

薩默斯退選 耶倫勝算高

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

聯儲局本周將舉行議息會議，除議息會議結果受市場重視外，聯儲局下任主席人選誰屬，亦是市場另一焦點，因為下任主席之處事風格及取態，將會影響未來幾年聯儲局之貨幣政策變化，對金融市場有着決定性的影響。

現任聯儲局主席伯南克任期將於明年1月屆滿，而他亦早已暗示不會留任，因此，奧巴馬要在今年秋天公布提名繼任人選，然後待國會確認。前美國財政部長薩默斯，以及現任聯儲局副主席耶倫從幾個月前便成為當選之大熱門。

馬關係密切。在過去出任白宮經濟顧問的兩年間，每日向奧巴馬作簡報並擁有對方的黑莓私人電郵，亦是其高球和網球的「波友」，假如薩默斯出任聯儲局主席，便可配合奧巴馬施政。

不過，於周一(16日)早上，卻有報道指出，前美國財政部長薩默斯致電奧巴馬，表示其將退出聯儲局主席的競爭，要求奧巴馬把他從候選名單中剔除，指他的候選會引起動盪，對聯儲局、華府以至於美國目前經濟復甦都不利。

事實上，薩默斯一直被指是奧巴馬心目中接替聯儲局的最佳人選，主要由於他與奧巴

然而，由於薩默斯現為花旗銀行顧問，多名國會議員均擔心他與華爾街關係過密，一旦當選，日後薩默斯之貨幣政策難以擺脫傾向金融業之嫌疑。亦有議員認為，薩默斯出任前總統克林頓的財政部長期間，放鬆了對華爾街的管制，間接造成其後的金融危機，因此，在面對巨大阻力下，薩默斯最終選擇了退選。

薩默斯退選聯儲局主席，令耶倫順理成章

成為頂頭大熱，由於市場早前普遍預期，假如薩默斯當選聯儲局主席，將會加快退市步伐，令寬鬆措施提早結束，而耶倫的貨幣政策取向較薩默斯寬鬆，市場預期聯儲局在耶倫領導下，退市的步伐將會放慢，令美元於周一(16日)早段急挫，金價亦出現急升的情況。

話雖如此，耶倫亦非百分百穩勝，從近月之報道可看出，奧巴馬對耶倫出任聯儲局主席並非太滿意，在提名限期未完結前，奧巴馬仍可另覓人選，如早前奧巴馬曾透露，他亦有考慮提名聯儲局前副主席 Donald Kohn。

Kohn 整個職業生涯都在聯儲局系統度過，對聯儲局之體系以及貨幣政策熟悉，並是除耶倫外，協助伯南克處理金融海嘯的得力助手之一，亦曾經獲小布什總統提名出任聯儲局主席，應比耶倫更容易通過國會確認。



薩默斯表示退選聯儲局主席，令耶倫(小圖)順理成章成為頂頭大熱。圖為美國聯儲局。資料圖片

不過，Kohn 年齡逾70歲，或會令外界質疑其能否有精力擔任聯儲局主席一職。事實上，從外國之博彩網站耶倫勝出聯儲局主席之賠率可見，耶倫勝出之機會率遙遙領先，而相信在別無選擇下，奧巴馬亦只好提名耶倫，成為史上第一位女聯儲局主席。

美將「收水」 經濟狀況成關鍵

太平金控、太平證券(香港) 研究部主管
陳羨明

美國聯儲局是否開始縮減貨幣寬規模(QE)，無疑是近日金融市場的大事。市場正密切關注事件的發展。美聯儲今天開始議息，市場主流觀點估計，聯儲局將會宣告啟動退市。由於過去三個月市場已對美國退市消息反覆消化，若美聯儲此時退市，短期看，對市場心理方面的影響更為明顯。長期看，未來經濟基本本面仍然是影響資產價格的主要因素。

金融海嘯爆發至今已5年來，美聯儲通過資產購置計劃，增加銀行的超額準備金，最終令銀行體系的風險受控。經過先後四輪QE及「扭曲操作」後，美國經濟現正緩步回升。不過，從經濟資料來看，現在退出QE的確存疑。

經濟學家多預計會減少買債

不過，早於上月中，彭博一項調查指出，65%的經濟學家均認為，美聯儲會在本月開始退市行動。目前，市場估計的退市方案，是把現時每月共850億美元的購債規模，包括450億元國債及400億元按揭抵押支持債券(MBS)，分別各減50億元，並根據未來失業率的變化來調整退市時點及幅度。

無論如何，對本次會議關注的重點，是美聯儲QE放緩的總體規劃，以及如何去引導市場預期。為此，需要關

注幾點：一、前瞻指引；二、國債和MBS縮減的節奏和規模；三、對未來基準利率的預測。

儘管市場已對美國退市消息反覆消化，但隨着會議臨近，市場仍然日趨謹慎。對本次會議，估計可能出現的情況是：一、加強前瞻指引來抵銷退市對市場的負面影響；二、繼續強調以經濟資料為依據來調整政策變化；三、有方法穩定短期利率預期。

