

期望管理變為退市第一招

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

打從11月底至今，投資者的焦點重回退市議題上。下周聯儲局將召開年內最後一次的議事會議，屆時一切便分曉。退市與否，量寬如何，前景怎樣，正常而言，聲明內容都會提及。至於大家是否順着文字思路，繼續自行各取所需的解讀，則是後話矣。

誠然，近來不少言論所見，對於退市提早，有甚多揣測，這許多猜想，其實正常不過。正如筆者上周於本欄所言，投資者忽然醒覺，記起有這麼一次會議，而事實是，這次會議的會期，大家一早已知。之所以仍有這彷彿突如其來的反應，原因不外乎，5月起伯南克所做的期望管理，的確甚為有效，大家看到甚麼聽到甚麼，或甚至未看到未聽到，已可對號入座，自行填充補上留白之處。

是故，大家早前憑着眾人的字裡行間，估

是期望管理。表面上看，期望管理，也就是大眾慣常說的出口術，看來平平無奇，既沒有動用真金白銀，也沒有甚麼技術細節可言，但其實內裡最有玄機。

關鍵在於，之前可以做的工夫，都已經做完，目的就是取信於眾，希望投資者明白美聯儲局的一片苦心，就是可能的情况下，都盡最大努力，把之前所做一切建立信心的功效不斷延長，而這一點，恰巧是期望管理的精神所在。

事實上，單憑減息，總有一個限度，最簡單地說，就是到零。在零息時代無法再以聯邦基金利率下調為手段，才有量寬買債之舉，但買債規模，也不可能無止境增長，去到某個水平，便要維持高速，但不再加速。此所以，之前買短債，後來買長債，最後甚

至由國債轉至其他類別的債。

做了這麼多，本質上就是要令投資者相信，經濟一天未復甦，失業率一天未降至目標水平，通脹壓力一天未重現，都不會貿然改變，對嗎？果如是，最後的一招，剛好就是最重要的一招，建基於之前所做的一切，綜合起來，說出一個可信的故事，令投資者繼續安心。

如今處境卻是，由之前的故事，開始要轉變至另一故事，而故事的主題，剛好是與之前所做的反方向，這個關節上，由之前強調一直長時間維持超低利率，改為提出量寬可



加可減，一切視乎數據而定，這就是故事變調了。如果之前的期望管理是貨幣寬鬆政策的最後一招，如今的期望管理何嘗不是退市的第一招？

資金回流 日房地產受青睞

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

日本政府最近再推出刺激經濟措施，但投資市場並不感到意外，主要是因為眼見第三季經濟增長大幅向下修訂，以及明年將會上調銷售稅的情況下，已可以預見明年經濟增長並不樂觀。在這情況下，難怪日本政府需要再度出招，去刺激經濟增長。另外，日本央行已進行無限寬，但對經濟的刺激性有限，故政府再增加刺激經濟措施，是可以了解的。

日本央行自今年初公布無限寬的方案後，日本股票市場表現不俗。一方面，投資者追捧受惠日圓貶值的股份，例如出口股。另一方面，卻對持有日本債券有所憂慮，主要是因為日本十年債息目前只有0.65厘左右，遠追不上日圓的貶值幅度，難怪今年5月日圓急跌時，日本政府十年債息一度抽升至1厘水平。

日本資產目前頗為便宜，但日圓持續下跌，卻令海外投資者未敢大舉進軍日本股市。至於當地本土投資者方面，由於明白日本經濟目前問題所在，而且預期日本央行將會維持寬鬆貨幣政策，故只會把資金投資於海外地區，但同樣出現日圓貶值的問題。但本土的資金或已投資於日本的海外投資者，最近又有什麼動靜呢？似乎着眼點均落在房地產市場上。

據財經媒體披露，全球最大公共退休基金「日本政府年金投資基金」，計劃與海外公共退休基金，聯手投資於海外基礎建設。消息指，日本政策投資銀行將會為「日本政府年金投資基金」提供相關投資服務。消息指，日本政府官員的一項小組上月建議投資基金，應該開始購買房地產。

