

重透明度增溝通 伯老應獲高度評價

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

上周五(3日)，美國聯儲局主席伯南克作出任內可能是最後一次的公開發言，他出席美國經濟學會於費城舉行的年會時，為聯儲局的經驗作出回顧與展望，不但是他任內的經驗反省，也有為其前任如格林斯潘或沃爾克等解說。

這篇演說內容之豐富，把他上任前的理念和當時的聯儲局作風，與他上任後的工作和表現，以至後來的處境和目前的形勢，一一連繫起來；若想了解過去幾年聯儲局做了甚麼，沒有甚麼比這短短一篇演辭更一針見血，相信他日研究貨幣政策歷史的人，一定不會錯過。

如果真要選出最重要的，一定是他討論透明度和問責的環節。無可否認，他從前任的聯儲局繼承到的，除了過去的繁榮帶來的新危機，還有聯儲局愈來愈開明的作風。舉例而言，以大力打擊通脹為己任的沃爾克，便有引入貨幣目標框架的動作，而即使是發言往往像帶聽眾遊花園的格林斯潘，也帶來了每次聯邦公開市場委員會的會後，發表一篇聲明的新政。但論到在增加聯儲局作為央行，對市場和大眾的透明度，對各界的問題，伯南克肯定是史上走得最前。

冀增央行政策可信性

這裡不必逐樣枚舉，因為演說裡說得更清楚，此處不贅。真正重要的是，自2006年2月起擔任聯儲局主

席後，伯老一直提倡透明度和問責，不但面對官員的正式答問，也有私下與議員們的討論，更有在大眾媒體回應，又有出席學校活動向學生解說，總之，可以想像到的，都盡量去做，務求在可能範圍之內，接觸最多的受眾，讓各界(不單是市場參與者)去了解，央行的行動和目標是甚麼，讓大家增加了解，從而增加央行政策的可信性，以及隨之而來的執行順利。

事實上，很難想像，在金融海嘯後的聯儲局，可以沒有做這麼多工夫，而得到今天的成果。誠然，正如演說內提到，很多工作還得做，失業率還未降至目標，通脹仍未回到目標。但平心而論，比起金融海嘯的存亡之秋，如今是大步穩過的了。

說起來，關鍵就是透明度，也就是與外界多溝通，不是單方面施行政策，也要顧及外間的潛在反應。的確，市場參與者眾多，聯儲局的行動，牽一髮動全身，輕微的改變，也足以令人有很多聯想和猜度，唯有透過政策的持續和一貫，加上不斷跟外界保持聯繫，開放溝通渠道，讓市場知道央行在考慮什麼，也讓央行知道市場在擔心什麼，才可創造雙贏，否則，央行和市場互相猜測，往往把最壞處境先行設想，帶來的可能是雙輸的困局，這絕非央行行長所樂見，尤其在臨危受命的伯南克身上，更是不可不小心。

顯然，歷史會把伯老給予很高的評價，不單是因為解除了金融海嘯的危機，這一點，雖然在規模上前無古人，但方法不算創新，格老都有採用，但就以期望管理為重點，可說是創先河。

香港樓市今年「凍過水」?

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

百家觀點

對本地地產從業員來說，2013年確是困難的一年，雖然樓價沒有大幅回落，但是樓市成交量還不及2003年低谷。鑒於樓價不受控制的情形下，特區政府以行政手段去叫停樓價上升的問題，經過年內連番出招後，2013年基本上是「量跌價穩」的一年。直至第四季度，本地發展商採用「貼二手價」、「送稅優惠」、「再推持平」、「長樓花期」等等速銷手段「去貨」，市場反應尚算理想，一些新推樓盤錄得不俗銷情，給地產從業員份「聖誕禮物」。

市場人士開始關注這次一手樓熱潮可以維持多久呢？當這股「被抑壓的購買力」用盡後，如果遇上樓價沒有起色的話，樓價會否再往下沉底呢？在去年最後一次美國聯儲局例會中，大會決定減少「量化寬鬆」規模100億美元，並宣布美國利率仍會低企一段時間(起碼到2014年末)，美國「退市」會拖累香港樓市嗎？美資回巢會否被本地及內地資金回流本港有所補足呢？

與2012年末展望不同，各大傳媒訪問本地房地產專家、學者和市民中，各持份者一齊看今年樓價向下跌，由5%-30%不等，有些更加看淡豪宅，指出其跌幅會大於中小型住宅，尤其對近年產生的「假豪宅」(即位於非傳統豪宅區特色戶)大呼

