從PMI重上50看內地期望管理

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

匯豐8月PMI初值重上50水平之上，外界為之驚喜，股市的跌後回升，以至氣氛上的好轉，明顯之至。究竟應怎樣理解，真的是喜，抑或有喜有憂？

當然，細節上，大家有樂觀的理由，上述數字較反映私人企業甚至中小企，參考價值可能比官方的來得更有意義。但說起來，內地相關經濟數據改善，不只一次，近幾星期，已有其他的數據好轉。所謂改善或好轉，當然要以一整個趨勢來衡量，才是合理和可靠，尤其是與過去一段日子的情況相比，以及跟去年同期相比，都有改善的，才是真正好轉。如今的情況，客觀上只能說是沒有之前那種每下愈況或愈來愈嚴峻的情況，談不上確認好轉。

不過，說到底，關於好轉與否，除了數字本身的不同時期比較，更與外界的預期相比較，後者雖有客觀的部分，但主觀成分不少。客觀的其實往往是根本過去數據，整理出一個按時序的變化規律，然而，用這個客觀的部分來形成的預期，其實沒有提供比上文提及的不同時段比較更多資訊。至於預期形成所需或所必然存在的主觀成分，更多是來自人本身如何解讀最新的市場供求或政策方向等變化，估計這些外界情況，與本身設想的模型，究竟有多相似或不相似，不時微調各項參數或設定，這些做法不是沒有法度，只是離譜之事亦不鮮見，反映出人對全局掌握的有限。

由此看來，除了數字本身的意義，更要顧及預期的形成。此之所以，不同地方的財金決策者，無不重視期望管理。遠的不說，內地新領袖上場，要求增長不單是數字上，更要質素上。上半年一直刻意從緊，即有期望管理的意味。大家看着上場後，同樣的事件，不同的反應，最初由不相信，至後來不得不信，期望即被改變了。

具體而言，年初之時，大家還期待有各式好消息跟進。例如貨幣政策變得寬鬆，財政政策對不同行業有所協助等，但隨着數據一直轉差，但當局不但沒有依此方向推行政策，反而執行收緊之策，一直到大家再望到數據時，沒有起色，亦沒有拯救，直到死心，然後接受增長放緩是大趨勢大方向，沒有必要隨便更改。

可就在這時，當大家的期望忽然變得十分悲觀之際，爭論經濟增長保底與否，保底之底在何，當局便有必要以行動和言論，正其視聽：長遠而言，是立足當下，但放眼十年，期許以翻一番的目標，簡單算術即可知每年複式增長百分之七。

有此方向一出，加上政策配合，而其後數據徐徐改善，大家的預期，便又另一次的被改變，變為剛好審慎樂觀，不是年初的一廂情願，但又不是第二季尾的極度悲觀。

■匯豐中國PMI 8月初值重上50水平之上，令市場喜出望外。

依此看來，數據印證的不單是政策到位的效果，更重要的是期望管理的微調策略奏效。

走資破壞性影響 新興市場浮現

太平金控．太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

美國退市預期觸發亞太區走資潮。資金大舉流出新興市場，近日衝擊亞太區股匯，印證了8月9日我們在本欄題為《資金回流歐美 新興市場添壓》一文的預測。亞太區內的印尼與印度金融市場劇震，港股周二急瀉近500點後前天進一步下挫，昨天走勢反覆，猶幸內地市場未受影響。

本周初亞太區金融市場大幅波動，主要集中在印度和印尼，印度股市下跌近6%，10年期國債收益率突破9%，盧比貶值3%；印尼股市暴跌11%，10年期國債收益率也升破8%，印尼盾也貶值3.4%。近兩日雖略喘穩，惟匯市震盪仍未止，如泰銖匯價再跌至13個月新低，印尼盾更暴跌創4年新低。

印度印尼等股匯連日大震盪

新興市場連日受衝擊，主要原因有二：一是美國退市預期升溫。過去幾年，發達國不斷量寬，超低息環境造成全球流動性泛濫，印度、印尼和泰國等新興經濟體吸納了大量資金。如今美國退市預期升溫，量寬的負面溢出效應，對新興市場的破壞性影響正開始浮現。

二是新興經濟體個別地區經濟下滑、雙赤字高企。例如印尼二季度GDP從6%下滑至5.8%，而且貿易赤字擴大6億美元，經常專案赤字/GDP兩年擴大2倍至4.5%。再如印度通脹高企、經常專案赤字和預算赤字攀升，債務負擔加重正拖累經濟。為了對抗資本外逃和貨幣貶值，印度上周限制黃金白銀等進口，以及收緊海外投資、海外匯款等資本管制措施，此舉反而加劇投資者對印度政府的不信任和對其經濟前景的憂慮，而成為資金外逃變本加厲的導火索。