一旦基金確認入市，是顯示對房地產市場的支持的確認。據日本退休基金協會的統計，當地有44%的企業退休基金，投資於債券上。投資於房地產的，只有1%。諷刺的是，日本是一個已發展國家，當地截至2012年的十年間，日本公司及民間退休基金投資回報率，有六年跑輸其他國家，明顯是因為投資策略過於保守。

物業價格20年呈現下跌

自1990年資產泡沫爆破後，日本全國的物業價格有20年呈現下跌。據仲量聯行的調查顯示，當地今年1至9月的商用房地產交易金額按年急升43%至2.84兆日圓。外資亦似乎有意進軍日本房地產市場，投資銀行德意志銀行於10月底，於東京南部購買一個五層樓高的倉庫。雖然未知有何用途，但似乎外資亦開始對當地房地產感興趣。

總括而言，若當地通脹進一步升溫，但工資追不上升幅的情況下，投資者將會進行更進取的投資。除了日股外，似乎當地房地產市場亦是一個不俗的選擇。

壟斷打破 內銀明年看淡

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

2013年對於內銀行業來說，是多事之秋的一年。內銀先是6月底出現流動性緊縮，上海銀行間拆借利率(Shibor)創下歷史新高，引發錢荒，令銀行信貸收緊。隨後7月份內地央行宣佈取消貸款利率下限規定，對息差動刀。除此之外，今年還被視為互聯網金融的元年，以阿里巴巴、百度等為代表的互聯網公司紛紛涉足傳統銀行領域，推出「餘額寶」、「百發」等互聯網理財產品，短短數月便吸納資金逾千億(人民幣，下同)，造成銀行存款流失。前哨2014年，筆者認為內地傳統商業銀行的處境將會更加被動，盈利增長或會出現停滯甚至倒退。

利率市場化進入深水區

過去十年，內銀的改革重點是股份制改造，目前已經基本完成，下一階段改革重點是真正實現銀行的市場化。打破壟斷壟斷是市場化改革的重要一步。今年銀監會出台文件，允許有實力的民營企業創辦銀行，目前有近40家民營銀行已經通過國家工商核准，蘇南銀行有望成為第一家掛牌成立的民營銀行。儘管創辦銀行要求極高，但包括阿里巴巴、百度和騰訊等互聯網公司完全有實力進入該領域，預計明年將會更多民營銀行掛牌成立。

利率市場化無疑是影響內銀盈利能力的決定性因素。目前內銀整體行業收入有超過七成來自息差收入(即貸款利率-存款利率)。過往央行會定下基準存款利率(一般是3.5%)和基準貸款利率下限(一般為6%)，所以銀行最低也保證有2.5%的利差收入。7月份央行取消了貸款利率下限的規定，理論上銀行貸款利率將由市場釐定，不過由於市場資金流動性偏緊，取消後貸款利率也遠高於6%，暫時未對銀行收入產生明顯的負面影響。

最受矚目的莫過於何時放開存款利率。近期央行發佈文件，自2013年12月9日起允許銀行發行同業存單。所謂同業存單，即是可交易的線上發行的同業存款，可理解為銀行為取得同業提供的存款支付的價格，一般會高於存款利率，銀行息差將會被壓縮，是放開存款利率的一種嘗試。筆者預計明年內地的存款利率改革仍會是逐步深化為主，全面放開仍需3至5年。

明年初有望推出的存款保險制度是內銀改革的一大保障。利率市場化改革難免會出現行業整合，部分銀行可能會虧損經營甚至破產，存款保險制度將會覆蓋所有存款類金融機構，可保障同業存單等交易，以及有效控制銀行一旦破產產生的後果。總體而言，傳統商業銀行的壟斷優勢被打破，加上新的進入者的競爭，將會面對存款減少和息差收窄的雙重壓力。因此，筆者看淡傳統內銀明年表現。

