

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

議息前後走勢相反 退市預期未言改變

聯儲局於周四（31日）凌晨公布議息會議結果，一如預期維持量寬規模不變，聲明論調與上月相似，維持經濟活動溫和增長之觀點，對退市之時間表未有進一步之啟示，預期當局於今年內退市之機會應不大。

聯儲局於結束議息會議後，宣布維持每月850億美元的買債規模，聯邦基金利率亦維持0%至0.25%。聲明指出，自從9月會議以來所得的基本信息顯示，經濟活動繼續溫和擴張，就業市場指標顯示進一步改善，另外數據亦反映家庭支出及企業固定投資增加。

不過，失業率仍然處於高位，而近幾個月樓市復甦亦有放緩跡象，至於美國財政政策則限制了經濟增長，當局對經濟前景之觀點與上月並無太大變化。

從市場之言論可見，投資者對聯儲局開始退市之時間，已從早幾個月時預期的今年年底，普遍推遲至明年年初，甚至年中，更有言

論表示，聯儲局不單不會退市，更可能加推多輪量寬，令每月買債額由目前的850億美元，飆升至1萬億美元。

當然，以目前美國經濟環境來看，雖然通脹率仍遠低於聯儲局之目標水平，9月份之通脹率僅按年升1.2%，以此來看，當局仍有加推量寬之空間。但考慮到目前經濟已較幾年前大為好轉，再加大量寬規模之成效有限，加上目前聯儲局資產負債表規模已達3.87萬億美元，假如進一步增加，將會危害金融穩定性，因此，再加推量寬措施之可能性不大。

由於預期當局開始退市之時間推遲，因

此，從美國短期利率期貨市場可見，交易商預料聯儲局最快於2015年4月才會加息，亦比早前預期的2014年底為遲。

開始退市之時間推遲，然而，資產價格於聯儲局公布議息會議後卻未有反映此事情；金價在會議結果公布後從近期高位回落逾2%，美股亦向下，至於美匯指數則出現反彈的情況，走勢與預期相反。

事實上，由於資產價格反映投資者對未來之預期，很多時均會於事情發生前便率先作出反應，議息會議前資產價格已就推遲退市之預期作出反應；美股及金價上揚，至於美匯指數則下跌，因此，當議息會議一如預期維持政策不變，亦改變對經濟之觀點，資產價格便與會議前出現相反之走勢，乃倫步入市之投資者平倉所致，而並非市場對退市時間之預期有大變化。



■聯儲局於周四（31日）凌晨公布議息會議結果，一如預期維持量寬規模不變，聲明論調與上月相似。圖為美國聯儲局。

美聯社

及債務上限，與聯儲局新舊主席交接後，明年年初當局應會開始減少買債規模，進行退市。

聯儲局延「收水」 資產價格看漲

中銀香港發展規劃部經濟研究員
卓亮

美國聯儲局公開市場委員會(FOMC)結束兩日議息，維持每月850億美元的資產購買規模。FOMC列舉的理由包括：失業問題依然嚴重；樓市復甦有所放緩；通貨膨脹溫和；以及財政政策的不確定性或抑制經濟增長。由於以上情況難以在未來數月改變，可基本判斷伯南克有意將退市一事留給其接班人決定，年底前「收水」的機率較低。

央行資產勁升3倍至3.8萬億美元

總結過去，數輪量寬過後，聯儲局資產負債表規模已大幅膨脹。於2008年1月，央行所持有資產達九千億美元，惟目前已升至3.8萬億美元，升幅超過三倍。圖中紅線為標普500指數，藍線為聯儲局資產負債表規模。在金融海嘯期間，美國股市跌幅曾經高達57%。

為應對危機，聯儲局開始積極購買資產，在2008年8月至10月期間，資產負債表規模增加一萬億美元，兩個月內的增幅高於之前九十多年的總量！在如此寬鬆的貨幣政策下，金



融市場自2009年三月開始止跌，並持續反覆向上。之後的一系列量寬措施未能刺激經濟增長，美國GDP增速一直保持在2%左右，資產價格卻直接受惠。

在衰退結束後，標普500與聯儲局資產總量同步上升。無可否認，美國股市在經濟表現平穩的同時能夠屢創新高，與央行提供的流動性密不可分。QE難以持續刺激復甦，但倘若聯儲局繼續拖延「收水」，資產價格仍有望繼續攀升。