美退市預期若升溫 風險激化

短期來看，美國退市預期升溫是新興市場資金外逃的導火索，前晚公佈的美聯儲會議紀要未有對何時開始縮減購債規模提供啟示，但未來幾個月退市是市場的主流觀點，不明朗因素令美股前晚走勢反覆，急升再急跌。印度央行周二開始賣出美元買入印度盧比，以圖穩定匯率，並宣佈一系列措施穩定債市。預計在政策干預下，目前緊張情緒將有所緩和。

然而，真正的考驗還在後面。未來退市預期將再度升溫，風險將再度激化。美債利率走高，將提升全球利率水準，從風險收益的角度看，發達國家將更具吸引力。新興經濟體風險資產波動更大，匯率貶值、股市大幅調整風險浮現。

需加快結構調整 尋新增長點

美國退市對發達經濟體和新興經濟體的影響不同，本質原因在於前者在08年金融海嘯以後就開始進行去槓桿化，且經濟正呈現弱勢復甦的跡象。而新興市場在08年以後在全球低息環境下持續加槓桿。在美國退市預期升溫，美元利率趨升的背景下，不但不可持續加槓桿，而且普遍出現去槓桿壓力。

就新興經濟體本身而言，不少地區經濟增長放緩，國際收支經常帳目赤字頻現。未來強化經濟結構性調整，形成新的經濟增長點，以防經濟增長進一步下滑正成為要務。

相比其他新興國家，中國內地雖存在樓市與地方債兩大經濟隱患，幸而經濟基本面較好，體現在通脹溫和、經濟增速較高，經常帳戶充裕。同時資本帳戶未完全開放、外匯儲備充足，央行因而有充裕的工具與政策迴旋空間去抵禦這次衝擊。

減買債漸成主流 美退市逼近

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

美國聯儲局周四凌晨公布上次議息的詳細會議紀錄，雖然顯示內部委員對何時減少買債存在分歧，但整體上的共識仍是向減少買債之路出發。會議聲明亦顯示，委員將會更具體地表達詳細內容，對未來資產購買計劃前景的看法，明顯是希望透過較明顯的訊息，向投資者及市場提供何時將會進一步減少購買資產及金額。對於未來指引的前瞻性亦見增加，甚至向市場提供一旦失業率降至6.5%後，聯儲局對利率及貨幣政策的看法。

但較特別之處是，其實聯儲局官員對美國經濟前景仍不感樂觀。不但指出上半年經濟增長弱於市場預期，而且更指出按揭利率上升、油價持續高企，全球經濟增長放緩，以及美國仍面對另一次財政懸崖的問題，顯示美國經濟增長出現下行的風險仍然存在。在美國仍然經濟增長仍處於疲弱之時，卻又突出想減少購買資產，顯示伯南克希望為其接班人鋪排退市之路。

兩手準備 防短期經濟波動

此外，對於利率及貨幣政策方面，委員其實亦有明確的轉變。首先，內部曾經討論了明確或增加聯邦基金利率的前瞻指引。這方面，可以為聯儲局長遠加息的安排鋪路，但預料仍需要較長時間。第二，對於失業率及通脹的方面的門檻，可以作出調整，以避免過早引發市場對利率上升的憂慮。第三，首次提及可能設立一個固定利率不限制額度的隔夜逆回購，相信是希望除了購買債券外，增設另一個渠道，以應對一旦短期經濟出現波動時，可以透過補充性的貨幣政策去彌補。

總括而言，聯儲局公布減少買債的時間已經逼近，離不開今年9月或10月。目前要考慮的第二個問題是，減少購買債券的金額。由於市場目前的情況不太穩定，一旦第一次的減幅超出市場預期，可能會引發更大震盪，絕非市場之福。因此，預料有機會首輪減少的幅度在100億至150億美元。

資金外流 新興市場續波動

在美國聯儲局可能減少買債的情況下，過往數年受惠量寬的國家，開始面對資金外流問題。東協、金磚四國、南非與及歐洲中部的國家，亦感受到聯儲局即將退市的威力。亞洲區方面，印尼及印度既面對高通脹及低經濟增長問題之餘，經常帳持續惡化，亦突出這兩個國家經濟問題的嚴重性。會否由這兩個國家引發區內金融市場出現新一輪的混亂，相信是投資者需要關注的問題。

