

改革立新 股市陣痛難免

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

年初市場普遍對今年港股作樂觀預測。無疑，內地經濟增長相對仍較快，根據改革細則，三中全會改革重點將進一步走向由市場主導。此前由國有企業主導的行業將向民間資本開放，更多民間資金投入市場，可以帶來更多投資機會。

三中改革方案指導未來十年經濟改革方向，因此長遠看，改革將可改善經濟增長動力，帶動企業盈利增長，並收窄中資股風險溢價，因而觸發估值重估，引發股市上升潛能。

惟今年是內地深化改革之年，力推改革引發的陣痛，不免對港股及A股構成影響。港股國企指數和A股上證綜指今年以來分別下跌6.20%和4.13%，就不足為奇了。

持續轉型發展 尋新增長動力

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，中央經濟改革的主要思路，是要打破市場壟斷，釋放市場活力，並大力清理



■早前人行有限度放水，反映中央的貨幣政策及操作手法穩健偏緊。資料圖片

過剩及落後產能。此對壟斷地位、粗放式發展的上市公司尤其國企，帶來不少壓力。

就銀行業來說，預計中央以改革的陣痛穩推經改，並倒逼銀行改革。在近日港股和A股跌市中，銀行股成跌市的重災區，成為拖低股市的主力。國務院總理李克強已表明，內地資金仍極寬，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。近日股市偏弱，其中一個主要的原因，是人民銀行繼續控制流動性，上周沒有公開市場操作，淨回籠資金290億元人民幣。

嚴控影子銀行 除去改革障礙

除控制流動性外，規管影子銀行則觸及問題的根本。影子銀行與企業的產能過剩乃至地方債問題是牽連在一起的，過去地方政府藉影子銀行取得大量融資，投入到房地產、過剩產能企業中。因此影子銀行無疑成為改革障礙，中央今年要力推新城镇化及力遏過剩產能等改革，若不嚴控影子銀行，則將事倍功半。

多家內地傳媒和外電周二指出，監管影子銀行體系的「國辦107號文」近日將下發，規管影子銀行將迫使銀行適當控制槓桿率。銀行最近幾年為提高利潤，風險偏好不斷上升，放大槓桿率，並以同業業務來突破信貸限制。新規定將影響商業銀行的同業業務，表現在一方面收緊銀行表外資金供應，另一方面是收緊對實體經濟的融資渠道。市場因而憂慮

隨著未來相關部委逐步推出細化政策，市場預計短期內銀行推出金融創新業務會有所收斂，從而擠壓銀行利潤的空間，再考慮到春節前銀行間市場的資金仍會偏緊，在此情景下，內銀股股價近日受壓。

中央要推經濟改革，進一步清理過剩落後產能、去槓桿化，而把資金抽緊並加強監管影子銀行，無疑將觸動銀行和地方政府利益，成效實難預料，惟其間經濟和股市一時的陣痛則在所難免。

從宣傳至實施解讀貨幣政策

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

一個國家的經濟，除了基本經濟因素（即消費、投資、政府開支及貿易外），政策因素亦不容忽視。政策因素可分兩方面：政府政策及央行政策，亦即財政政策及貨幣政策兩大範疇。大學時期的經濟學，通常指兩者其中之一的政策有變化，將會影響到另一方。

金融海嘯 量寬成最後救星

但金融海嘯後，一切貨幣政策及財政政策均有完全改變，可以說是金融海嘯令兩者政策作出完全的轉變。美國、歐洲、日本及英倫銀行目前的利率，處於接近零的邊緣。但極端低息環境，仍然未能完全刺激這些地區的經濟，故量寬的出現，可以說是這些國家或地區的最後救星。

美國自金融海嘯後推出了量寬措施，可以說是因為主席伯南克，吸取了1929年大蕭條的慘痛經驗，故不惜一切推出量寬措施，以拯救當時因為雷曼倒閉，而引發信貸冰封。隨着經濟好轉，聯儲局的貨幣政策亦作出了不同的轉變。由以往的量寬，開始變為由本月開始減少買債，至每月只有750億美元。

但回看去年5月，聯儲局主席伯南克提出了減少買債的字眼後，市場反應異常激烈。到9月份傳出將會減少買債，市場出現震盪，但跌幅已較5月為少。到了去年12月，聯儲局真的宣布開始減少買債，但市場反應卻異常正面，美股更急升近300點收市。

初提政策 市場反應最激烈

從以上看來，可見政策提出之初，可以說是對

市場的諮詢。市場反應之激烈，主要是因為第一次聽到這個訊息，亦可以說是充滿了憤怒。但當市場聽得太多，開始感到麻木到習慣，似乎是另一個劇本的開始。市場開始扭轉先前悲觀的情緒，認為減少買債是一個經濟前景轉好的訊號。