很明顯，美國幾輪QE形成美元走弱，大量的廉價資金，雖穩住了美國經濟，但資金大舉外流，激發了大規模的全球套息交易，推高不少新興經濟體的資產價格。

未來經濟資料影響金融市場

目前，市場更關心退市預期對資產價格的影響。不管是否本次會議宣佈退市，可以肯定的是，美聯儲未來縮減QE計劃仍然依賴經濟狀況而定。這意味着，未來經濟資料的變化將對金融市場以及資產價格產生直接影響。短期來看，就業資料改善將有意緊縮預期增強，利淡資產價格。反之亦然。長期看，則取決於市場對經濟基本本面和企業盈利預期。一言以蔽之，經濟向好，企業盈利改善，從而推動消費和投資，資產價格則向好。

總的來說，無論美聯儲何時啟動縮減購債計劃，都只在於時機的選擇。若美聯儲宣佈退市，意味着伯南克五年來一手策動的寬鬆措施開始走向一個新階段。

「以房養老」在中國前景堪虞

時富金融策略師
黎智凱

中國國務院13日下發《關於加快發展養老服務業的若干意見》(下稱《意見》)，明確提出要開展老年人住房反向抵押養老保險試點(俗稱「以房養老」)。《意見》同時強調，對於養老服務業，政府要做的是「托底保基本」。《意見》一出，瞬間「以房養老」一下子成為了輿論的最大熱點。

所謂的「以房養老」也被稱為「住房反向抵押貸款」或者「倒按揭」。是指老年人將自己名下的房屋產權抵押給銀行、保險公司等金融機構，可定期獲取一定的養老金直到去世。倒按揭是上世紀80年代中期美國新澤西州勞瑞山的一家銀行創立的。在美國，「以房養老」有這樣一種模式，62歲以上的老年退休人員可將自己的房屋做抵押，每年從銀行取得一定的貸款作為生活補貼。夫婦去世後，房屋首先被用來彌補銀行借款及其利息，有剩餘時再留做兒女繼承。

內地推行住宅用地年限70年

在筆者看來，「以房養老」這個在中國內地實施的效果

不大。因為中國老人通常的做法是將房產傳給子女。這種做法緣於一種家庭功能的觀念，幾千年流傳下來的觀念不可能輕易被一種新型的養老模式所顛覆。更何況美國和中國國情等各項政策是不一樣的。就拿產權來說，美國是私人財產制度，當你分期付款完畢之後，房子永遠是你的了。中國內地推行的住宅用地70年年限。加上中國房價高，許多老百姓辛苦一輩子也難以攢下一套房子，就算買下一套房子，當老人年邁將房產抵押時，房子的使用年限所剩無幾，用剩下的使用年限來「倒按揭」的資金是不多的，另一方面承擔的風險也較大。

中國正在快速進入老齡化的社會，這已經成為不爭的事實。根據相關數據統計，2012年底我國60歲以上老年人口已達1.94億，2020年將達到2.43億，2025年將突破3億。同時，在養老問題上，中國人口基數龐大、歷史欠賬太多，以及龐大的養老金缺口，這對國家養老事業上的投入，構成了巨大的影響。

面對這些，筆者認為，政府應擔當起更多的責任，而不應該成為政府減輕責任的借口。就拿「以房養老」來說，且不論其在中國當下的國情是否是可行的，本來這一養老辦法本質上應該是一種市場行為，是銀行、金融等中介等機構和居民之間的商業契約，而不是出相關的明文規定。

誰會懷念薩默斯？

彭博視角專欄作者
William Pesek

薩默斯主動退出競爭美聯儲主席，幫了美國總統奧巴馬一個大忙。大洋這邊，亞洲也長舒了一口氣。一段時間來，亞洲市場的表現就像是1997年重演，聯儲局匆忙退出量化寬鬆的可能性讓人憂心忡忡。當西方市場的投資者談論「減碼」量化寬鬆的時候，傳到他們亞洲同行耳中的卻是「市場崩潰」。這種恐懼是1994年聯儲局啟動嚴厲而又混亂的緊縮周期留下的烙印，當時亞洲市場遭到重創，並成為三年之後亞洲金融危機的導火索。1994年之後美元大幅升值，亞洲一些經濟體當時實行的釘住美元匯率制度難以維持。