至於亞洲區以外的國家方面，巴西及南非的經濟問題已突顯出來。但筆者更擔心的，卻是歐債危機會否重現。筆者已見歐洲近乎全部國家的十年期債息已經持續上升，對歐豬國家的利息開支將會構成壓力，有機會是引發歐債危機的爆破點。

「烏龍指」無礙內地券商復甦

比富達證券（香港）業務部副總經理
林振輝

8月16日，按營收排名12位的內地券商光大證券，錯誤下達海量買盤，令上證指數兩分鐘內上升近6%。光大「烏龍指」事件不單止令光大證券風控缺失成為市場焦點，內地券商龐大的自營業務規模也浮出水面。近年來，內地券商都在努力告別單一業務模式，實現業務多元化。

傳統業務萎縮 依賴自營業務

內地券商有三大傳統業務：經紀業務、自營業務和投行業務。經紀業務—A股自08年大跌以來一直處於低位，大部分散戶已經成為「僵屍戶」，甚少交易致使券商股票佣金收入銳減。據中國證券業協會公布的數據，2012年佣金收入占券商總收入的比重為39%，遠低於2008年的70%。投行業務也面臨相似情況，IPO項目減少，去年11月甚至暫停IPO，至今仍未開閘。唯一可以依賴的只有自營業務，證券投資收益由2011年的49.77億元（人民幣，下同）大升至2012年的290.17億元和今年上半年的209.44億元，佔券商總收入比重由2011年的3.66%升至2012年的22.41%，今年上半年更升至26.67%，增速驚人。

2008年以來，內地券商整體營業收入沒有出現明顯下滑，除了自營業務發展迅速之外，其他業務的發展也功不可沒。2012年內地券商開始開展財務顧問業務，投資諮詢業務和融資融券業務。2012年此三大業務的淨收入達到99.57億元，佔總收入比重為7.69%。而今年上半年三大業務淨收入已經達到95.6億元，接近去年全年水平，佔總收入比重升至12.17%。

拓展新業務 實現多元化

與此同時，股票期權和國債期貨等金融衍生產品已經臨近發行，儘管「烏龍指」事件可能會延後推出時間，但已經箭在弦上。另外，近期包括有光大證券在內的總共9家券商取得證券資金帳戶消費支付功能試點資格，國泰君安更成為首家進入央行支付系統的券商。進入央行支付系統，意味着券商可以跳過第三方銀行託管，直接將證券帳戶轉變為銀行帳戶，可以實現消費、轉帳、匯款等類銀行業務。換言之，即使市場低迷，客戶拋售變現後的閒置資金很大可能會繼續留在證券戶口，可以有效提升券商抗周期能力，而類銀行業務也能增加券商收入。

隨着市場逐漸回暖，加上IPO開閘可能性越來越高，筆者預計券商三大傳統業務將會有所回升。而券商創新業務的快速發展，以及可能會推行的股票質押融資、國債期貨等業務，對於券商都有積極推動作用。在風控穩健前提下，長遠來看，內地券商行業將會迎來發展良機。

發展與保育的反思

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

西班牙著名作家Gonzalo Rojas有一句名言：「不信是錯誤，而盡信是過失。」無論是學習經濟學理論，還是做研究工作，筆者也用此名句警惕自己。雖然每個極端的意見，都有其言之成理之處，更有其可令人反思的智慧，但極端地贊同或反對某些事情，難免有所缺陷。現時，社會似乎正步向兩個極端。以發展新市鎮為例，反對者認為發展的代價太大，不少有保育價值的地方將會消失；而支持者則認為經濟得益將彌補對環境破壞的損失。筆者嘗試簡短地以Thomas Robert Malthus的《人口論》及經濟學的「外部效應」(externality)概念打比喻，讓我們一同作出反思。

Malthus的《人口論》認為人口繁殖速度，比土地生產人類生活所需資源的速度更快，並斷言人口增長速度在無妨礙時，以幾何級數率增長（即1、2、4、8、16、32……），而人類生活所需資源則以算術級數率增長（即1、2、3、4、5、6……）。由此推論，隨着人口愈來愈多，平均每人所分得的生活所需資源將愈來愈少，人口增長速度將會減慢，並到達一個臨界點。若人類不自我限制人口增長（例如限制生育），減慢人口增長速度的原因，將會是因資源不足所帶來的貧困、戰爭和罪惡等等。

