

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

聯儲局年內退市機會仍大

聯儲局上周公布了議息會議結果，意外地維持量寬政策不變，更下調今年經濟增長預測。自今年年中起開始炒作的退市預期落空，股市、債市及金市在議息會議後應聲上揚，但其後資產價格之升勢未能延續，股市及金市更回吐大部分升幅，似乎市場對退市預期未有改變，當局於今年餘下時間退市之機會仍大。

當局在上周四（19日）凌晨結束一連兩日議息會議，宣布維持每月850億美元進度購買較長期美國國債及按揭抵押證券（MBS），亦維持於0至0.25厘不變，意味押後退市，與市場在會議前預期當局決定每月買債額度下調50億美元至100億美元出現嚴重落差。

事實上，自今年5月起，伯南克開始暗示削減買債規模，其後聯儲局官員們均紛紛表示支持退市，令資產市場在5月及6月份一度出現大幅波動。而在6月份舉行之議息會議後的講話中，伯南克更表明退市時間表；可能會在今年稍後減少買債，並於明年中結束購買資產，使投資者對剛過去的9月份議息會議開始退市期望甚高。

美貨幣政策立場影響深遠

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶祺

美聯儲上周公佈議息結果，繼續維持貨幣政策包括每月繼續以850億美元的規模購買資產。美國最新9月份密西根大學信心指數回落至4月份的低位，反映消費者對短期營商環境偏淡。另一項重要數據顯示，8月份美國消費者價格指數按月上升0.1%，7月份則上升0.2%。核心通脹率按年增長1.8%，較7月份輕微上升0.1%，目前的通脹水平溫和，偏低於美聯儲的目標水平。加上，美聯儲現任主席伯南克將於明年1月任期屆滿，預期最快明年將會再次考慮開始取消資產購買的政策。

恒指上周主要於23,100至23,200的窄幅徘徊。議息結果公佈後，於19日高開超過400點，升至23,500以上；而內地股市則假期休市。

中國消息方面，國家統計局公佈了70個大中城市的住宅價格變動情況，8月份價格下降的城市減少至只有兩個。值得注意的是，一線城市，如上海、廣州、北京、深圳，和二及三線城市的住宅價格漲幅差異很大，市場對投資於一線城市的需求仍然極高。由於內地對打壓房產的力度有所降低，相信能支持中國經濟增長至達標。然而，在經濟結構改革的問題上，將會是一項嚴峻的挑戰。

擁有2.4億人口的印尼，跟中國近年的經濟推動模式

相似，他們的內需經濟是推動國家經濟成長的最大動力。據印尼統計局資料顯示，2011年的民間消費佔國內生產總值約56%。金融危機後，在2009年和2010年，印尼股市表現驕人，分別上漲87%和46%。由於歐債危機和其他成熟經濟體的經濟表現疲弱，2010年後的兩年，股市開始降溫。另一方面，外部需求減少，導致印尼對外的出口下降，7月份按年出口下跌6.1%。事實上，從去年4月份開始的出口量已出現按年收縮的情況。

而在議息會議中，當局更下調了對今年經濟增長之預測，今年的經濟增長預測區間，由6月時的2.3%至2.6%，降為2%至2.3%；至於明年經濟增長預測亦由6月時的3%至3.5%，下調至2.9%至3.1%。

當局下調經濟預測之主因，或是由於最近美國經濟復甦動力開始減慢有關；受息率回升影響，近月美國房地產市場增速有所減慢，新屋動工量有所上升，但增速大為減慢，至於營建許可更出現按月下跌的情況。另外，失業率雖然持續下降，期間非農就業職位每月亦能維持增長，但失業率下跌之部分原因，在於有大量工人放棄

印尼盾短期波動 長線仍佳

今年，在美國貨幣政策立場改變的情況下，帶領國際金融動盪，自今年初至9月初，印尼盾兌美元貶值近20%，每美元升至11,700盾。印尼政府最近對2014年財政預算草案的內容作出修改，其中在能源補貼開支一項由先前預算的284.7萬億盾（約251億美元）增加15%至328.7萬億盾。由於印尼煉油廠發展遲滯，大部分燃油供應來源均須依靠進口，導致政府開支大增和經常賬赤字嚴重。8月份核心通脹率按年上升4.48%，升至近4年的高水平，但仍維持於政府的目標範圍內。