從白米供應看輸入外勞

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘、曾俊基

先前在媒體上看到香港有復耕人士再次在香港種出稻米，並在鏡頭前試食。現在，白米生產除了少量復耕計劃外，差不多在香港絕跡，但翻查記錄，原來香港在五十年來種田達八千多公頃，即差不多有四百個維多利亞公園的面積，可見在當時白米生產的規模並不小。但隨着經濟發展，工商業慢慢取代農業成為香港的主要經濟支柱，白米生產便開始在香港式微。

為甚麼香港不自己生產足夠自身需要的白米？香港本身沒有足夠資源可供使用，所以必須依靠龐大的出口貨品和服務(包括在港旅客開支)以換取入口。在國際貿易中，各地方生產並出口成本較低(比較優勢)的貨品(和服務)，以換取入口成本較高(沒有比較優勢)的貨品，則雙方可享受更多物品，從而令雙方的經濟得益。

香港早期的人口不多，而新界卻有大片土地可供農業使用，在農業上較有優勢。戰後香港人口急增，大量的人手供應令香港在輕工業上較有優勢，所以大量農地發展為中小型工廠、住宅等。香港亦由出口農產品轉為入口農產品，而作為工人的收入遠較農夫工作的農民高(除非香港限制糧食進口以大幅增加糧食價格)，因此越來越少人願作農夫，農業逐漸式微。

所以，香港並不是不能以自給自足的方式發展，而是代價的問題。試想想，如果現在香港要生產自己的白米，一方面必須付出高昂的地價，另一方面更要付出高昂的工資，以此推算，我們可能要高出數倍的價錢才能吃上一碗「香港製造」的白飯。相信現實中大多只會希望嘗試「香港製造」的白飯，而不會每天都付出如此高昂的代價來支持。

近年香港不少行業均出現不同程度的結構性人手短缺，而人手短缺的情況以基層前線職位最為嚴重，從比

較優勢來分析，香港在基層服務方面優勢減弱，為整體經濟着想，應考慮入口基層服務，即輸入低技術外勞。但是，勞工團體卻擔心本地工人被外勞替代，「搶飯碗」拉低本地工人工資，因而堅決反對。而目前新加坡由外勞引發的騷亂更令香港輸入外勞的討論更為艱巨。

筆者明白勞工團體的憂慮。基層服務如農夫辛勞工作但生產價值低，不能提高工資。但透過輸入外勞，可令本地工人轉做生產力較高的工作，以獲得更高工資。此外，輸入低技術外勞將能促進進行行業發展，令本地職位增加。況且，就算不容許輸入外勞，這類職位長遠亦會隨着科技發展被電腦、機器等取代(此部分在先前文章已作解釋)。

高成本難在國際市場競爭

正如本文的白米例子一樣，若果不容許輸入外勞，就要付出較高的價錢來支持「香港製造」，甚至高出數倍的價錢來支持「香港製造」的生產鏈(此部分在及後文章再作詳細解釋)，香港能否面對世界各國廉價物美貨品的競爭？沒有出口，何來入口？況且，香港現時面對出生率低和人口老化的問題，預期2018年的總勞動力需求量大於總供應量。

2013年人口政策諮詢文件預期香港的勞動人口將於2018年達到371萬的頂峰後，便會下降至2035年的351萬。所以，現在香港需要考慮的並不是應否輸入外勞的問題，而是如何輸入外勞的問題，只要顧及各持份者，避免出現輸入外勞的得益傾斜向任何一方，同時投放足夠資源協助外勞融入本地社會，令外勞能夠成為香港的新力軍，相信香港定能在世界上再創高峰。

最後，若果當初香港為保障農夫的計生計限制糧食進口以大幅增加糧食價格，相信香港定不能發展為現今的大城市，而最終農夫的計生計又是否真正得到保障呢？這個問題非常值得我們反思。

中經會首重改革 不宜捉錯用神

太平金控·太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

市場憂慮美國退市及中央經濟工作會議可能調低增長目標等，港股及A股前兩天大幅下挫，昨天仍進一步下跌。對後者，中央會否調低經濟增長目標，非中經會的重點，投資者恐捉錯用神。