市民格外小心。其實樓價是含有所謂「預期」部分，樓市急速上升是因為對後市樂觀才出高於昨日價值去搶購，但今天的樓價已經缺乏可見未來的再升預期，樓價再向上幾乎是不可能了，問題是向下跌多少且於何時才發生呢？況且利息低企肯定仍然未來一年的格局，影響本地樓市最大因素是「辣招」動向。何時「減辣」或「去辣」呢？具體內容是什麼呢？住

宅/非住宅土地增加如何展望呢？

樓價若跌30% 政府料減辣

很多社會人士「一廂情願」地希望特區政府會公布「去辣」的具體條件，並且拋出樓價下跌20%-30%去測試政府底線，但換不來政府官員的正面回應。政府的不表態是可以理解的，如果「定死」條件會為行政手段增置上限，大大減低其有效性。筆者深信政府心中已有目標，應會在30%以內，而且訂下減/去辣招具體措施。雖然「往下走」的火車頭已經欣然啟動，減/去辣招數不可能再引發樓價回頭上升，只會收到收窄跌價的效果。

「辣招」下出現價不減的主因是二手樓價仍然堅穩，業主寧放租不割價求售。過去年中時，當開售一手樓新例剛實施時，發展商仍未能適應令一手樓供不應求。只有進入第四季發展商熟悉新例和面對「去貨」壓力下，才毅然決定推出「速銷」活動。無可否認，她們已手中積存一些住宅單位，未來兩季將是決定性時刻，她們的定價取價會牽引2014年整體樓價走向。

2014年仍是用家主導市場

既然樓市已喪失預期升值的吸引力，2014年是用家主導的市場，當市場購買力出現不振的情形，正是發展商再減價的時刻，預料會在今年第二季度發生。發展商仍然以建築成本大幅上升為理由看穩樓價，這項觀念在下跌樓市中是不可能長久成立的。樓價上升引發通脹使建築成本急升，但同樣地樓價下跌令通脹受壓使各項成本回調。樓價未來跌價多少是取決於一手樓減幅和時間表，不過大跌30%以上會引起社會/經濟不穩定，特區政府即會出招救市。

最後，雖然全球利息於今年仍然低企，但並不表示本地按息不升。當外資回巢後，如果港資、內資沒有回流填滿資金荒，則本地利息必然有上升動力，樓按息上升是遲早問題，準買家小心留意。2014年是本港經濟困難一年，面對樓價回跌、通脹未可能立刻回順，市民的消费意慾肯定不振，各位讀者置業時必須量力而為了。樓價整體下跌10%以上是可以預見的，再擴大的跌幅則看各種不利因素的走向吧。樓價不會「凍過水」，只不過是大升後一次健康回吐而已。



圖為香港的高樓大廈。

法新社

2014年A股料無牛市

時富金融策略師 黎智凱

黎智凱

截至2013年12月30日收盤，美股三大指數道瓊斯、納斯達克、標普500在2013年以來分別累計上漲了25.75%、37.66%和29.11%；歐洲三大股指英國富時100、法國CAC40、德國DAX則分別累計上漲了14.46%、17.48%和25.97%；在亞洲市場，日經225指數累計上漲了56.72%，恒生指數則累計上漲了2.60%。

連續4年跑輸全球股市

對於經歷了7年熊市的A股來說，2013年，上證指數全年以2,289.51點開盤，收於2,115.98點，年內跌幅7.58%，相比去年年底收盤點2,269.13點累計下跌6.75%。深證成指全年以9,204.11點開盤，收於8,121.79點，年內跌幅11.76%，相比去年年底收盤點9,116.48點累計下跌10.91%。繼2010年、2011年、2012年之後，2013年A股在全球主要市場當中，再次墊底，這也是A股連續第四年跑輸全球股市。

2014年又是個A股擴容年。新年伊始新股發行正式開關，經歷了前半周的前奏，新股發行頻率加快，現有26家公司確定了發行安排。與此同時，A股市場卻是以

大跌的步伐進行着，而且恐慌殺跌情緒進一步蔓延，在得知IPO加快步伐發行的消息時，投資者再次遭受黑色星期一，在本周一A股再次創下近幾個月以來的新低。

資金面緊張 供求續失衡

筆者認為，在股票發行註冊制加快步伐推進的時候，如果沒有切實有效的監管處罰體系配套，是很容易造成大部分企業利用財務造假等各種手段達到上市圈錢的。而且A股市場「只進不出」的局面一直存在着，隨着IPO密集發行、新三板擴容等壓力，資金面進一步緊張，市場供求失衡的關係很難逆轉，投資者的信心也不可能恢復，2014年A股不可有大牛市的產生。