現在，美聯儲暫未開始減慢量寬政策，印尼盾兌美元回落至11,000盾以下。短期而言，政策的不確定性將繼續影響匯率波動性，難以帶動印尼股市表現，但筆者長期來說仍然對其看好。

內地經濟回暖有待觀察

時富金融策略師
黎智凱

在美東時間9月18日結束的議息會議上，美聯儲出人意料地宣佈，繼續維持目前每月850億美元的資產收購計劃。筆者認為，美國暫緩退出QE，短期內有助於鞏固中國經濟增長企穩的基礎；但從另一方面來講，美暫緩退出QE降低了中國資金流出的壓力，從客觀上增加了主動調控的壓力。加上美聯儲年內還有兩次例會，分別在10月和12月，在筆者看來，真正啟動QE退出時風險資產的風險猶存。

最近幾個月以來，新興市場國家中的印度、印尼和土耳其等國家，匯率急劇的貶值，利率飆升、外匯儲備也快速的下降，經濟增速呈大幅的放緩，種種現象都表明這些新興市場國家都出現了嚴重的危機信號，這就預示着美聯儲退出QE必然導致新興市場國家金融市場的動盪和金融危機。

房地產泡沫風險未宜輕視

中國亦是新興市場國家之一，恐怕也難以獨善其身。更何況中國還有其自己的經濟隱患。中國房地產市場已經存在嚴重泡沫，泡沫必然破滅，一旦房地產泡沫破滅

聯儲局步入 2014及以後……

德盛安聯歐洲股票首席投資總監
Neil Dwane

假期歸來，考慮今年年底前將會推動市場的因素時，身為歐洲投資者，我再次關注央行政策這個仍然熱門的話題。想到我們近年每年夏天皆習以為常的波動，即使與過去數年的情況相比，美國聯儲局在今年夏天可說既多事又不尋常。美國經濟似乎最終急速地出現復甦時，聯儲局出乎意料審慎地發表了量化寬鬆政策減弱的評論（甚至沒有提及加息）。但事實上，這些評論引致定息收益市場出現了自全球金融危機甚至是20世紀90年代初以來的最大動盪。除此之外，總統奧巴馬在6月接受電視訪問時，實際上已讓聯儲局主席伯南克退休了。

奧巴馬總統宣布伯南克退休，誰為下屆聯儲局主席成為一個不明朗的因素。此外，明年美國聯邦儲備理事會中有六位成員因退休或新工作任命而更換。現在的理事會實在無法想像2014年的人如何保持政策的貫徹一致！隨著美國政府須再次處理美國債務上限談判這個複雜的問題，所有的事都會在「逐步縮減量化寬鬆」和經濟波動的重要階段中發生。

另一個我認為值得思考的問題是，我們將進入一個三大央行，即美國聯儲局、日本央行和中國人民銀行都會絕對支持於2014年及以後的政府出資的時代。這對市場來說會有很大的後果，因為中央銀行政策開始明確支持政府開支或甚至是赤字的貨幣化，而非只支持

尋找工作，反映實際就業情況並非如數字顯現出來般樂觀。

在經過多個月的擴張後，美國經濟增長動力近月開始減弱。不過，從整體趨勢看，美國經濟仍然維持向上，假如再不削減買債規模，一旦通脹開始升溫才啟動退市，由於政策有滯後，時機上或會太遲。因此，預期除非未來幾個月出現突發之經濟或金融危機，否則，距離當局啟動退市時間應不遠矣。

而美國聖路易易斯聯儲局主席布拉德上周五表示，聯儲局或於10月份的議息會議上作出減少購買資產規模的決定，至於美國堪薩斯聯儲局主席喬治亦在同日表示，聯儲局決定不縮減買債規模的決定令人失望。聯儲局官員們態度仍傾向削減量寬措施，考慮到伯南克於6月份時所暗示的退市時間表，當局於今年餘下兩次議息會議，舉行日期分別為10月底以及12月中，仍然有很大機會宣布退市。

債限談判影響退市部署

美國預算問題的擔憂。

我們上文認為美聯儲退市宜等待時機，原因是不確定性因素多，其中的不確定性，除了經濟狀況外，亦涉及美國的預算案問題，我們指出，「眼下敘利亞危機局勢對石油等資產價格變化帶來的不確定性，即將來臨的債務上限辯論，以及將繼續進行的預算案談判等等，都給美國退市帶來很多的不確定性因素。也許本月中的議息會議將釋放出更清晰的資訊。」