一想到薩默斯可能坐在聯儲局主席的椅子上，亞洲許多人就感到頭疼，不單是因為克林頓政府時期美國領導全球應對亞洲危機的團隊表現拙劣，而薩默斯便是其中一員，還有一個原因是，薩默斯屢屢發表質疑超寬鬆貨幣政策效果的言論，讓亞洲官員每次看到都會眉頭皺得更緊。他們擔心，薩默斯會以比耶倫快得多的速度退出量化寬鬆，從而使印度、印尼和泰國等經常項目順差正在不斷擴大的國家經濟一瀉千里。

亞洲如此緊張，奧巴馬在最終決定由誰來取代明年1月底離任的伯南克時應當引以為戒。美國央行在華盛頓作出任何重大舉措的時候，必須考慮可能在全世界造成的破壞，這一點比以往任何時候都更加重要。

聯儲局在全國有12家地區聯邦儲備銀行，並且基於全國的供需狀況來作出貨幣政策決策。但是過去20年來，聯儲局政策的全球影響力日漸增強，將拉美看作第13個地方聯邦儲備銀行轄區，將東南亞、東歐和中國看作第14、15和16個轄區並不為過。從布宜諾斯艾利斯到雅加達，投資者對聯儲局一舉一動的關注往往超過對本國貨幣政策部門的關心。不管這種現象是好是壞，聯儲局必須將其政策影響的國際化時刻謹記在心。

如果聯儲局政策引發亞洲市場陷入混亂，對奧巴馬大肆宣傳的重返亞洲戰略何益之有？在當今這個聯繫緊密的時代，亞洲陷入新的動盪也會迅速砸到美國自己的腳。

「聯儲局堅持自己無可指責，與2008年-2009年大危機之後的粗魯態度全無二致，當時聯儲局就聲稱其超寬鬆政策與幾乎將全球推入深淵的房地產和信貸泡沫毫不相干。」摩根士丹利原首席經濟學家、現在耶魯大學任職的斯蒂芬·羅奇說。「聯儲局現在依然否認：如果不是2009年以來量化寬鬆對已開發國家產生的利率壓制效果，追求高殖利率的行為就不會造成熱錢潮水般湧入新興經濟體。」

當然，也不全是聯儲局的錯，亞洲發展中經濟體自己也有責任，它們本應更加努力來平衡經濟，使經濟成長不單純依賴出口。隨着聯儲局準備啟動可能造成市場震動的政策調整，耶倫執掌聯儲局的可能性讓亞洲國家大感寬慰。今天亞洲股市大漲便是亞洲對薩默斯的黯然離去表示感謝。

中國經濟增長放緩利均衡投資組合

AMTD尚策財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

港股恒生指數9月頭高開195點後，大市整體升勢持續，惟市場仍然存在不明朗因素，至上周後期，大市開始回落。截至上周五中午，上證綜合指數本月至今上升6.61%；恒生指數則升5.09%；而標準普爾500指數(至12日)升3.09%。

今年，中國第一季度國內生產總值按年增長7.6%，第二季度按年增長7.5%，經濟增長情況非常接近全年經濟增長目標的7.5%。直至第三季度後期，中國的宏觀經濟狀況有明顯穩定下來的跡象。8月份製造業活躍，意外地優於市場預期；同月出口數字亦進一步增長，出口按年增長7.2%，反映外部需求大幅改善；惟8月份進口按年增幅有所回落，顯示內需仍有疲態。

利率市場化助經濟成功轉型

中國在2001年加入世界貿易組織以後的十年，經濟發展快速，市場經濟也漸趨成熟。當時中國的經濟增長以「保8」為目標，在十年中，出口增長了4.9倍，進口增長了4.7倍。美國次按危機後，歐洲主權債務危機在2011年爆發，使全球經濟增長放緩，至今全球多國的宏觀經濟也一直在調整中。

今年還有「金九銀十」嗎？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

在全年業績會上，新鴻基地產郭炳江主席大讚上海徐家匯地王可堪媲美香港購物中心之銅鑼灣，會投資約400億人民幣去蓋建上海市的地標性綜合體，這是香港上市的大型房地產開發商進駐中國一線城市的里程碑！其實這是眾多全國一二線城市中王中最突出的一宗，今年下半年各大城市的土地市場可謂空前活躍，包括北京、廣州、深圳、重慶、杭州、南京、蘇州、天津、武漢，擱下的地皮都是創下該市總價/單價高紀錄，中標者大多是大中型/港房的開發商如融創、恒大、綠地、萬科/保利、卓越、世茂、越秀、潤地、九倉、招商地產等等，一洗多年沉寂的土地市場的頹勢。

甫踏入「金九銀十」的樓市傳統旺季，開發商就瘋狂搶地，這會否再促使中國一二線城市升溫而將「金九銀十」的銷情再推上高峰呢？筆者分析這些高地價成交源於二大因素。首先全國各大城市新建/二手價格持續上升和上半年眾多地產開發商都錄得理想的銷售成績，一些甚至已達標80%以上，並且其平均售價也是不俗！

