前已經涉足小微貸款，其向小微企業發放貸款的平均利率僅為6.7%，遠低於銀行同類貸款利率。截至今年第二季度，阿里巴巴總計貸出人民幣1,000億元，發放貸款平均期限為123日，不良貸款率僅為0.87%。

小微企業貸款最大問題是風險高。小微企業業務複雜，抗壓能力低，加上一般不需要抵押，風險比國有企業高。如果壞賬率得到較好控制，小微貸款無疑是利潤回報最高的業務之一。內銀轉戰小微貸款市場的同時，也必須提高自身的風控系統。

樓市交投萎縮並不健康

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

根據官方最新數據，6月份住宅樓價及租金指數均呈破頂新高，當中尤以樓價指數表現更突出，已連續兩個月上升。表面上似乎港府壓抑樓市各項措施藥力漸漸失效，但反觀成交宗數，卻顯示樓市正在大幅萎縮中，市道弱而樓價升，相信只是片面的現象，不宜以偏蓋全，過早判斷辣招失效。下半年還有「白居二」買家入市，在港府不撤辣招的環境下，估計中小型住宅仍是樓市焦點，但需留意一手樓盤的定價及銷情，以及按揭走向，這些都足以左右未來樓市去向。

差餉物業估價署8月份剛發表的《香港物業報告每月補篇》，指出6月份住宅樓價指數為242.9點，按月升近1%，已是連續第2個月上升，同期住宅租金亦重現升勢，最新報153.7點。但《報告補篇》的數據亦顯示今年上半年成交大幅下調，今年頭6個月住宅買賣合約共27,714宗，比去年下半年的40,132宗，下跌31%，而6月份成交3,740宗，比5月份4,276宗，下跌12.5%，這些反差數據，說明樓市在「價升量跌」的狀態中，不能就此判斷港府辣招失效。

上述補篇亦揭示了中小型樓價及租金上升，而上半年中小型單位新增落成量大幅滯後於預期。原本預測2013年全年A類單位(實用面積431方呎或以下)落成量為1,489個，但上半年該類單位竟然錄得零新增供應！預測全年B類單位(實用面積431方呎至752方呎)落成量為7,600個，上半年亦只得709

個，只佔全年該類落成量預測的9%。即是上半年中小型單位A及B類加起來只得709個。

中小型單位現樓空置率偏低，卻碰上新落成量偏少，中小型住宅的需求用家主導，屬剛性需求，於是上半年中小型住宅跑贏大市。不要忘記上年還有2,500個「白居二」新增買家入市，焦點亦落在居屋、公屋等實用面積歸A、B型的中小型單位。樓市局部環節供求失衡，居屋及可出售公屋的樓價屢創新高，傳媒早已經常報道。

港府辣招的威力，暫時主要反映於整體物業的成交萎縮及炒賣絕跡之上，各類加辣印花稅較大的住宅所發揮的阻嚇作用亦較大。數據顯示面積較大單位C、D及E類住宅均跑輸大市，當中最大型的E類更錄得下跌，樓價指數由去年12月的268.4點下調至今年6月的267.3點，幅度0.4%。從成交金額統計看，今年上半年以每宗300萬至500萬元的成交相對較活躍，上半年這類金額的成交平均每月約佔整體成交40.2%，而去年下半年的數字約為33.8%。

至於一、二手樓買賣所佔市場成交，過去一年大約徘徊於一手佔成交1成至3成之間，但6月份卻下跌至只得歷史低點4%，這反映政府實施一手樓新例後的市場滯後銷售數字，相信是發展商在適應新例中的數字，筆者指出這個百分比如果持續低企不健康，市場價格往往由新盤帶動，假如新盤市道持續不振，甚至連包括加優惠及高價促銷都採用過仍無改善，一個可能是出現劈價賣樓，另一個可能是發展商減少甚至停止投地，對市場來說，這些都是負面因素。