美聯儲暫緩縮減貨幣量寬規模（QE）的消息發佈後，市場普遍感到錯愕和震驚。金融市場情緒逆轉，股市上漲，美元遭受打壓，油價金價上揚。美聯儲的舉動，符合我們9月10日在本欄題為「不確定性因素多 宜等待時機」一文的預判。

從美聯儲決議內容與伯南克的發言看，美聯儲認為美國經濟復甦的強度仍不足，失業率雖然下降，但勞動參與度下降，而通脹的壓力非常有限。因此，美聯儲認為沒有必要退出QE，繼續維持其規模不變。這與我們上文的分析一致。

我們指出，「當美聯儲將會考慮到之前兩個月就業人口增長下行修正數字，然後再了解失業率下降的原因時，還會不會如市場整體的預期般從這個月就開始減少資產購買計劃，或將計劃作進一步延緩？」「可以預料，美聯儲只能以就業市場和通脹變化作下一步行動的條件，並以緩慢的節奏推進退市。等待時機是目前最好的選擇。」

「市場主流觀點估計，聯儲局將會宣告啟動退市。」然而，美聯儲出奇不意的舉動，讓跟在市場主流後面跑的所有人都跌倒在地。不過，20日全球股市紛紛下跌，道指大幅下挫185點，油價回落，美元匯率也小幅回升。原因除了有4位美聯儲官員先後發表演講，再次引發了市場對QE退出安排的疑慮外，美國眾議院通過了一項臨時預算案，將停止向奧巴馬的醫改撥款，也令市場重燃對

影子銀行過度膨脹添隱憂

另外，中國商業銀行收入和利潤高速增長難以為繼。隨著商業銀行收入利潤下降、不良貸款急劇增加和資本金不足，爆發流動性危機可能性還是不低的。再加上近些年來中國影子銀行業務的快速增長。如果影子銀行業務再次過度膨脹的話，其後果最終導致大規模違約、壞賬，最終將釀成系統性金融危機。總之，在筆者看來，中國的經濟隱憂甚多，有待進一步觀察。

9月23日，匯豐銀行和數據編撰機構聯合公佈的數據顯示，中國9月匯豐製造業PMI預覽值升至51.1，創六個月新高。該指數高於50表明製造業活動較前月擴張，低於50表明製造業活動萎縮。筆者認為，在長久的低迷後，9月匯豐製造業PMI初值超市場預期回升至六個月高點確實讓市場為之一振，但也不排除有其很多假象的存在，因為近期中國經濟出現企穩回升跡象，主要是基於固定資產投資與融資增長的基礎上，是否回暖有待進一步的確認。

銀行的僅僅成功的量化寬鬆政策。如果安倍經濟學和奧巴馬經濟學在2014年佔上風，那麼經濟增長會更快回升，使實質世界受益而不再扭曲債券市場，為金融壓抑的世界帶來更好的資本重新配置。

政治不確定性增或導致加息

我來自歐洲的看法認為，在聯儲局慶祝100年周年之際，全球會在今年年底前觀望美國政府的變化。聯儲局對世界最大經濟體系的政策制定給出連貫的貨幣政策路線圖非常重要，特別是在美國政府政治動盪時期，難以處理債務上限爭論等問題。然而，可能更重要的是，下一屆聯儲局主席的選擇和理事會的變動會製造和維持更高的政治不確定性，而這種不確定性可能會導致加息。

如果政策改變，促進美國和日本無約束地作出財政和政府開支，與量化寬鬆只針對銀行截然不同，那麼我們將會有全新的經濟範式，即對經濟本身有更大的影響，對市場的影響則較小。這種結果可能對政治更有利，但是會影響全球投資者對美國作為儲備貨幣的看法，而且很明顯不會加速剛從全球金融危機復甦的世界急需的去槓桿化進程。因此，實質上，我們的經濟會變好，但債務水平會更高，流經市場的借貸資金則減少，這會使有強大的資產負債表支持、實力雄厚的公司可以完成很多行業和經濟重組，該等公司以往則受制於所有公司均可享有的低息資金。