前天A股上證綜指下挫近1.49%、港股恒指更大跌1.71%，原因之一是市場擔憂美國退市。對此，我們周二在本欄題為《退出QE趨成熟 謀定後動更穩妥》一文已指出，「如果市場對QE退出的預期進一步增強，美債收益率可能上行，避險情緒上升將導致風險資產遭拋售。聯儲局退市對美國以至市場而言，較理想的時間是確定美國經濟的底氣已足，並讓市場有充分的準備，減緩退市帶來的不利影響，才着手退市，那將更穩妥。」不贊。

憂下調經濟增長目標屬過慮

此外，市傳正在北京召開的中央經濟工作會議，將會將經濟增長目標由今年的7.5%，明年降至7%，市場遂憂內地經濟放慢，恐不利金融市場、銀行、保險等重股亦大跌。

市場有此猜測，主因中央組織部周一印發《關於改進地方黨政領導班子和領導幹部政績考核工作的通知》，明確規定今後對地方黨政領導班子和幹部的各類考察標準，其核心不能僅僅將各地的GDP和經濟增速作為政績評價的主要指標。發改委緊接着於周二公佈八招治污削過剩產能等，令投資者產生錯覺，明年GDP增速的目標極可能會進一步下調。

事實上，三中全會後稅制和社會保障制度改革跟進，金融和經濟良性互動格局正在形成，中國經濟已經企穩。三中全會之後，各領域的

改革將相繼推出，就金融改革而言，證監會出台了包括新股發行體制改革等多方面的政策，人民銀行出台了加大自貿區金融支持的措施，財政部等三部委聯合發佈了關於企業年金、職業年金個人所得稅的中國版「401K計劃」，以及推出首批大額可轉讓定期存單等。

因此，今次中經會最重要的議程，應是落實與推展上月中三全會定出的一系列改革，如稅制、土地、國企改革等。至於會否調低經濟增長目標，恐非會議最大重點。預計中央經濟工作會議對改革會做進一步部署，關於新型城鎮化、國資改革、土改、自貿區、存款保險、戶籍改革、土改、破除壟斷等政策進一步出。

關於經濟增長方面的問題，過去幾年，不少地方制定過高的GDP目標，投資計劃層出不窮。一味追求GDP增速的結果是資源消耗嚴重，對產能過剩推波助瀾，而忽視了環境保護、社會保障、教育醫療等民生相關領域的發展。

因此中央已多次表明，只要未來年均經濟增長保持在約7%，已可達標。就算明年內地實質經濟增長稍減速，已足以維繫經濟、就業穩定，並可確保經濟增長的良好勢頭。

本次中經部所發通知，就是希冀自上而下地改變「唯GDP」政績考核體系，當然，中央宣導的新考核體系並不是完全廢棄GDP考核，而是降低GDP增長率這一指標的比重，增加其他反映經濟增長品質、效益和代價的指標及權重。

因此，投資者關注中央經濟工作會議，與其緊盯明年經濟增長目標，不如更關注會議將着墨要推行的改革及其對不同產業的影響，才能夠準確把握投資思路，在金融市場知所行止。

明年樓價無大幅下跌之虞

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

獲邀出席午餐會擔任講者，回顧今年樓市及就影響明年樓市的因素作分析及作預測，席間嘉賓多為業主及專業人士，大家都對這個課題感興趣，謹借本文與讀者分享講座內容。

辣招奏效 樓市價穩量跌

政府調控措施包括各類印花稅等主導今年樓市，根據港府差餉估價署數字，今年頭10個月住宅一手及二手樓成交共42,219宗，前年及去年全年成交分別為84,462宗及81,333宗，筆者估計今年全年住宅一手及二手樓成交約50,000宗左右，僅及前年及去年的不到六成。頭十個月一手樓成交7,833宗，去年全年12,968宗，按比例申算，一手新樓近月成交800至1,100宗左右，預料今年比去年下跌約三成。

二手樓今年頭10個月成交34,386宗，去年全年68,365宗，按現時二手樓每月成交2,600至2,800宗申算，二手成交大約比去年下跌四成多，這些數字顯示樓市成交量退縮，而二手較一手下跌幅度大。但成交量退縮不代表需求退縮，只反映港府以辣招遏抑市道奏效。

