

伯老做出期望管理最佳例子

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

若說當今世上，財金世界最重要的工作，就是期望管理，可是一點也不誇張。從最小的層面，例如企業中，上司與下屬的關係，怎樣令整個團隊有士氣，讓人有足夠誘因勤奮有效率地工作，把交下來的任務都完成，或多或少，就是管理層怎樣把各項目標都交代得好，而員工也可以有足夠的回應渠道，讓下情得以上達。

當企業發展起來，成為上市公司後，怎樣跟大眾投資者溝通，特別是藉着媒體的正面報道，以及跟分析員大談前景，拆解業務數據的細項，以供後者有個了解和依據，把各人所做的盈利預測，盡可能拉近一點距離，到真的派發成績表，業績公布時，基本上股價已經早早反映了，沒有太大變動，或就算是有變動，都是向有利於上市公司整體或管理層的方向處走。

更大的，當然是一個經濟體系，央行和市場的博弈，怎樣才是正面互相合作，而不是互相虛耗力量。近年所見，美國聯儲局主席

伯南克在位幾年，把期望管理的藝術，推向了高峰。誠然，關於央行要變得更具透明度，向大眾交代其動態和意向，是有事態發展的，並非單純起於伯老一人的推動。

過去幾十年，央行的地位始終高高在上，但當局者，開始走進人群，讓市場中人加深了解，是緩緩地發展起來的作風。即使以帶領提問者遊花園見稱的格林斯潘，也樂於在不同場合向大家解釋，雖然，他的解釋可能帶來更多提問，並未完全令人釋疑。

不過，說實在的，的確又真的是伯老在位其

位，讓這股風氣，得到充分的開展。他在2003至2004年間，跟當時的聯儲局技術官僚Vincent Reinhart等人，已合著了關於在零息時代央行對策應如何何從的研究。

當中一大課題，甚至是最破格的，就是在一切可用的辦法，包括減息或量寬等，都已用盡了的時候，真正關鍵的便是跟大眾溝通，讓投資者建立信念，認同央行的政策，並相信央行的政策具可信性，繼續作出央行有意導引的行動。

說起來，2008年金融海嘯後的世界，正是這一套對策的最佳示範。在2008年減息後，2009年開始連串量寬，甚至其中亦有所謂扭曲操作的進行，但關鍵是過程中不斷跟大家述說，並以極為緩慢的政策變化，以及每次公開發言都有極為類似的遣詞用字，令人逐漸從事態發展，以至央行公開言論，到其後的經濟數據，建立起本身的信念。



伯老成功的期望管理，令股民繼續為央行的行動投以信心的一票，股指得以屢創新高。圖為已佈置聖誕裝飾的紐交所。

伯老成功的期望管理，令股民繼續為央行的行動投以信心的一票，起碼不再因失去信心而在市場上大舉拋售，而今年中開

始該退市，並於近日開始公布減買債步伐，都是循序漸進而有秩序，是近年期望管理的最佳例子。

持續放水 日本投資前景可期

AMTD 高乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶熾

明年1月起，美聯儲將會開始減少購買債券共100億美元至750億美元。是次美聯儲決定開始減少買債的時機得宜，同時帶出減少買債規模不是緊縮的訊息。加上伯南克重申將維持超低利率直至失業和通脹數據達至央行目標，令美國三個主要股票市場明顯上漲。年初至今，道瓊斯工業平均指數升23%至16,167，標普500指數則升26%至1,810點高位。

美國勞工市場情況明顯改善是減債決定的主要因素。今年至今，非農業就業新增崗位按月平均和新申領失業援助金人數的按周平均，分別較去年同期明顯改善，11月份的失業率亦降至7%新低。美國經濟復甦，使國債收益率穩步上揚，11月初至今升約14個基點至現時2.89%水平，預期明年第一季收益率將繼續小幅上揚。收益率上升導致長期國債的潛在投資收益減少，因此明年仍然看好環球高收益企業債券基金。

2013年環球主要央行的貨幣政策，英國和歐洲央行在貨幣政策方面適度寬鬆起來。日本首相安倍晉三今年上任後，亦大舉實行超寬鬆政策。2014年，日本將會是實行最寬貨幣政策的國家，也將會是一個不錯的投資機會。

央行推超寬鬆政策方向奏效

雖然各主要央行自2008年末開始利用一些非傳統貨幣政策工具引起不少爭議，然而當主要政策利率調降至接近零息時，傳統貨幣政策已經發揮不到它的作用。這個情況下，利用非傳統工具未嘗不可。整體看來，今年日

