

循序漸進減買債 印證復甦是喜訊

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

金融市場內，萬眾期待，2013年12月，聯儲局議息會議，終於在本周二（17日）及本周三（18日）舉行，並在本港時間凌晨有了結果。不算意外，開始把每月買債的規模，減少100億美元，這個數目，可圈可點，因為過去幾個星期，由11月中至今，各大傳媒報道評論分析，這個數字出現過多次，彷彿大家一早預知減幅。這點是關鍵。

是的，對於聯儲局來說，沒有甚麼比意外更值得避免。有史以來的大規模量寬，央行愈陷愈深，幾乎是動彈不得，進退維艱。在經濟復甦中，進一步增加量寬規模當然是不可行，但開始減少呢，則要小心考慮市場中各人的反應。困難在，不同人有不同反應，這些反應建基於各自的理由，可以相差甚遠，無從估計。唯其如此，更突顯了，為甚麼聯儲局非常著緊期望管理。

所謂期望管理，說得直接點，不外乎把對方心中所想像的，盡量調校至與現實中較貼

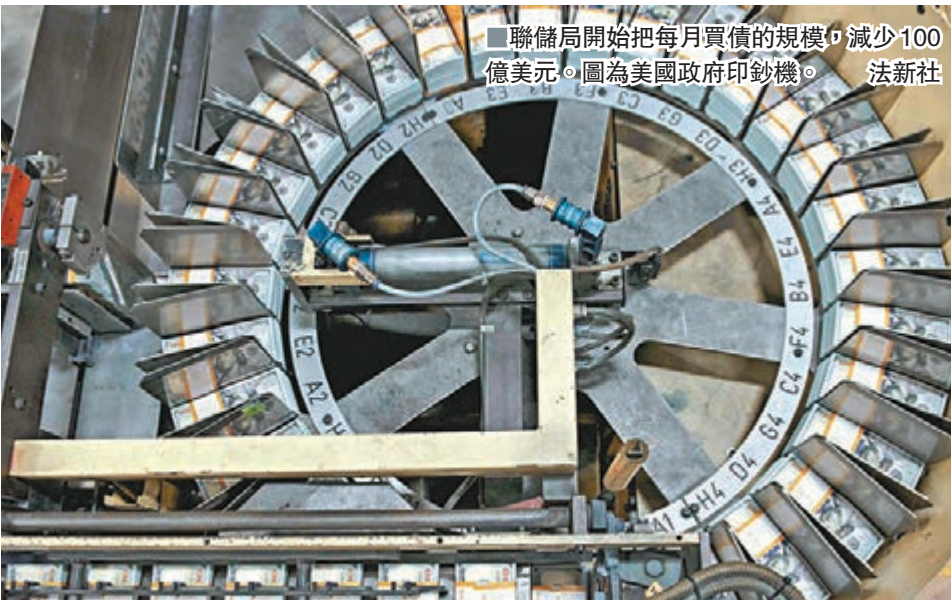
近的圖畫。說起來，聯儲局在伯老任內，有別於當年格林斯潘的作風，現在鼓勵與外界多作溝通，增加透明度，希望讓聯儲局以外的人，可以了解這個掌握全球財金形勢的美國央行，究竟是在做什麼，為什麼這樣做。

從今次100億美元這個數字，竟然事先給一眾分析師或經濟師齊齊猜中，不得不由此聯想到，其實聯儲局在背後做了相當多工夫。當然，也有可能是完全不靠央行事先為大家放風，也能夠眾口一詞，早已把100億美元的減買債額度猜中，但這不是太巧合了

嗎？

無論如何，央行選擇了在這個時刻減買債，市場只可以順着形勢而行。坦白說，央行與市場的互動，一直是難題。太過遷就市場的主觀願望，則央行政策難免被牽着鼻子走；全然無視市場中人以真金白銀反映想法的力量，則央行更是自討沒趣，費力而無成果。

如今的情況，即使不是可能世界中最好，也算是較好的了。可不是嗎？打從伯南克臨危受命以來，大家一直在擔心金融海嘯的危機和各種餘波，但隨着他在非常時期運用非常手段，今天已漸見成效。把這種非常手段收回來，又是一項艱鉅的任務，5月起，伯老的告誡已產生期望管理的功效，大家有了近半年的心理準備，應該可以適應，真的把量寬規模循序漸進地減少，相信是由伯老到耶倫的一項主要具延續性的工作。