（全文較長，有刪節）



■分析認為，聯儲局官員們態度仍傾向削減量寬措施，當局於今年餘下兩次議息會議，舉行日期分別為10月底以及12月中，仍然有很大機會宣布退市。 資料圖片



東京奧運是安倍第四支利箭嗎？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

在2016年巴西里約熱內盧的奧運工作進度落後及其他競爭對手正面對政治/經濟危機時，2020年夏季奧運終於落入東京都手中，這會成為安倍經濟學的第二根利箭，還是將日本帶入如希臘般在2004年雅典奧運的債台高築困局呢？誠如1964年東京都成功主辦夏季奧運，日本國得到戰敗後「黃金機會」有效利用奧運的經濟和政治效益，一舉將國家推向世界政治/經濟舞台的領導地位，直至今日仍被日本上下「津津樂道」！

吸收首任首相的慘痛教訓，安倍晉三甫上任即推出一系列振興日本疲弱經濟的「三支箭」政策，即從金融、財政及體制改革三方面着手。

金融方面，安倍已收到即時顯著成績。去年底日圓對一美元兌80日圓暴跌至今年的104日圓。這有效地吸引龐大外資，日本股市由底部的去年底9,000點在抽上6月的逾15,000，並自此徘徊在14,500區內，升幅超過60%以上。據統計，今年以來淨外資流入比例約25.6%，遠高於其他歐美發展市場及亞洲/拉丁美洲新興市場，反映出投資者仍看好後市。

財政方面，大和版的量化寬鬆政策強力登場，由每月量化4萬擴大至8萬億日圓。久違了的房地產牛市悄然開幕，如東京三井不動產公司負責人稱每天收到香港客人5-6個電郵，約十分之一查詢者來睇樓，另約十分一客戶下注，東京樓市升溫是可以見到的。另一頭經濟馬車的個人消費市場被拉動而呈現上升動力。藉着首、次季GDP強勁增長率約3.4%及2.6%，安倍所領導的自民黨贏取了今年參院選舉的大勝，並獲取豐厚政治本錢去射出改革的第三根利箭。

體制改革面臨極大挑戰

可以預計體制改革將面臨極大挑戰，如果想維持持續性的經濟增長，政府必須達成7成或以上改革目標。日本如要成功加入跨太平洋戰略經濟伙伴協定，必須對農業、金融業及服務業進行深化改革，

但作為高農業保護國家及金融業的再利益分配的局面，安倍政府可否利用申奧成功的契機協助改變現有制度呢？

在組成GDP增長的三大系數中，安倍已經大幅加大量化寬鬆規模，但換來的是再次推高日本政府負債沉重。於6月總負債已突破一千萬億日圓，佔日本GDP的240%，可謂全球負債王，今年的財政赤字預計達GDP的10%；另外日本政府計劃斥資超過4,000億日圓興建/修葺奧運相關設施和提高交通基礎設施。為了不大幅減少公共/社會開支，安倍政府已決定從明年4月起提升消費稅到8%及後於2015年10月再加大至10%，但將令日本經濟實際GDP下滑1.2%-1.6%，即時將今年GDP升溫效果的大部分沖走了！如何引用「奧運性消費」去「升呢」個人消費信心和意慾是現任中央/地方政府要深思的問題。

對經濟助力料遠遜1964年奧運

從近五十年各地方主辦夏季奧運國家中，大家可以發現奧運是可以有效地短期提升GDP增長的，如東京(1964)、首爾(1988)、巴塞隆拿(1992)、亞特蘭大(1996)、悉尼(2000)及雅典(2004)的平均GDP增長率達15.8%、16.8%、7.9%、5.6%、6.6%及7.9%，而投資平均增長率依次序也達19.7%、21.0%、3.8%、8.4%、5.0%及7.4%，可以顯示發達國家的實質經濟效益遠比發展中國家遜色。今天的日本已是經濟發達地區，可以肯定其經濟助力會遠比1964年的奧運大幅減低。話雖如此，申奧成功估計可在未來七年把日本GDP推高3%，整體經濟效益料逾3萬億日圓及創造約15萬個就業機會。

請東京都政府不要重蹈上雅典的現代奧運會的龐大超支道路，嚴格控制總開支可以幫助日本政府維持較低的負債水平，如悉尼一樣主辦具經濟效益的夏季奧運會。

在短期內，國內建築/建材/酒店/餐飲/服務業/房地產業必然受莫大刺激節節向上，上主給日本的莫大禮物能否成為恩賜和祝福，則要看安倍政府的造化了。

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。