本推行的「安倍經濟」政策的成果不錯，日經指數今年上漲50%，美元兌日圓跌至102水平。

根據聖路路斯聯儲備銀行年初一份報告的數據，以絕對數字比較美國和日本的資產購買規模，美國為31,520億美元，日本則為21,930億美元；以規模佔總體經濟百分比來看，美國佔22%，日本則佔37%。日本經濟的行業多元化較美國窄，要面對的經濟結構難題也相對較複雜；美國的量寬政策的成效顯著，日本走的超寬鬆政策方向也是正確的。

日本的金融系統主要以銀行為中心，量寬政策也主要集中在向銀行借出流動資金。今年首三個月，日本貨幣供應M2的增幅較M1的增幅快，顯示除了積極加大基礎貨幣，日本政府成功鼓勵銀行借貸。在這一方面，日本較其他主要國家央行做得更好。美聯儲明年開始減少量寬規模，預期強美元將利好日本股市，因此明年繼續看好日本基金。



受聯儲局退市的正面影響，日股造好。

QE 縮減對A股影響有限

時富金融策略師
黎智凱

12月18日，美國聯儲備委員會宣佈將小幅縮減債券購買計劃規模，決定從2014年1月份開始，將把每個月債券購買規模縮減100億美元，從850億美元降至750億美元。消息一出，美國金融市場如釋重負，紐約股市道瓊斯工業指數暴漲。

說實話，這個是在筆者意料之外的，美國經濟一直在好轉，美債退出是在意料之中的事情，但是筆者沒想到紐約股市一路下來不斷刷新歷史新高。對比之下，在中國A股市場，股市是一路創新低，十幾連跌已經破了2008年連跌的歷史紀錄。筆者覺得，量化寬鬆(QE)縮減對中國經濟有影響，但對於A股影響不大。

美聯儲在金融危機後實施的這5年的3輪QE政策，使得美股創下歷史新高，周邊國家股市今年也都創下了歷史新高。比如在歐洲，道瓊斯歐洲斯托克600指數創下最近6年的新高；印度股市指數也刷新了2008年繁榮時期所創下的紀錄，再次創造了歷史新高。當然，這些不可否認是與各國經濟好轉有一定的關係，但是也不排除QE的影響。

大家都知道，在中國內地，投資者的投資範圍很狹小，除了股市就是樓市兩大主

要途徑，但這6年以來A股一直是熊貓全球，A股就跟傳銷似的，老一批股民退市又換新一批股民入市，但稍微懂得一點A股常識的人都是棄之，遠之。

房地產只賺不賠 資金棄股從樓

在這種情況下，作為內地的投資者唯獨也只有投資樓市，當然在一直依賴房地產發展經濟的中國，這6年以來房地產投資一直是只賺不賠的生意，而且收益相當可觀，儘管一夜暴富的不多，但收益10倍以上的很常見，特別是在一線城市，這幾年房地產投資平均收益5倍以上的到處都是，個個都比股神巴菲特收益高。在這種情況下，資金大量流入樓市也不足為奇，樓市一路上漲也不足為奇，沒人投資A股是理所當然。

按照道理，QE退出會對全球流動性造成階段性衝擊，比如QE退出後美元可能階段性走強，市場利率上升，導致流入新興經濟體的資金下降。但是在中國，這6年多以來，A股市場是不斷創下新低，這個說明了什麼？當然A股早已不是中國經濟的晴雨表，這個大家都知道，在筆者看來，美國這5年的3輪量化寬鬆政策並沒有使中國A股市場好轉，並沒有大量的資金流入到A股市場，此時就算QE退出對中國A股的影響也是有限的。

美聯儲舉措 股市反應正面

路透專欄作家
Edward Hadas

倫敦12月19日——情況有點兒讓人看不懂。過去一年大部分時間，投資者都非常害怕美國聯儲備理事會(美聯儲/FED)會放緩量化寬鬆(QE)步伐。他們擔心，美聯儲減少注資將壓低金融資產價格，尤其是股票等風險資產。然而，當美聯儲周三最終宣布縮減購債後，全球股市卻不跌反漲。

原因之一是投資者心中的一塊石頭落地，另一個解釋是縮減幅度較小，讓人欣慰。美聯儲把每月購債規模僅削減了12%，並承諾未來縮減時會很慎重。但或許股市上漲的最重要理由是，投資者認為一杯調製得恰到好處的潘趣酒正等着他們開懷暢飲。(punch: 潘趣酒，一種用酒、果汁、香料等調和的飲料)

經濟佳釀，即便不至於讓人陶醉，也令人感到微醺。美聯儲的縮減決定等於是正式承認，在多年的磕磕絆絆之後，各發達經濟體國內生產總值(GDP)正在全面增

長，而且有加快跡象。而強勁的企業獲利，則是甘甜的輔助飲料。

雖然美聯儲正在稀釋QE烈酒，但還沒有停止供應。包括美國在內的大多數國家央行認為，寬鬆貨幣政策仍然十分重要，可以支撐羸弱的就業市場並且避免仍在康復中的金融體系舊病復發。交易商預計美聯儲在2015年9月之前不會升息。