■ 聯儲局開始把每月買債的規模減少100億美元。圖為美國政府印鈔機。

法新社

當然，目前仍是量寬不絕，每月都有供應，方向上，仍是貨幣寬鬆的環境，但另一邊廂，央行覺得經濟復甦進度良好，才有減少用藥之舉。對於全球市場，這應該是一大喜訊，而不是直線思維地覺得減少刺激便是惡夢開始。

關注新興市場資金逆轉

太平金控・太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

美國聯儲局終於踏出收水的第一步，下月開始每月減少買債100億美元，令買債規模降至750億美元，未來減買幅度將視乎就業及通脹走勢。美國開始有序減少買債，金融市場將出現新的變化。

我們本月10日在本欄題為「退出QE趨成熟 謀定後動更穩妥」一文，對市場支持退出QE的理由和本次會議未必有退出QE的舉動分別作了分析。對前者，主要是「近一段時間以來公佈的數據不斷地證明，美國經濟復甦態勢良好，景氣迴圈不斷深化，QE退出的條件已經日趨成熟。」對後者，其中有兩個主要觀點：一是「財政預算協定存不確定性，財政緊縮影響美國2014年經濟。」對這點，因為美國兩黨已於上周基本達成協議，財政預算協定通過已是大勢所趨，聯儲局對這方面的憂慮已基本消除。

二是「數據雖改善但仍有不足。一方面，雖然勞動參與率5個月以來首次提升，但仍處於歷史低位，意味着美國真實失業率水準仍較高。另一方面，美國通脹水準較低，核心PCE為1.1%-1.2%。」

聯儲局今次會議聲明有兩處與上次顯著不同。一是聲明稱，經濟前景及勞工市場的風險更接近平衡，而上次聲明則說下行風險減少。這增強了支持退出QE的觀點。二是增添了一段闡述，指即使失業率跌至6.5%，超低利率也將維持

一段頗長時間，尤其若通脹未能升越2%。聯儲局主席伯南克其後於記者會補充，減買債步伐要看經濟數據能否帶來保證，絕非每次會議均要減少。這表明，真實失業率和通脹水準仍然是聯儲局減少買債步伐以及是否維持超低利率的關鍵所在。

也正因為會議聲明增添了這樣一段闡述，金融市場因此出現頗大的波動，就美股而言，道指一度跌66點，惟跌幅一閃即逝，最多急升298點，上下波幅達364點。美股由跌轉急升，市場的解讀是，美國低息環境較預期更長。

量寬措施持續，新興市場面對的通脹壓力及資產泡沫風險越高，因此不能長期持續。美國開始有序減少買債，長遠對新興市場是好事。

不過，聯儲局過去數年推行量化寬鬆政策，以致不少資金流入新興市場包括本港。隨着美國開始退市，資金或會逆轉，新興市場價格亦有不調壓力。這正是前文我們所關心的。

全球融資成本將現上行壓力

整體來看，這一次QE退出的預期比此前兩輪持續時間長，加上會議聲明有以上第二點這樣一段闡述，我們認為QE退出對金融市場短期的衝擊已大大減緩。但金融市場還是會出現新的變化：風險資產漲幅將受到壓制，美元回升、黃金等商品下跌。流動性邊際遞減，美國國債收益率將上行，全球的融資成本將出現上行壓力。

中國農業改革帶來機遇

比富達證券（香港）業務部副總經理

林振輝

改革開放以來，中國農業一直依賴資源消耗的方式來維持發展。近年這種發展模式遇到了瓶頸，產生了諸多如食品安全、生態環境惡化、農民收入偏低等問題。繼上年提出依靠科技創新驅動、引領支撐現代農業建設之後，今年中央1號文件提出要用5年時間，完成農村土地承包經營權登記頒證，構建新型農業經營體系。11月召開十八屆三中全會之後也出台了土地改革方面的細則，為農業及其相關行業帶來了新的發展機遇。