內地「錢荒」年內再現機會微

比富達證券（香港）業務部副總經理
林振輝

最近內地銀行間拆息利率（Shibor）連續上升，市場憂慮錢荒可能再現。本月下旬，內地央行突然停止逆回購操作，Shibor開始抽升。過去一個多星期內，隔夜Shibor由22日的3.052%急升至30日的5.23%，創下「錢荒」之後的最高水平；七日Shibor也由22日的3.558%升至30日的5.593%。

一般而言，七日Shibor高於4%時，顯示市場資金趨緊。儘管10月29日夜晚內地央行突然重啟逆回購，但規模不大，只有130億元（人民幣，下同），Shibor仍在抽升。不過，筆者認為類似6月份的錢荒危機年內不會再現，短期內Shibor將會回落。

10月結後資金壓力可望舒緩

最近Shibor之所以抽升，是因為疊加了季節性因素、貨幣政策微調和銀行存款質量下降等幾個原因。其中，季節性因素影響最大，因內地稅收集中在10月份上繳，財政繳款將會抽離約4,000億元，月末備付令銀行資金收緊。筆者預計，待10月完結市場資金壓力將會大大舒緩，若之後央行繼續進行逆回購或SLO（公開市場短期流動性調節工具），Shibor將會迅速回落；即使央行不採取任何行動，Shibor再抽升機率亦不高。

貨幣政策方面，央行自10月17日以來連續暫停逆回購操作，導致逾千億資金被回籠。筆者認為，央行之所以突然暫

停逆回購操作，與資本流入過快及CPI意外走高有關。據央行近日公佈的數據顯示，9月中國金融機構外匯佔款大幅增加1,264億元，熱錢流入加速。考慮到美國短期內退出QE可能性降低，中國經濟企穩，未來幾個月熱錢將會持續流入。

央行必要時料仍會出手救市

另外，內地9月CPI意外升至3.1%，鑒於官方CPI歷來「報細數」的習慣，官方數字已經超過3%的臨界線，實際情況只會更加嚴峻，這個時候從市場抽水合情合理。不過，29日央行突然開始小額逆回購操作，表明必要時仍會出手救市。

銀行存款質量下降是一個長期問題。銀行存款中定期存款比例下降，越來越大比重的存款靠人為創造，操作手段包括商業票據、短期拆借等，導致銀行實際資金遠低於賬面，一旦出現季節性支付或理財產品、利息集中支付等情況，銀行往往缺乏緩衝能力，短時間就會暴露出資金偏緊問題。銀行作為內地經濟發展的載體，扮演著資金提供者的角色，被迫承擔地方政府和國企過度發展產生的壞賬，銀行經營狀況變差，再加上互聯網金融和民間借貸等競爭，短期內情況難以改善。

經歷過6月的「錢荒」，無論是銀行還是央行，對可能出現的問題都更有準備，隔夜和7日Shibor也都遠低於6月份的雙位數水平。下半年以來，銀行貸款明顯收緊，同時積極開源吸引存款，銀行狀況優於6月。央行則多次表明立場，希望銀行可以解決自身問題，必要時才會出手「注水」。筆者認為，「錢荒」年內再現的機會不大。

新方案另一爭議點，是在觀塘避風塘上興建跨海大橋，令高桅杆趸船打風時不能進入避風塘，新方案維持建單軌列車至舊機場跑道末端，並興建21米高跨海大橋連接觀塘區，筆者傾向支持這個選擇，因為新橋可更快地把郵輪碼頭連接至觀塘舊區。至於在觀塘舊工業區內，單軌列車應取道開源道還是敬業街連接觀塘站，兩者各有可取，前者街道較窄但人流較旺，後者在進行工程時，建造架空路軌及橋樑的空間較多，但目前人流較疏，這一環可待以後詳細諮詢當區持份者，權衡輕重再作決定。

應充分利用舊機場跑道旁臨海優勢

筆者對新方案還有一些建議，就是應該加強新商貿區CBD2與中環CBD的聯繫，建議可充分利用「跑道休閒站」或「都會公園站」都在舊機場跑道旁的臨海優勢，設立與中環及灣仔碼頭之間的快速渡輪航線。長遠來講，加強兩個CBD的連繫，縮短彼此之間的有效交通距離很重要，很大可能有商旅同日有會議在兩個CBD分別舉行，能夠有直接可連接兩個CBD的快捷交通渠道，更方便往返兩地，將來或可研究設立點對點的新海底隧道。