這種有利局面能持續多久呢？

樂觀者相信這可能會持續多年。他們認為，在美聯儲等央行最終覺得可以安全結束貨幣刺激政策時，股市將得到GDP強勁增長和企業穩健盈利能力的堅實支撐。

但未來仍有可能遇到阻礙。廉價資金造成了市場扭曲。也許通脹率將隨着GDP增速一起回升，促使央行必須以令市場不順暢的速度快速收緊貨幣政策。而在貨幣政策變得不再非常有利時，銀行也可能陷入麻煩。不過，誠如熱衷於酒席的人所言，今朝有酒今朝醉，盡情享受吧。

「澳人澳地」研究報告有何啟示？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

12月12日下午，澳門大學澳門研究中心發布「澳人澳地」研究報告，對該項建議政策從法律、經濟、社會、區域比較等多個層面綜合分析，針對所謂「澳門本地夾心階層」建議三種模式供公眾討論。這些模式分別是「經屋升級」版、「協助永久居民家庭自置居所」版及參照「港人港地」方法，三方的推手者完全不同，分別是政府、政府+發展商和發展商主導執行。

其實「澳人澳地」建議是應當地社會對「港人港地」政策的要求才產生的，但其提出三種方案反過來對香港房屋政策有無啟示作用，是良性互動還是完全分開呢？「港人港地」和「澳人澳地」的產生背景有異同之處。它們的共同處是兩地的本地居民都是面對高樓價問題，居民收入追不上樓價升幅，令「夾心階層」的置業慾望愈來愈不能實現，特區政府們試圖推出只出售給本地居民的房屋去幫助他們可以「上車」。

反過來說，它們有着不同之處。澳門是微型外向經濟體，近年特區經濟起飛，但居民收入升幅遠遠低於樓價上揚程度，低下階層有社屋和經屋解決居住問題，首置的「夾心階層」則置業遙遙無期；香港政府因為前數年缺乏中長遠房屋規劃，使幾年間推行土地數目遠遠落後於年均供應量，供應量少碰上全球低息環境迫使樓價持續升溫，又加上香港經濟近年增長放慢，居民收入不及通脹/樓價升幅，令本來已置業困難的首置人士「百上加斤」，尤其年輕一代只能「望樓興嘆」。

如果再展望未來五年，港澳經濟表現迥異，預料澳門因賭博收入持續上升和基建項目相繼上馬，未來的年均GDP增長將達到10%左右，並跑贏通脹；香港則因外地經濟將有復甦和內地自由經濟效益繼續擴大，預料出現經濟平穩發展，且雙輪有望會促使樓價回落10%-20%內。但是無論如何，港澳兩地未來五年的樓價水平仍然是遠超本地居民的正常收入可以負擔的合理水位，「夾心人士」還會面對「上樓難」的局面！

建議歸入公共房屋區內

澳門研究中心的三種「澳人澳地」模式各有長短，而且其房屋歸納建議分類有着根本不同。澳門特區政府實施「社屋為主，經屋為輔」的公共房屋政策，而「澳人澳地」房屋是被建議歸入公共房屋區內，是繼社屋及經屋外作為公共房屋的輔助社屋的產品，「從首到尾」只限定供給澳門本地居民市場；但「港人港地」的單位則定位不甚清晰，即由政府賣地但由私人發展開發、建造、定價和銷售，只是於銷售對象權限時期有明確確定，中標地價跟鄰近私人樓宇壓

地地價沒有太多折讓，可以預料最後產品定價仍然參照附近同級樓價，對幫助「夾心人士」置業沒有明顯效果，單位總價也不是她們一定可以負擔的範圍之內。

「經濟房屋升級模式」是參照現行經屋的做法，由澳門特區政府負責建造，所有單位由政府有關部門負責處理及銷售，銷售價格由政府主導，與購買者的負擔能力掛鉤。首次銷售限制中，購買者資格必須是年滿十八歲及澳門特別行政區永久性居民，首次置業，在某一時間內未擁有自置居所，須以家庭為申請單位；由於針對群體不同，一些如收入和資產限制相對放寬；單位面積與現時經屋相若或稍大；禁售期為7-10年，轉讓時須補價，轉讓對象只限隨機抽中的澳門永久性居民；曾購買經屋，受惠於四厘利息補貼計劃或自置居所支援計劃者(含曾一次性享受「澳人澳地」政策優惠者)均不可購買。