休耕及輪作制時機成熟

一直以來，內地過量使用化肥農藥來維持超負荷連續耕種，致使耕地有機質含量下降、板結嚴重，生態環境也遭到嚴重破壞。據統計，中國是世界第一大化肥生產國和消費國，是世界第二大農業生產國和第一消費國。化肥和農藥使用後流入河流，導致湖泊富營養化，嚴重污染環境且難以治理。為實現農業的可持續發展，休耕、輪作制度是最佳選擇，而且時機已經成熟。要實現休耕、輪作制度，前提是必須提高農業生產效率，方法大概有三個：鼓勵育種創新，適當放開轉基因技術；推進農業生產規模化；現代化生產裝備。

轉基因食品在內地一直飽受爭議。不論轉基因食品是否

安全，轉基因技術可以大大提高農產品產量卻是不爭的事實。以玉米為例，轉基因玉米產量比普通玉米要高10%左右。轉基因農作物在惡劣環境下也能存活，具有抗雜草、抗病毒和抗蟲害的能力，可以大大減少化肥農藥的使用。生物技術的發展和推廣可以有效解決食物需求和土地稀缺之間的矛盾，相關行業和公司的發展值得留意。

規模化生產也是提高生產效率的主要途徑。十八屆三中全會確立的土地制度改革，允許農村集體經營性建築用地出讓、租賃、入股，與國有土地同價同權，賦予農民更多的財產權利，包括土地承包經營權、宅基地用益物權、推進農民住房財產權抵押、擔保、轉讓試點等，並建立城鄉統一的建設用地市場。允許土地流轉將會令土地的使用權集中到少數人手中，而城鎮化也會引導放棄土地使用權的農民進入城市，令規模化生產切實可行。

現代化裝備也是重要手段之一。2013年中央農機購置補貼金額已經擴大到250億元人民幣以上。據統計，同等生產條件下，水稻、小麥生產全程機械化可以每畝增產53公斤和37公斤。農業生產機械化不僅可以提高土地產出率，還能推動農民轉移至其他行業，有效緩解「用工荒」問題。

目前中國已經具備較高的生物技術和機械設備水平，休耕、輪作時機已經成熟。不過農業改革涉及人口衆多，注定是相對複雜和漫長的過程，但是帶來的機遇也是巨大的，值得留意。

爭奪港珠澳大橋商機 港應急起直追

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

港珠澳大橋預計三年後落成，港珠澳三地將因此在陸路交通上無縫連接，人流及物流可以更快的24小時通車到達目的地。更深的意義，大珠三角三個不同行政管理體系的陸路交通聯繫，對大珠三角整體經濟發展和旅遊業產生協同效應。目前珠江西岸及鄰近地區如南沙、江門等發展落後於東岸如東莞、寶安等，大橋落成亦有助於平衡發展珠江兩岸經濟，目前較落後地區，或提供較佳投資回報的機會。

香港專業人士協會年前曾組團視察珠海當地的大橋落腳地，珠海市政府非常重視此項跨境基建，在土地規劃及交通配套均作詳細配合切計，比如在拱北，交通樓作多層設計，人流與行車交通分隔之外，高層建築設大型商場，橫琴連接澳門的接駁橋及海關已落成使用，當地將建新主題公園及3,000客房的大型酒店，據悉構思中還包括建一大型停車場，讓香港到當地的車輛停泊，乘客再轉乘公共交通或當地車輛到目的地。

反觀香港，機管局剛決定保留在機場北商業區地底，興建配合第三條跑道發展的無人駕駛捷運系統地下車廠，盡量減少車廠對商業區發展規劃影響。如運房局局长張炳良所說，政府希望第三跑道和機場北商業區兩者平衡發展，但「最主要的前提」是不能影響第三跑道環評進度，而第三跑道必須如期在2023年落成。這是一舉落實新機場島建商業區及趕