另外，「起動九龍東」的涵蓋範圍不包括油塘及鯉魚門一帶，筆者建議可把單軌列車線沿海旁茶果嶺道向東一直延伸至鯉魚門為終站，沿途加設麗港城及油塘站，這樣做有利於把這些地域的發展潛力釋放。鯉魚門作為一個本地著名旅遊熱點，如果配合在附近三家村及調景嶺發展景點及登山吊車等，亦有機會為在郵輪碼頭到港上岸的旅客提供一個就近的新旅遊景點。

「起動九龍東」打造旅遊新景點

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

作為「起動九龍東」的一個重要部分，港府為「啟德單軌列車系統」進行第2次諮詢，列車系統全長為9公里，共設12個站，採用高架橋連接，工程造價120億元，預計2023年啟用。這個列車系統與兩大港鐵線連線，包括在九龍灣站與觀塘線連線，以及新建的車站廣場站與沙中線的啟德站連線，這些工程都是把九龍東發展為新商圈CBD2的重要配套。

新方案修訂包括把兩個車站的位置改變，其一為原本位於啟德啟晴邨及德朗邨的車站，改為於宏光道與啟祥道交界，當局解釋這是由於上述屋邨500米內已有沙中線啟德站，有該屋邨人士對此有異議。筆者建議考慮加強沙中線啟德站與附近屋邨的行人步行交通連結，比如透過天橋及自動步行系統可幫助縮短路程以方便居民。

認同車站搬至MegaBox旁休憩用地

另一項改變，把原本宏光道與臨華街交界的車站，搬至MegaBox旁休憩用地，筆者認同當局的考慮，的確現時MegaBox附近的交通十分擠塞，若日後附近新的醫院落成，擠塞將更加嚴重，搬站的決定合理。

當局為免票價過高，作為提升項目財務效益，會以地產或商場收益補貼鐵路工程造價。就筆者觀察所得，單軌列車系統的「車站廣場站」作為發展核心的可朔性甚高，該地點靠近九龍城舊區，旁邊就是將來的沙中線啟德站，把廣場站設計成類似古城、青衣城或沙田新城市廣場的大型屋苑附設購物商場，應該會為港府帶來數以百億元收益。

看中國經濟表現對其他國家的影響

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恆

自金融海嘯以來，主要國家的央行，例如美日歐英，均先後推出量寬措施，以刺激當地疲弱的經濟。但金融海嘯發生至今已五年，不論是已發展國家，還是新興市場，其經濟表現均出現波動情況。已發展國家受制於債務高企，政府需要削減開支，以減少債務，令經濟增長受到壓抑。至於新興市場方面，雖然其經濟於金融海嘯後出現反彈，但由於反彈過急，令央行需要把經濟冷卻，卻令經濟增長持續放緩。

除了央行的貨幣政策外，資金流向亦會對全球不同地區的經濟帶來影響。國際清算銀行發表了報告顯示，中國對美元及其他外匯貸款大幅增長，存在憂慮。報告指出，中國企業的外匯貸款在過去五年升了三倍，達到接近9,000億美元。外匯貸款增加，雖然有利促使美國與國的貿易，惟若外幣出現大幅波動，或境外美元的融資成本大幅上升，將不利企業表現之餘，亦不利中國經濟增長及金融系統。

據中國外匯管理局數據顯示，目前81%中國的外匯債務由美元計價，而歐元及日圓均各佔6%。自金融危機以來，東亞經濟受惠央行放水，但令國家對美元貸款的依賴性上升。若聯儲局或其他央行削減量寬的規模，可能令環球金融

市場的即時融資成本上升，不利當地表現。

國際清算銀行指出，亞洲國家對美元的依賴較多。當中，中國及香港均較依賴美元借貸。國際清算銀行指，中國的外匯貸存比率，由2005年的100%，升至目前的200%，相信是通過外匯互換或其他途徑流入市場。因此，中國政府及人民銀行，未來將會持續積極監察資金流向，以免中國經濟受美元息率上升的影響，出現放緩情況。其他亞洲央行，預料亦會密切留意有關方面的影響。