只可在永久居民間轉讓

「協助澳門永久居民家庭自置居所模式」是基於「夾心階層」的資產特徵和居住需要，在政府扶持的經濟房屋與完全市場化的私人樓宇之間提供的適當價位的住房產品供給，其目的是主要協助首期不足的澳門永久居民家庭「上樓」，且未來只可在澳門永久居民間轉讓。其發展模式是可以政府自建自售或政府賣地私人企業於限定合同條款(包括單位設計、數目、興建和銷售)執行。

建議其銷售價格由政府主導，以市場價格為本並給予20%-30%折扣；從鼓勵居民向上流動考慮，收入及資產不設限制；限售對象與上項計劃一樣；轉售對象限制跟上述計劃一樣；禁售期可減少到5年-8年；可以輔以適度的財政支援措施，如放寬銀行貸款比例限制、減免稅賦措施等，且其轉售時無需補價。

從「港人港地」和「澳人澳地」計劃相互比較，不難發現後者有其可取之處。前者將禁售對象於本地居民限定在頭30年內，但後者則永久地限定，且首次禁售期是10年內。

港澳政府對兩項政策的基本思路不同，澳門已界定是公共房屋一種且容許居民上游活動，但香港則不清楚區分，間接使中標地價沒有被降低，實有失其政策的原來精神。

如果真是有效幫助本地居民上車，則「澳人澳地」來得較務實，以折扣價銷售並輔以適度的財政支援措施於「首置人士」。港府應考慮選擇性採納，如果「港人港地」的規模被有效地控制，則該項政策對私人市場和本地自由化經濟規劃影響不大。

從首兩幅「港人港地」的地價可以預料出產品價格仍會貼近市價，港府只用限量、限呎、限對象、限售期條款是稍嫌不足，實在有檢討的需要。「澳人澳地」是建基於不同客觀條件上，但其細則措施是具參考價值的。

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。

循序漸進退市 市場受落

霸菱資產管理環球多元資產組投資總監
Andrew Cole

在任內最後一次新聞發佈會上，聯儲局主席伯南克公佈了美國首次削減資產購買規模的步伐。每月買債規模將減少100億美元至750億美元，其中美國國庫債券及按揭抵押證券各減50億美元。有關變動從2014年年初起生效(而非即時生效)。

聯儲局亦採取措施加強前瞻指引，表示在失業率跌破6.5%後「一段時間內」仍將利率維持在接近零的水平。在新聞發佈會上，伯南克強調6.5%的失業率只是一個門檻，並非加息的觸發機制，意味着在達到這個水平之後，聯儲局可能不會即時改變政策。

儘管失業率門檻維持不變，但其重要性已經有所降低，說明美國決策者希望不再受到單一的經濟指標所束縛。目前，聯儲局預期會在2015年年底之前將短期利率維持在0.75%，並在2016年年底之前將短期利率維持在1.75%，低於9月份分別為1%及2%的預測。

聲明論調遠較近幾個月更寬鬆

南克表示，只有在美國就業市場持續表現強勁，而且通脹增長取得進展的情況下，才會進一步削減資產購買計劃的規模。他同時重申，美國央行仍可根據經濟狀況的需要而加快或減慢退市步伐。

總體而言，我們認為這份政策聲明的論調遠較近幾個月來更為寬鬆，反映了聯儲局希望避免出現他們會在美國經濟完全復甦之前加息的說法。

鑑於聯儲局主席換屆在即，伯南克特別強調了接班人耶倫在整個決策過程中充分參與並支持這項決定。按目前退市的步伐，資產購買計劃要到2014年年底才會結束，但究竟耶倫會不會作出改變，仍是未知之數。

有關消息利好股市氣氛，在公佈決策的新聞發佈會召開後，股市強勁上漲，而由於市場預期聯儲局退市的步伐將會循序漸進，美國國庫債券價格亦上升。我們認為會議的結果屬於利好因素，印證了我們看好2014年環球經濟前景的判斷。這決策在很大程度上消除了有關美國貨幣政策走向的不明朗因素，令市場關注的焦點重新轉向美國經濟的健康狀況，而有跡象顯示美國經濟現正持續復甦。

會議亦顯示，聯儲局進一步削減資產購買計劃的規模將會是一個循序漸進的過程，而不會操之過急，提振了市場信心。鑑於貨幣政策仍然為環球經濟增長帶來支持，我們繼續在多元資產投資組合中以高於債券的比重投資於股票。

縱觀2013年全年，盈利預期均有過高之嫌，目前的情況亦一樣，但由於各國央行推行的支持性政策繼續令投資者受到鼓舞，我們相信即使盈利預測向下修訂，亦不大可能會阻礙股市進一步的升勢。