樓價方面，今年10月份整體樓價比對年初港府實施辣稅時，約微升2.3%，同期100平米以下的住宅約微升2.4%而100平米或以上的住宅微跌0.4%，相信12月份的滯後數據出來後，現樓價或會比10月份再微跌少許，總的來說，現時樓價回穩偏軟。

六大因素左右樓市走勢

展望明年影響樓市的因素：1、港府壓市措施撤回機會如何？樓價於港府推出措施後趨向穩定或溫和調整，相信政府不會主動「減辣」，但目前樓價穩定，炒家絕跡，港府再「加辣」機會亦不大。雖然成交下降對相關業界及行業產生負面影響，但預料政黨欲在立法會修訂減辣亦不容易，在港港長遠住戶供應目標，未能達至穩定成效之前，樓市仍在辣招存着的環境底下運作。

2、新盤減價優惠潮主導樓價。今年第三季至今，西九龍新盤天璽及THE AUSTIN，以津貼印花稅及較低定價開售，取得成功，以往一手樓價較二手有若干比例溢價的情況已不復再。然而，由於二手樓業主不可能給予津貼印花稅等優惠，二手市道持續受壓，急需在現時放售者，便須要稍減叫價及接受對方更低

的還價，始能成功售出，形成二手樓價偏軟。

發展商現時積存很多貨尾單位，為取得業績，勢將持續減價促銷。近期有發展商推出20年期即供二按，最高做樓價兩成，即是買家有機會取得共九成按揭，手頭現金較少，但家庭利息較高的買家或有較大吸引力。

3、新增供應量。政府致力於增加土地供應，預測私人房屋供應至2016年將達17,500伙，將較2008至2012年平均數字9,787伙，上升近八成。未來幾年私樓供應應較充裕。惟差餉估價署最新數字顯示，原本預測今年落成量13,551伙，但截至10月份，全港落成量僅7,365伙，即只得預測落成量的54%，今年達標機會小。所以實際新增供應可能較預期為少，但在政府實施壓市措施，部分需求被壓抑的情況下，供應較預期少未必導致樓價升，除非港府撤辣稅又作別論。

4、經濟增長平穩但市民供樓負擔能力降。樓價過去五年間升近1.1，期內工資增長水平明顯追不上，供樓負擔比率已升至偏高水平，金管局估算今年第二季樓價收入比率已升至14.7倍(即樓價等於14.7年家庭收入)，超出1997年的高峰水平。預料明年經濟增長只屬平穩，市民供樓負擔能力只有溫和影響，大家或會更關注利率走向。

5、美國何時退市？美聯儲若退市，美國貨幣政策正常化將對香港的銀行及樓市都有影響。美國推第三輪量化寬鬆以來，香港樓價不斷攀升，年初港府及金管局推出新辣稅及審慎措施以來，住宅價格回穩，成交趨降。而美國一旦退市，資金抽離可能令樓價出現逆轉。假如低息環境逆轉，將使物業市場的前景蒙上陰影。

6、美退市是否代表即時加息？將於明年接任美聯儲局主席的耶倫表態，於就業市道明顯改善後，才開始考慮收縮量化寬鬆，更指即使結束買債，甚至美國失業率跌破6.5%，當局料仍須維持超低息一段時間，以支持經濟進一步復甦及改善勞工市場。目前美國經濟數據似有改善，但亦有底特律汽車城破產的事例，相信距離經濟全面復甦還有一段長時間。料最快明年六月初加息機會不大，是否下半年加息，還要到時再看當時經濟。

綜合上述各項，明年仍屬政策市，港府勢強硬維持「辣招」以穩樓市，一手新盤售價作一定減幅後，成交回復上升，料會以更多針對性的優惠方法促銷，或有機會奏效。市場二手成交持續偏低，樓價雖然受壓，但起碼上半年美國不會大幅加息，樓價亦無大幅下跌之虞。料發展商明年或會進一步下調售價以吸引買家。預計豪宅價將由今年最高峰下跌15%至20%，至於中小型單位則會下跌半成至10%。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。