消費品需求殷 韓國受惠大

除了資金流向外，中國經濟持續增長，對進口產品的需求持續上升，令不少國家的經濟均依賴中國經濟增長。根據彭博的分析顯示，澳洲及韓國的出口，兩者均有三成是供給中國消費的。但為何兩者的經濟表現卻大有不同？澳洲主要出產鐵礦石及煤炭。中國近期經濟增長放緩，對礦業需求下降，不利澳元表現。

相反，韓國近年主要出口高科技產品及文化，加上中美兩國的政治關係較為緊張，令中國對韓國消費品的需求增加，有利韓國的經濟發展。因此，在這種情況下，亦解釋了為何韓國股市近期的表現，較澳洲為佳。

香港不可實施保護主義

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

香港一直奉行開放型經濟模式，並連續第18年獲得全球最自由經濟體系的評級，經濟自由度指數排名第一。對外開放、崇尚自由市場及自由貿易是香港一貫的作風，箇中原因除了香港擁有水深港闊、四季不結冰的海港，以及不在地震帶等的天然的地理優勢之外，先天缺乏天然資源亦是促成香港對外開放貿易的主要原因之一。

不論是日常用品、能源、原料、糧食以至食水，我們都十分依賴進口。香港單單憑藉自身有限的土地、人力等資源，難以自給自足。因此，香港的地理優勢固然是有助其奉行開放型經濟模式，不過即使是地理優勢不明顯，香港都必須對外開放，否則難以持續發展。依靠開放型經濟模式生存，香港進口貨物毋須繳付關稅、配額或附加稅，除了酒類、煙草、碳氫油類及甲醇需要繳稅，香港亦不設增值稅或一般服務稅，港人因此能購得價廉物美的進口貨品。除此之外，因購買進口貨物時必須支付外匯，故此香港亦需要賺取足夠多的外匯。

本地主要以出口服務賺取外匯

賺取外匯的其中一個主要途徑就是出口本地貨品或服務。香港早於1841年已發展為轉口貿易航運中心，直至1950年代初，香港憑藉廉價的勞動人口，開始轉型為輕工業型經濟。隨着經濟的發展，以及中國大陸於1970年代末實施改革開放，香港製造業自1980年代開始北移。製造業佔本地生產總值的比重，由1986年的22.5%，下降至現時不足2%，而服務業則由69%，上升至現時超過90%。因此，香港現時主要以出口服務來賺取外匯，其中一個出口服務的途徑就是外地遊客在港購物、消費及娛

樂。

根據香港政府統計處2013年第2季的數字，香港錄得254億元的國際收支盈餘，但若去除旅遊服務淨收入的數字，則會錄得112億元的國際收支赤字，而2012整年出口服務總收入達2,502億元，可見旅遊業對香港國際收支平衡，以至社會民生的重要性。

如此說來，香港難以拒絕遊客，更不可實施「保護主義」。可是，遊客在港購物、消費及娛樂活動，亦會消耗香港有限的公共資源，例如使本身地少人多的香港變得更加擠擁，一時間帶來極大文化差異亦使港人難以適應，這就是現在港人覺得十分糾結、矛盾的問題。其實這個矛盾源於香港只有寥寥可數的幾個主要遊客區，包括銅鑼灣、旺角及尖沙咀，這些地區同時亦是不少港人假日必到的地方，而地少人多主要是體現於這幾個地區。香港的問題不是在於承受不到大量遊客，而是遊客區太過集中於某幾個地區。

宜在市區以外打造特色遊客區

若资源配置可更加分散，在市區以外的地方打造一些有特色遊客區，相信能分散人流，解決目前市區擠擁的情況。新遊客區的配套必須充足，附近需有一些景點，不一定是自然景點，可以人工打造，例如像台灣著名的夜市般，或是統一該區的建築特色等。

除了景點外，該區亦需設有購物商場、酒店等，為遊客提供一條龍服務。最後是交通必須方便，可連接機場及其他郊外遊客區，才可改變遊客集中到市區遊玩的習慣。市區以外的勞動力可因此而得到充分運用，員工不需承受到市區工作的交通費用及時間，增加就業，減少地區性勞力錯配，使整體經濟效率提升。

除非我們可以自給自足，否則「保護主義」是本末倒置的，只會加深矛盾，不符合香港繼續維持開放型經濟的實際需要。