發展帶來破壞亦帶來得益

時至今日，Malthus的預言沒有發生，原因是人類並非除了消耗資源之外，一無是處的動物。相反，我們在消耗大地資源的同時，還不斷發明不少科技去增加資源，回饋大地。對於反對發展者而言，這是一個重要的信息。除非我們在發展中得到經濟利益後，一點都不會用於保育方面，否則經濟發展亦並非洪水猛獸，發展的代價可能不如我們想像中大。這裡提醒我們，發展對環境帶來破壞的同時，亦會帶來得益，回饋自然環境。當然，如果過分相信人類回饋自然的能力，導致過度發展，未來我們將要付上沉重的代價。

另外，經濟學的「外部效應」概念也可以使支持發展的人反思。「外部效應」是指某一個體的行為對社會或者其他個體造成了影響（例如：環境污染）卻沒有承擔相應的義務或獲得回報。舉個簡單例子，某工廠因生產而對附近的河流造成污染，間接破壞了附近整個生態系統，但工廠並沒有承受相應的代價，這就是「外部效應」。

污染與保育可同時存在

由於大部分「外部效應」難以量化，又或者人們未必能意識到將「外部效應」計算在內。無心或故意地不計算「外部效應」，令到自然環境被不斷被破壞，而人類也沒有作出相應的補償。發展所產生的「外部效應」也是一樣，我們需要反思是否已就發展所帶來的破壞作出全面的量化，確保得益大於損失？

當然，我們亦不能將「外部效應」極端地看成禁止污染的理由。把「外部效應」計算在內，只能得出最適度的污染水平，而污染與保育是可以同時存在的（筆者並不排除最適度污染水平為零的可能性，而如何計算此水平則十分主觀（視乎研究者對折現率的假設），由於理論涉及數式，不在此詳細說明）。總括而言，我們盼望支持與反對者可以互相理解，各退一步，尋求共識。

星新房屋政策可供港借鑒

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

新加坡政府宣布，對3個迫切影響民生的領域，包括醫療保健、住屋和教育作戰略調整。所宣布新政策，在資助基層置業方面，目標是要確保「每個有工作的新加坡家庭都有能力擁有房子」。有人拿香港及新加坡兩地作比較，認為香港在多方面都自愧不如。但其實兩地政治環境不同，所面對問題的性質和規模亦截然不同，根本不可以直接作比較。

新加坡是一個國家，政府推行新政策可以較快速進行，香港是特別行政區，現時面對2017選舉議題，社會聚焦於選舉方案，很多原本屬於民生範疇的課題，都要經過政治化的議論，政府推出新政策，面對的困難複雜而繁多。

助基層置業措施值得研究

新加坡政府承諾增加置業補助，讓月入低至1,000坡元(約6,000港元)的家庭亦能置業安居，強調確保每個有工作的家庭，都有能力擁有房子。其實新加坡逾8成家庭住在組屋(類似本港居屋)，加上住在自置私樓家庭，剩下只得約5%主要是基層家庭的人口未置業。反觀香港，目前已置業家庭只得一半左右，比較兩地的未置業人口，數目上有天淵之別。

新加坡多年來在推行組屋等房屋計劃已建立基礎，其新政策值得借鑑，只要你有工做，而家庭入息超過1,000坡元，政府便幫你上車，該國發展部年初透露，目標是國民用四年薪金便可以買入組屋。新政策提出以補助令月入1,000坡元的家庭有能力買一房一廳式組屋。另外，為幫助樓換樓，細屋換大屋家庭，當局會提供改購較大單位津貼，另加高達2萬坡元的特別公積金購屋津貼，同時，把家庭入息上限調高，令更多中產首置戶受惠。這些新措施的精神，很值得香港當局深入研究，看看那些可以引入到本地政策當中。

港大量建房須先解決地荒

新加坡的新樓供應由政府主導，超過80%人口住在類似本地居屋的組屋，當地政府在土地開發及填海等工程都較易進行，香港在這方面就沒有同樣優勢。目前本地面對的最大難題是地「荒」，開發土地的計劃如新界東北及維港外填海，都面對不同反對聲音。港人應該檢討，支持政府開發土地計劃，始能有大量建房的機會。

香港一向實行「量入為出」、「收支平衡」的財政政策，假如好像新加坡新政，為基層提供全面置業津貼，那麼錢從何來？納稅人因此需要多交稅款，或者納稅較多人士需要津貼納稅較少人士，政府加稅是否受市民歡迎？不要忘記香港未置業人口比新加坡多很多，即是假如實施類似置業津貼，要全民上車的話，可能要大幅加稅，稅基稅種亦要作出重大調整。

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。