

# 財金政策傳達 中外招式相似

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

這幾年來，無論中外，投資者開始學習重新適應和解讀政策取向，但無論怎樣適應和解讀，萬變不離其宗，重點就是溝通，政策當局要透過不同渠道，不同方式，甚至是不同的強調程度，讓大眾領會訊息，而大眾理解之後，必然有各種不同的反應，反應出來之後，回饋至政策當局，後者可以以此理解，究竟大眾有否會錯意，抑或正確解讀，從而達到訊息清楚傳遞之餘，可以保持政策的足夠透明度，以及穩定性和持續性。其實，上述所謂政策當局可以是美國聯儲局，以及其他地方的央行，也可以是內地的新領導層，甚至可以是上市公司的高管，但問題的本質都是一樣的，怎樣把訊息清楚傳出去，確保沒有誤解。

說起來，這是一門重要而湛深的學問，多年前在這個問題播下的種子，如今已成為資訊科技的各式應用，其本質就是怎樣在具有局限的渠道中，盡可能把最多的訊息清楚傳達，減少過程中的誤傳或噪音。

當然，不只在資訊科技等工程領域，同樣問題，在財金政策和金融市場上，亦是舉足輕重。君不見這幾年來，大家每天所看的財經新聞，幾乎都會聽到至少一次

的量寬 (QE)，這部由聯儲局自編自導自演的精心傑作，去到最終極版本，利率低無可低，量寬規模已不能再多，只剩下一步，就是透過增加政策在市場上的透明度，讓市場中人了解政策的穩定性和延續性，從而自行增強對政策本身的信心，也就直接或間接增加了政策的功效。

當中減噪的一環，相當重要，畢竟傳媒每天都在評

論，不同人有不同看法，怎樣確保大家的想法跟央行一致呢？答案就是盡可能把重要的訊息重複又重複，不是重複一次半次，而是不斷地做，每次只容許很少份量的改動，讓接收一方可以對比一下，上次跟今次絕大部分相同，以及今次與下次又是絕大部分相同，如此類推。

同樣情況，其實對留意中國內地財金政策的投資者，亦不會陌生，關鍵不是求新意，而是求一致，不要單純希望每次見到的政策都不一樣，今天刺激這個板塊，明天扶助那個行業，因為這樣只會帶來短暫的效果，每次用力，都只限於直接受惠的部分，更有甚者，可能連這部分用力都給消耗掉，因為大家會預期，不久之後又有新的受惠者，所以如今這一趟的受惠者，高興的日子也未必長久，這樣一來，刺激帶來的信心有限，上述提及的自行產生功效，也相當有限。

正因如此，大家不難發現，政策當局在各個層面和渠道，都盡可能保持大體上相當一致的內容，甚至連用字



聯儲局最近幾個月，不斷重複又重複強調將減少買債，就是要增加政策在市場上的透明度，讓市場中人了政策的穩定性和延續性。

和措詞也絕大部分維持，這樣其實很合理，因為訊息本來就不是變來變去，傳達的次數雖多，只為傳達清楚，目標始終如一。

## 「穩增長」見效 結構調整須繼續

太平金控 ● 太平証券(香港) 研究部主管  
陳羨明

內地7月份宏觀經濟數據釋放經濟築底穩的信號，經濟回穩得益於前期投資驅動的穩增長政策，但政策卻帶來了傳統過剩行業的產能擴張，擠壓了服務業投資。在穩增長的背景下，繼續適度預調微調，調整經濟結構，已成當務之急。經濟短期反彈，市場反應樂觀，反映市場增強了中央「穩增長」的信心。

### 傳統過剩行業產能再度擴張

中央表明當前「穩增長」是在「防風險」和「去槓桿」的背景下行。在地方債務黑洞顯現，經濟滑出至下限的壓力下，基建、房地產增長的倚重再次被強化。投資增速中連續四月下行態勢，房地產投資穩定增長，新開工大幅回升。而貨幣和信貸亦加以配合。

在這背景下，工業生產增速反彈，7月按年增9.7%，遠勝市場預期及6月份的按年增8.9%。多種主要產品如鋼材、金屬等產品的產出速度加快，黑色金屬冶煉等產能過剩行業增速明顯回升，我們認為，這更多地反映了在經濟下滑壓力下，中央的權衡和取舍。對這階段性的側重，不能看作基調的轉變，因而不能對這類產業的轉向期望過高。

### 階段性側重 不能作基調轉變

但從股市的反應看，顯然是市場對「穩增長」信心的增強，更主要的，是對新一屆政府施政理念的肯定。7月份，李克強總理先後提出多個訊號，包括增長、就業不跌出「下限」的「底線論」；繼而房地產政策轉變，由過去針對性調控，轉變為