根據中指院發布的8月份《中國房地產指數系統百城價格指數報告》，全國百市上月的新建住宅平均價格，按月顯著上升0.92%，尤其以北上廣深四市更突出(分別都突破1%以上)，令按年升幅甚為可觀。同樣地，百市二手住宅價格出現急升現象，北上廣深四市錄得理想按月和按年升幅，是接近近年升二成水平。又根據各大香港上市的内房股發布的首八個月銷售成績，大部分已達標70%以上，手中現金充裕下再大舉入市拿地是必然事。今天他們的年銷售總金額已可以跟傳統港資開發商相比，無怪乎可以在各大賣地場中勝出。

房地產的熱賣其實與土地、房產開發貸和個人房貸大幅回暖不無關係；首季度新增房地產貸款高達7,103億元，佔同期各項新增貸款的27%，無論土地開發貸、房屋開發貸及個人房貸都分別增長同比21.4%、12.3%及17.4%，開發商再不用以起高息去發債集資了！

「農總理」李克強出席大連的達沃斯論壇指出中國經濟奇跡已進「第二季」，表明只有轉型升級才能持續發展。總理在英國《金融時報》撰文論述

「十二五」規劃的主要目標為推動經濟發展新局面、加快轉變經濟成長方式和結構、推進資源節約和環境保護及改善人民生活水平。中央政治局8月尾公布決定今年11月份將召開第十八屆三中全會，屆時可能會宣佈進一步改善經濟的方案。其中，推動利率市場化是讓經濟成功轉型的重要一環。

中央自1993年提出利率改革為長遠目標，多年間不斷穩步推進利率市場化，如開放銀行間同業拆借利率、多次逐漸擴大金融機構貸款利率的浮動空間等等，而直至今年7月更全面開放金融機構貸款利率管制。在改善民生方面，國務院在《大氣污染防治行動計劃》提出過去5年內地空氣質量已有改善，並將再用5年或更長時間繼續治理大氣污染，預期在2017年，全國主要以非農業人口為主的省市的可吸入懸浮粒子濃度將較2012年下降10%或以上。

由於中國市場走勢容易受內地政策因素影響，加上市場憧憬11月份三中全會將對市場提供合理的支持，預期短期內受美聯儲政策的衝擊將會較小。環球宏觀體狀況方面，目前較為穩定，但其他新興經濟體和部分歐洲國家的經濟增長仍然較弱。而且中國經濟進入新階段的同時，經濟增長可能逐步放緩至7%。因此，目前筆者仍建議投資風格以均衡為主，組合可同時包括周期性和具防守性的投資產品。

五項重點，其中尤以「擴大內需」、「加強城鎮化」及「扶持服務業」對內地房地產起了積極推動作用，各類物業種類也受惠。在上半年中國GDP同比增長7.6%，相比通脹率2.4%，即淨增長為5.2%，人口口袋中淨收入水平處於上升勢頭自然地進行再投資活動。

既然領導層形容「中國經濟已進入中高速增長階段」，各大券商紛紛再上調全年中國GDP預測至起碼7.6%，而預計通脹率會被控制在3%以下，淨收入增長情況會起碼維持到明年年初，正好鼓勵人民增加房地產投資。

新政府市場自然會有新思維！多位內地經濟學者認為當前處於調控思維的過渡期，待三中全會有所確立，以調控差別化、措施市場化、投資正常化作為總理調控的三根箭。

事實上，多年來一系列行政調控以各種「限」為主的政策，只會加劇樓市的供需矛盾，不能徹底改變人民對房價上漲的預期，以商品房市場化去代替行政化干預似乎成為主流。在規範市場中，未來會更專注擴大房產稅試點、完善產權登記、採用差別化信貸、增加市場訊息透明化等措施。如果房產稅進入成熟階段，則可以部分甚至完全替代「以高價賣地去收取大量地方財政收入」的現在局面，有效地建構成熟且透明的二手市場，達到一二手樓價相互制衡市場力量！

一二線城市剛性需求大

已發展超過廿年的商品房市場，內地樓市已再區分為兩大市場，一二線城市由於剛性需求大但供應跟不上，近期樓價仍然漲跌但存在泡沫不大，而二線以下城市因實質需求已基本上滿足但又仍然大舉開發，出現大量空房的可怕局面。今年的「金九銀十」只會在一二線城市具體出現，售價或業績隨後開發商會使用各種促銷方法去補足，而達標的不可不降價去換取成交量。

面對着中國經濟局面正穩步回升中，人民對投資需求自然升溫，一二線城市的剛需肯定帶動銷情，市場錄得「價量雙升」情況是可以預期的。如果三中全會中，現任政府確立以商品房市場去替代行政干預，對房貸量維持適度調控，則商品房市場會維持正常發展的情況，有助滿足人民消費型和投資型的需求！

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。