建第三跑道附屬車廠，相信是政府協調下的成果。

應作針對性規劃檢討

面對珠海、澳門和橫琴正如火如荼進行配合大橋落成所作配套發展，比如酒店客房和商業建築面積遠超大嶼山現時規模，似乎港府遠不如彼方積極，怎樣應對還沒有一套整體規劃及時間表。只興建機場商業區是不夠的，更應該考慮檢討東涌新市鎮以至整個大嶼山尤其北岸的規劃，甚至雖然大橋落腳點在北大嶼山，但分別透過高架橋和海底隧道連接到屯門，屯門再透過西部通道連接到深圳，沿途所經過多小時車程內的市鎮及新界西部地域，都應該作針對性規劃檢討。

有學者估計香港如果不急起直追，不但會失去可達九百億元的額外經濟效益，還會因為被「搶客」，經濟效益的總流失量可達二千億元。筆者了解不只大嶼山商界心急，其實港府高層同樣不希望香港蒙受經濟損失，但這更需要決心和行動。建港珠澳大橋，除了促進三地物流，以及方便人去澳門或珠海遊玩，還要吸引粵西以至全國的旅客來港珠澳旅遊。本港現時景點「爆棚」，公共交通超負荷，酒店房價超貴，社會早有呼聲要在新界北部增闢旅遊和購物熱點分流旅客。

香港在此事上早失先機，如不亡羊補牢，勢將面對大量流失旅客到鄰近城市住宿，旅客到港只作短暫停留購物消遣，香港花錢建跨境交通基建，接駁城市彼岸的旅遊業因早着先機而受惠，但到港旅客卻加快流走。

美「收水」亞洲區或現兩極化

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局經過一連兩日的議息會議後，維持利率不變，但宣佈減少購買房屋貸款證券及較長年期的國庫券各50億美元。會後議息聲明指出，美國經濟正以溫和步伐擴張，而就業市場雖然有改善，但失業率仍處於較高水平。消費及企業投資有所改善，而房屋市場近期復甦速度略為放緩。然而，由於美國通脹目前處於偏低水平，故只作出輕微減少買債。

聯儲局自金融海嘯後，推出了三輪量化寬鬆措施，以及一次扭曲操作措施，以刺激當時疲弱的美國經濟。然而，由於美國經濟當時陷入的危險程度，與1929年時的蕭條情況接近，故聯儲局主席伯南克即時推出逾萬億美元的量化寬鬆措施。時至今日，美國今年第三季經濟增長才達到3%以上，可見美國經濟復甦時間的確較預期為長。因此，聯儲局昨日公布開始減少買債，屬市場預期之內。

聯儲局開始退市下，先分析對美國經濟的影響。依昨日的市場反應，其實屬於預期之內。因此，即使在消息公布後，美國十年債息收市只收於2.9厘以下，顯示債券投資者已經接受聯儲局退市。至於聯儲局主要明年開始由耶倫接任，預料聯儲局的退市步伐仍會非常緩慢。一方面，要觀察美國經濟對減少買債的反應。另一方面，依耶倫的鴿派形象，減少買債的速度緩慢是預期之中。但有一點要留意，明年聯儲局委員中，加入了較多貨幣政策中性至鷹派的委員，對於會後議息聲明的字眼上，可能把貨幣政策未來轉向為中性的機會較大。

大中華及韓國等影響較小

對於亞洲及新興市場方面，預料可能

出現兩極化的情況。一些經濟基本因素較佳的國家或地區，例如大中華及韓國等國家，預料對美國退市的反應影響較小。但一些經常賬較差或政治較動盪的國家，例如印度、印尼及泰國等，將會受到較大的影響。在這些地區的資金，或會流向大中華或韓國的財政較健全的國家。

因此，預料亞洲區可能出现兩極化的情況。至於其他新興市場方面，例如巴西及俄羅斯，由於當地經濟增長弱，以及通脹處於較高水平，一旦資金流出，將令貨幣進一步貶值，而構成輸入性通脹。因此，預料對其他新興市場的影響，將屬個別性，要視乎經濟情況而定。

最後，亦是投資者最留意的是未來利率的走向。根據目前的情況看，聯儲局由於明年減少買債的時間，可能要到明年年底，才完成整個購買資產的計劃。而且美國目前的低通脹情況仍可能維持至明年，故預料低利率環境仍會維持多一段較長時間。在這種情況下，若聯儲局需要上調，可能是2015年下半年至年底的事了。