「促進房地產市場平穩健康發展」，對房價上漲的最大容忍，釋出「穩增長」的決心；人民銀行在錢荒後重啟逆回購，在金融政策方面亦見姿態的轉變等等。根據「穩增長、調結構、促改革」的政策目標，各行業推出密集性措施。

就擴大內需市場來說，在政治局會議和此前的國務院常務會議之後，新政府圍繞著「守住底線」的目標釋放了一系列「穩投資」和「穩消費」政策，這些政策已經起到了一定托底經濟、促進轉型的效果。7月12日李克強主持召開國務院常務會議，已研究部署促進資訊消費，拉動國內有效需求，近日再有細節出台。

### 研促資訊消費 引領經濟轉型

國務院日前印發了《關於促進資訊消費擴大內需的若干意見》，提出到2015年，使資訊消費規模超過3.2萬億元，年均增長20%以上，帶動相關行業新增產出超過1.2萬億元；基於互聯網的新型資訊消費規模達到2.4萬億元，年均增長30%以上。《意見》提出，切實改善企業融資環境，鼓勵創新型、成長型互聯網企業在創業板等上市。資訊消費對於經濟增長的拉動作用非常明顯，隨著政策落實，多個相關領域將迎來新一輪投資熱潮，但與傳統的鐵路基建不同，穩增長的同時能夠引領經濟的轉型。工信部統計數據顯示，2012年內地資訊消費市場規模達1.7萬億元，較2011年增長29%，帶動相關行業新增產出近9,300億元，行業處於高速增長階段。

可見，7月數據出台，一方面反映消費在放緩，經濟結構未有改善。但另一方面卻反映出李克強主導的短期促增長開始見效。從市場的表現看，中央努力「維穩」及其施政理念正逐步得到市場的認同。

## 手遊市場火爆 卻難突圍而出

比富達證券(香港) 業務部副總經理  
林振輝

過去兩年，伴隨智能手機和移動互聯網高速發展，國內手機遊戲(手遊)行業發展迅速，增速遠超網頁遊戲(頁遊)和客戶端遊戲(端遊)，2013年更被業內人士稱為「手遊元年」。股票市場也充分展現手遊行業的火爆程度。今年以來，手遊概念橫掃A股和港股，行業龍頭騰訊控股(0700)由1月初的249元大升48.59%至8月13日的370元，金山軟件(3888)和網龍(0777)由年初至今更大升超過1倍。手遊行業火爆，不過可以成功的公司卻寥寥無幾。

### 收入增速驚人 用戶量大

銷售收入方面，截至今年6月底，上半年國內手遊市場實際銷售收入達到25.3億元，較上年同期增長100.8%。用戶數量方面，截至6月底，手遊用戶規模達到1.71億人，較去年同期增長119.3%。按增長率 and 用戶規模估算，手遊市場規模未來幾年很可能達到300億至400億元，極具發展潛力，而預計今年市場規模將達到100億。

手遊市場具有如此巨大發展潛力，主要有三個因素。首先是智能手機，尤其是低端手機的普及化。雖然一二線城市智能手機市

場相對飽和，但佔有內地2/3人口的縣及以下地區，智能手機覆蓋程度仍然很低，潛力巨大。其次是無線網絡和3G網絡覆蓋率提升。根據中國互聯網信息中心資料，截止2012年底，75%用戶通過手機上網，71%用戶通過電腦上網，對比2007年，兩者比例分別為28%和90%。3G甚至4G網絡的深入覆蓋，可以進一步提升手遊用戶規模。再者是付費方式的多樣化、便捷化。手遊公司通過與銀行或者第三方如支付寶合作，可以直接鏈接到支付頁面。如騰訊旗下產品微信5.0推出了微信支付功能，通過綁定銀行卡，用戶可以輕鬆支付。

### 市場空間巨 競爭更激烈

手遊行業單款遊戲成功率低，一方面是遊戲玩家喜好轉變快、黏性低；另一方面遊戲更新速度快，容易被複製或超越。目前每日有上千款遊戲在不同平台線上，最後成功的只有二十幾款，如大浪淘沙。此外，國內手遊市場還需要面對國外遊戲商及微信雙重壓力。市場火爆的遊戲如《Angry Birds》和《Temple Run》等，背後的Robio和Imangi是全球知名遊戲開發商。而微信手持4億用戶，加上騰訊本身巨大優勢，微信進軍手遊行業對其他公司威脅甚大。總體而言，筆者認為手遊行業仍具有巨大市場空間，不過個別公司難以從中脫穎而出。