展望2014年，國際經濟總體來說趨穩。QE4退出後有可能衝擊美國股市與經濟，消費稅有可能冷卻日本股市及經濟，而新興國家經濟體則可能遭受着經濟的下跌或者調整。筆者認為，A股市場調整趨勢仍將延續。

在過去的幾年，外圍經濟處於較好的狀況之下，外圍股市都不斷創出歷史新高的時候，大量資金熱錢流入中國市場的時候，A股都沒有任何的表現，相反是不斷創出新低，這說明A股市場十分低迷，儘管最近股市的各項改革層出不窮，但新股發行制度改革、保護中小投資者權益意見等這些改革制度是有助於提升股市中長期預期收益率，但在短期之內是很難實現的。

今年金融市場或可以1994年為鑒

路透社專欄作家

Ian Campbell

樂觀人士指稱，美聯儲縮減印鈔規模的可能性已經完全反映在市場價格中。但縮減購債只不過是收回史上最寬鬆政策的開端，要邁向正常化還有漫長路要走。

1994年，美聯儲的一項意外舉措造成市場猛烈拋售。這次美聯儲政策轉變早在市場預料之中。而自美聯儲主席伯南克5月首度論及縮減購債以來，美國10年期公債收益率(殖利率)已經上漲約1個百分點，聖誕節過後更觸及了3%水平。但美債價格仍舊相當高昂。在經濟蕭條疑慮及極端貨幣政策推動下，債市走了30年的多頭行情，如今多頭走勢已經告終。

信息攀升恐導致資金轉向

很大程度上而言，這是件好事，但對各市場而言將很難輕鬆以對。隨着美聯儲逐步縮減購債、美國復甦層面擴大、以及通脹升溫，美國10年期公債收益率可能在2014年底達到4%，甚至更高。全球其他債市收益率

也會跟着節節攀升，並導致全球資金及貨幣的進一步轉向。

新興市場已經因此蒙難。對於部分市場而言，這意味有新的上漲潛能。然而MSCI明晟指數2009年及2010年已經翻番上漲，當時投資者逃離他們認定已備受打擊的發達市場，如今新興市場必須承受着資金流減少的實際經濟衝擊。巴西及印度等國家已經利用升息來應付貨幣貶值及通脹問題。新興市場成長率也正在下滑。若新興市場面臨貨幣危機，他們也將會拋售美債，而不是持續購入。

投資者面臨的是該往何處避難的問題。2013年這個問題的答案是發達國家股市，帶動這些股市大漲，其中標準普爾500指數揚升26%。然而這可能是為步入其他資產類別後塵鋪路。黃金、大宗商品、債券及新興市場股票全都出現泡沫化，如今泡沫正在破滅中。若貨幣政策收緊且公債收益率趕上股息收益率，則發達國家泡沫也將跟着瓦解。根據路透社Starmine數據，美國股票預期市盈率(本益比，forward P/E)為16倍，這數字雖非高到不可思議，但足以令人發愁。

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。

歐洲穩步復甦 環球股市將溫和上升

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶璘

在2013年各成熟經濟體中，歐洲斯托克指數上升了17.9%，僅次於美國標準普爾500指數上升29.6%和對沖日圓後的日經225指數上升28.9%。今年，歐股將有望躍升首二位表現最佳地區，抑或與美國同時稱霸？

「歐豬國」有望陸續脫困

葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘和西班牙這五個歐元國家在2008年時因熱錢過度充斥而最終導致經濟爆破。這五個「歐豬國」在歐洲委員會、國際貨幣基金組織和歐洲央行的協助及監察下，執行了財政削減和對有問題的銀行進行資產重組。去年12月中，愛爾蘭成為第一個告別紓困計劃的「歐豬國」。今年如無意外，其餘所有曾向國際社會尋求緊急援助的歐豬國亦有望將陸續在今年內脫離紓困計劃。

資產爆破期間，銀行流動性問題最嚴重的希臘，當時該國的10年期國債收益率最高升至35%。葡萄牙10年期國債也升至15%以上，高昂的融資成本使債務不可持續。告別紓困計劃後，屆時國家將能夠重獲財政獨立，包括可以恢復從國際市場融資的活動。歐洲央行同時將於今年開始親自對歐元區內的最大銀行執行資產質素進