■美收水，料對一些經濟基本因素較佳的國家或地區，例如大中華及韓國等國家，影響會較小。圖為三星曲面智能手機。

新華社

應以攜帶奶粉離境稅取代限奶令

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心

李樹甘

據報道，臨近聖誕及新年，雖然「限奶令」仍維持，在水貨客不斷掃奶粉下，奶粉每罐急升，甚至較「正常價」高近一倍，多區再出現奶粉荒。筆者朋友認為，歸根究底是價格問題。內地人願意以高價購買香港奶粉，但香港人不願意以同樣價錢購買，所以香港的奶粉流向內地，這是正常經濟現象。奶粉供應商、批發商、零售商都想多賺一點，所以有貨不賣，留給願意出高價的內地人和水貨客，這是市場規律。

只要內地人的收入沒有大跌，對內地奶粉安全信心仍不足，在龐大的內地需求帶動下，不論供應量有多大亦無濟於事，加上不容易控制增加供應，以限奶令去解決「奶粉荒」是不容易的，因為水貨有利可圖，即使專業水貨客因政府只限帶兩罐奶粉而不幹，業餘水貨客亦會接手，在「全民」皆帶水貨的情況之下，奶粉價格便會上升，加重本地父母的負擔，限奶令原本要本地人不受影響的願望落空，可見限奶令並非最好的方法。

依照「貨向高流」的市場規律：奶粉必然流向高價的市場，假如一罐奶粉的正常售價是300元，而內地人或水貨客願意以最高價584元購買，那麼如果香港人亦願意以同樣價錢購買，奶粉供應商、批發商、零售商把奶粉賣給內地人和水貨客或香港人是沒有分別的，他們便不會屯積居奇。再者，如果香港人願意以600元購買，那麼他們必定會優先賣給香港人，但香港人就是不願意，因此買不到奶粉。

所以，我們認為要把內地人或水貨客的奶粉市場與本地人的奶粉市場分開。短期而言，應減少內地對本地奶粉的需求，以改善供求失衡的情況。香港可考慮增加內地人和水貨客購買奶粉的代價(即減少他們的購買力)，例如：實施攜帶奶粉離境稅，令任何攜帶奶粉離境的人都要交稅。假

如內地人或水貨客願意最高以584元購買一罐正常售價是300元的奶粉，那麼如果他們攜帶奶粉離境要交300元稅，即合共600元才可以買到一罐奶粉，內地人便再不願意購買，水貨客亦絕跡香江，但300元稅款太高，會傷害兩地人民的關係，好在這個方法可以靈活運用，特區政府可以首先徵收150元稅款，然後按情況加減稅款，藉以調節內地的需求，利用市場力量達至供求平衡。

提高帶貨成本減低需求

簡單地說，這個方法是以提高內地人或水貨客購買奶粉的成本去減低內地的需求，例如，內地人或水貨客以正常售價300元購買一罐奶粉連150元稅款，成本已是450元，如果稅款是200元，成本更加上升至500元，這樣定會大大減低內地的需求。換句話說，同樣以300元購買，香港人的成本就是300元，而內地人或水貨客的成本是450元(300元+150元稅款)或500元(300元+200元稅款)！那麼，香港人會佔優，流向內地的奶粉亦因而減少！此外，特區政府必須設立退稅機制，以照顧長居內地、因而受攜帶奶粉離境稅影響的香港人，惟政府亦應該制定措施，防止或減低長居內地的香港人藉此帶水貨圖利。

由此看來，寓禁於徵(奶粉離境稅)可以避免增加本地父母的負擔，而退稅後所餘的稅款，亦可用作增加海關執法能力的行政費。不過，即使調節得宜，這個方法仍會傷害兩地人民的關係，亦令香港失去商機，只能作暫時之用。

我們的建議可以總結為以下幾點：1、撤銷限奶令；2、實施攜帶奶粉離境稅，首先徵收150元一罐的稅款；3、按情況加減稅款，調節內地的需求，達至供求平衡；4、設立退稅機制，照顧受影響的香港人，但要防止藉此帶水貨圖利；5、稅款用作增加海關人手的執法和行政費；6、徵收攜帶奶粉離境稅這個方法只能作暫時之用。

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。