## 四叔捐地若成事 助基層上車

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

差餉物業估價署最新數據顯示，今年頭六個月A類單位(實用面積40平方米或以下)落成量為零個。湊巧恒地主席李兆基捐地有新消息，兩宗新聞加起來，引發的聯想就是，市場傾向發展較大單位，屬於上車盤的小型住宅缺乏新供應，四叔希望憑個人之力，扭轉這種形勢，既主動捐地、又願意墊支建築費及補地價，希望盡快建小單位，以成本價120萬出售，甚至願意讓房協決定銷售對象，不一定局限年輕人。

發展商收購土地儲備需花長時間及成本，四叔這樣做是一項善舉，他放棄本身擅長的賺錢機會，把原來可以賺取發展商利潤的土地不計收購成本自願捐出，一番好意，值得肯定。筆者樂於見到此計劃的構思並希望盡早落實執行，但願社會各方支持解決各項細節以玉成其事，假如日後有更多發展商效尤，可幫助解決現時年輕人上車難的問題，社會的怨氣或因有所消減。該類小單位是香港置業階梯Housing Ladder的基層部份，較多新增供應可彌補現時市場這類單位的供求失衡。

### 增小型單位供應 補市場不足

消息披露四叔與房協研究捐出的第一塊地在元朗馬田壩，佔地約63,500方呎，以5倍地積比率興建，可建樓面面積約317,500方呎，構思興建2棟24層高住宅，假如每伙300方呎，共可建1,058個單位。該地距元朗市中心不遠，附近早已有不少住宅項目，如原樂、蝶翠峰及綠庭園等，透過地段旁的十八鄉路連結高速公路網，交通方便。從地理位置及交通條件看，均適合較高密度住宅發展。

現時港府覓地建房有多困難大家都知道，有人自動捐出半熟地，建市場不大願意建的小型單位，既免卻規劃諮詢及收地過程的政治化爭議，又可以較快速解決房屋問題，正是何樂而不為，但為何特區政府不領情？相信最大關鍵在於與現行資助房屋政策出現矛盾的顧慮。比如現時政府出售居屋及公屋，不是免地價，而是按既定政策給予地價折讓，在不准轉讓期過後，假如在公開市場轉售，仍需要例向房委會補足地價市值的差額，因此免地價實難絕不可能發生。

四叔欲捐的項目，定價每伙120萬，以300方呎計，成本價每方呎4,000元，現時建築費每方呎3,000元，即是可付地價部分每方呎只得1,000元，以現時元朗新市鎮邊緣住宅地價每方呎3,000元至3,500元計，即是折讓67%至71%，比現時房委對居屋所採用的折讓率高得多，假如由政府接手做，即出現兩套資助房屋政策，容易做成分化，甚至居屋業主要求更公平對待，爭議採用新的折讓率。

### 訂定可行方案 有望落實執行

四叔與房協研究合作是一個理想的選擇，房協是有公信力的半公營房屋機構，可監察整個運作及確保將來出售單位公平公正辦理，由房協負責訂定一套可行的方案，包括購房者的資格限制如入息限額、地價折讓率、不准轉售期、轉售對象限制和補地價規定等。筆者建議售價可高一點至140萬左右，令地價折讓率調低至五成，但不准轉讓期可以比居屋的拉長五年，至於轉售的補地價安排可參考現行的居屋制度，不准轉讓期屆滿，如轉售給首置人士由買家承擔日後補地價責任，但如在公開市場轉售，仍需補足當時地價市值的差額，補地價所得款撥入專用賬目，以用作同類項目的經費。

## 股債資金真的大輪轉？

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
葉澤恒

今年初，正當投資者認為債券的吸引力仍會持續時，已經有金融機構發出警號，指資金將會流出債券，重投股票市場的懷抱。當時的意見是，由於息處處於極不尋常地低的水平，而企業盈利開始見有改善的情況下，資金應該會重投股市。

若當時真的出現大額資金由債市轉投股市，可能會令股市急升，而債券市場將出現恐慌情況。但是，聯儲局卻突然殺出減少買債的措施，殺投資者一個措手不及，令兩者價格均出現調整，令股債大輪轉的劇本受到影響。

### 部分主權基金擬降持債比重

但想深一層，聯儲局不會是即時收水，這可能意味資金將會較有序地撤出債市，轉而投向股市。惟全球規模的政府主權基金，亦開始加入股債大輪轉的一分子。以日本為例，日本規模達800億美元的退休基金，打算降低債券所持有的比重，轉而投往股票。除了日本外，挪威的主權基金亦有類似舉動。