行審查，包括要求核心資本充足率達標，料市場對今年歐股表現的信心將會大增。

央行仍有可能擴闊寬政策

近期歐洲經濟數據相當令人鼓舞，歐洲11月份消費物價指數為0.9%，貿易和財政預算赤字數據亦有所改善，加上短期不確定性因素較少，同時亦未遭遇太大通縮威脅。歐洲央行行長德拉吉明確指出，歐洲市場預期通脹率將升至接近但低於2%的目標水平，若市場出現起伏，歐洲央行將會擴闊寬鬆貨幣政策以減輕市場流動性衝擊。

美國聯儲局今年開始減少資產購買規模，有指政策改變將令流入歐洲股市的資金減少。如果美國經濟復甦的速度較預期快及穩固，這便不排除聯儲局將會加快減少購債規模，並可能對國際環球金融市場帶來顯著衝擊。過去一年，歐洲股市的復甦很大程度是經濟回溫以致企業盈利增加所支持，這是實質性的復甦。因此，美聯儲政策風險對新興經濟體的影響將大於對歐洲的影響。

相比美股目前處於歷史高位，美國最新第三季經濟按年增長4.1%。美國經濟的基本面將會繼續被看好，然而經濟仍處於復甦初期，美股估值偏高將有礙市場信心。因此，中期較看好歐洲，預期今年全年的環球股市整體表現則溫和上升。



聯儲局已啟動退市，資金流向已令金融市場變得波動。圖為紐交所交易員。

法新社

內地經濟仍面對不少挑戰

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

開年之初，市場對今年港股普遍樂觀，最樂觀的預測為恒指可達29,000點。內地經濟增長仍較快，更有三中改革概念，但今年是深化改革之年，在揮之不去的流動性壓力、資金壓力和產能過剩的背景下，股市面對的壓力不少。

我們上周五在本欄《走資壓力雖不大 港股仍波動》一文指出，「港股在2014年首個交易日最終紅盤高開高收，投資者憧憬港股、內地A股乃至新興市場股市今年可追落後。」「內地力推改革引發的陣痛，不免對港股構成影響。」

剛剛過去的兩個交易日，港股恒指和A股上證綜指分別下跌2.82%和3.03%。股市除了受到流動性影響外，亦受到市場對內地經濟前景的預期所影響。

內地剛公佈12月官方製造業PMI跌至51.0，服務業PMI亦跌至54.6。PMI在經歷連續5個月上升後開始回落，反映內地經濟雖然第四季度整體仍處於平穩增長的區域，但在經歷第三季度後的企穩回升後，增長速度開始減慢。

而在此際，人民銀行繼續控制流動性，上周沒有進行公開市場操作，淨回籠資金290億元人民幣。內銀股因而備受壓力，成為拖累股市的主力。此外，當經濟出現放緩的跡象後，傳統的資源股亦受到較大的壓力，石油股等資源股的回樣大跌，拖累股市。

內地經濟發展需要持續轉型，經濟若要持續發展，

必須改變增長的方式，尋求新的增長動力。因此，中央經改的主要思路，是要打破市場壟斷，釋放市場活力，並大力清理過剩、落後產能。

製造業存下行風險

此對處壟斷地位、粗放式發展的上市公司尤其國企，帶來不少壓力。數據顯示，大中小企業12月PMI均有所回落，匯豐製造業PMI連續兩月下降且弱於去年同期，中小企業生產經營環境進一步惡化。除原材料價格指數外，所有分項均下滑，製造業下行風險隱現。2014年是深化改革之年。第十八屆三中全會和中央經濟工作會議對如何深化改革作了具體部署，對政府與市場、社會產權制度、不同所有制的經濟主體、中央與地方、城市與農村等體系制度進行重新規劃以及基礎性改革。

對於資金面偏緊的問題，國務院總理李克強已表明，內地資金仍極寬鬆，若放鬆貨幣政策猶如抱薪救火，早前錢荒再度出現，以及人行有限度放水，正好反映中央的貨幣政策及操作手法是穩健偏緊。預計中央以此穩推經改、並倒逼銀行改革。

A股今年難望大旺

未來內地仍處去產能的過程中，資金面的壓力會逐漸傳導到實體經濟，往後的增長動力可能依然不足。2014年內地經濟依舊存在不少的挑戰，股市亦難大旺。