雖然這些主權基金表示，股債持有比率的調整只有數個百分點。惟由於這些主權基金的規模龐大，只要其資產配置出現數個百分點的轉變，亦會

輕易令資產價格出現大幅波動的情況。由於投資者目前仍處於較理性的情況，故股票市場並未被大幅推高。

### 經濟不明朗 增持股料屬短期

但是，企業盈利前景是否如此樂觀？相信不少投資者的答案是不清楚或否定這答案。資金由債轉股的原因，只是因為預料美國聯儲局將會帶頭開始減少買債，料其他央行在經濟復甦後，亦會作出相應行動。惟投資者對未來經濟前景感到不明朗下，料增持股票或屬短期性現象。一旦央行在減少買債或停止買債後，經濟再度出現下滑風險時，只會令資金重投債市。

美股上兩周續創新高後，似乎出現後繼無力的情況。多位地方聯儲官員再度指出，聯儲局應該減少購買債券。但由於美國債務上限可能有機會於9月底或10月初達到，聯儲局是否有需要觀察債務上限問題的發展情況。若果兩黨仍未就能就問題達成協議，美國可能隨時再次墜入財政懸崖。

除了美國本身的不明朗因素外，歐洲及新興市場國家其實亦有本身的問題。雖然歐洲第二季經濟出現按季增長，打破了持續衰退的情況，但是未來能否持續復甦仍然存在懷疑。至於新興市場方面，目前要觀察海嘯後推出的刺激經濟措施，所帶來的後遺症情況，再決定怎樣令經濟復甦，恐怕需要較預期的時間。

## 釋放信息可助化解衝突

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

筆者曾以諾貝爾經濟學獎得主Kenneth J. Arrow的「阿羅不可能定理」(Arrow's impossibility theorem)解釋社會矛盾的現象，近日社會衝突有不斷升溫之勢，不禁令我們想起另一個由Arrow提出的理論——「信息不對稱理論」。現實生活中，人與人之間的衝突其實有不少是源於「信息不對稱」，筆者嘗試以自身的經歷作解釋。

### 誤會源自「信息不對稱」

一天，筆者與家人到主題公園遊玩，在公園入口的車站排隊等候觀光火車時，發現不少車上的乘客到站後仍不願下車，大部分看似是內地遊客。他們沒有因不下車而面露一點不好意思，甚至轉換更好的位置。職員不但沒有催促他們下車，反而上前幫助。在場人士(包括筆者)都竊竊私語，批評那些不願下車的乘客，更不滿職員討好內地遊客，無視在場等候的港人。「蝗蟲」、「離譜」、「不公平」之聲開始蔓延。不過，大家還算克制，只是微聲抗議，車上乘客和職員都聽不到，沒有造成「兩地衝突」。好不容易終於上了火車，後來在車上聽到了一段廣播，才得知火車是走循環線，而不少乘客於入口車站的前一站上車，故有乘客不下車也是自然不過的。事件反映了「信息不對稱」，公園職員與車上乘客知道循環線一事，而正在排隊等候的遊客卻不知情。同時亦反映了在不清楚信息下，各人都有自己的假設：公園入口是總站，所有乘客必須下車，不理他人的車上乘客是內地遊客，職員以至公園只懂討好不守規矩的內地豪客，拜金為上。在這種假設與推論下，心裡必定充滿「不公義」的怨氣，若大家的推論一致並急於動「義怒」，則衝突必起。

在「信息不對稱理論」中，一般人感覺掌握資訊比較充分的一方，往往處於比較有利

### 掌握資訊方需釋放信息

筆者及其他遊客在未獲得足夠信息之前，都對不願下車的乘客及公園職員有所不滿。幸好於下車後得知「真相」，心情才平復下來，差點錯怪別人。可是這又帶出了一點啟事：如果筆者能自行獲得信息(即事件的真相)，或掌握信息比較充分的一方(即公園職員或車上乘客)給予解釋，就會減少不必要的誤會或衝突。回到事件的最初，想一想如何避免衝突？答案原來十分簡單：以站內公開廣播預先告知乘客火車是走循環線，乘客可以不不在所謂的「總站」下車，候車的人自然會理解，這是以釋放信息化解衝突的例子。

當然，很多時不能釋放每一信息，又不知哪些信息可確保減少誤會。但是，掌握信息者需要自行獲得信息(即事件的真相)，或掌握信息比較充分的一方(即公園職員或車上乘客)給予解釋，就會減少不必要的誤會或衝突。回到事件的最初，想一想如何避免衝突？答案原來十分簡單：以站內公開廣播預先告知乘客火車是走循環線，乘客可以不不在所謂的「總站」下車，候車的人自然會理解，這是以釋放信息化解衝突的例子。

### 有利互相了解爭取信任

最後，筆者盼望社會各界能互相了解，多交換信息，資訊較少的一方可先持開放態度，且看事情的發展結果，才選擇是否投下不信任的一票。畢竟香港是我們的家，真的不願衝突愈來愈多，在職場、家庭、朋友間亦是一樣。

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。