今年以來，大家對美股大致上仍然看好為主，但預料升幅應該會較去年遜色。雖然投資者已普遍預期，聯儲局將會於年內停止買債，但觀乎今年局內委員的轉變，可以想像到今年的貨幣政策，將會是近年內最緊的。這不但是貨幣政策上，而且可能在會後議息聲明的字眼上，亦會出現這情況。

因此，投資者可以預期投資者或需先適應聯儲局新的貨幣政策取向。在適應新的模式下，預料聯儲局需要更清楚傳遞未來貨幣政策的訊息，以避免市場出現混亂。



■伯南克吸取了1929年大蕭條的慘痛經驗，在金融海嘯後不惜一切推出量寬措施。資料圖片

產業升級 物流業存機遇

比富達證券(香港) 業務部副總經理

林振輝

內地物流行業起步雖然較遲，發展卻非常迅速。不過，隨着去年中國經濟增長放緩，物流行業也呈現出增長放緩的趨勢。現時傳統物流行業面臨諸多挑戰，包括今年中國經濟很大可能會進一步放緩，抑制物流需求增長，以及行業自身效率低和競爭激烈等問題。為應對這些問題，物流服務升級是惟一出路。升級內容主要包括物流平台、供應鏈和物流信息化的升級。產業升級將會是物流行業今年的主題。筆者認為，產業升級將會推動物流行業重新洗牌，蘊含機遇。

物流需求穩 費用偏高

據中國物流與採購網數據顯示，2013年1-10月份全國社會物流總額同比增長9.6%至163.3萬億元（人民幣，下同），其中工業品物流總額佔比達91.67%至149.7萬億元。近日發布的2013年12月份中國物流業景氣指數（LPI）為52.4%，



■隨着去年中國經濟增長放緩，物流行業呈現出增長放緩趨勢。資料圖片

儘管較11月的53%有小幅回落，12月中國製造業PMI也降至4個月低點的51，顯示物流需求增速有所減緩。12月份臨近年尾，加上進入寒冬，生產建設活動有所減少，但兩個數據都保持在50以上，表明物流需求總體上仍保持增長趨勢。

社會物流總費用方面，2013年1-10月總費用同比增長9.2%至7.9萬億元。其中，運輸費用同比增長8.9%至4萬億元，保管費用同比增加9%至2.8萬億元，管理費用同比增加10.8%至9.959億元。中國物流總費用佔GDP的比例是18%左右；美國等發達國家一般在8%至10%之間，這個數據顯示中國物流行業運營成本過高，管理粗放。事實上，企業物流的費用佔整體銷售費用的比重在持續上升，這是物流服務產業升級最主要的動力之一。

競爭激烈 升級定優劣

物流行業幾乎沒有技術壁壘，進入門檻低，競爭激烈。以快遞公司為例，內地市場中主要的民營快遞公司就有「四通一達」（申通快遞、圓通快遞、中通快遞、匯豐快遞和韻達快遞）和順豐快遞，國企則有中郵速遞。除此之外，隨着網購和電子商務的高速發展，電商巨頭如阿里巴巴、京東、國美、蘇寧等也紛紛在建立自己的倉儲和配送體系。行業整體的競爭激烈程度可見一斑。

物流平台建設方面，去年12月公布的固定資產投資完成額指數為52.8%，該指數全年都錄得大於50%，反映出物流基礎設施建設一直在擴張之中。在供應端方面，部分物流公司在自身的供應鏈服務基礎上開展供應鏈金融等業務，尋求新的增長點。為了在競爭中脫穎而出，一些物流公司已經向B2B（Business-to-Business）和O2O（Online To Offline）等模式轉變。這些轉變將會成為今年的大趨勢。可以預見，這些轉變可以提升行業整體效率和盈利水平，行業馬太效應初現，最先實現業務升級的公司將佔有先機，較大機會成為行業龍頭，值得留意。

退市穩市 管理預期最重要

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

聯儲局正式在去年12月，也就是當年最後一次議息會議上，宣布具體的退市減買債方案。這樣一來，伯南克不但在去年5月提出預告，為退市行了第一步，即期望管理的部分，亦正式邁進第二步，即減買債的部分。

誠然，隨着伯南克將於本月底卸任，大家已轉移焦點，放在耶倫身上，看其取態，以參透對未來美國貨幣政策的影響。在她上任前，剛公布的12月份議息會議紀錄，當一中一聯儲局公開市場委員會成員的表態，自然亦具參考價值。

整體而言，委員的說法未見令人意外之處，大致維持對量寬措施的肯定，認為退市時機恰當。他們對退市速度快慢、決定退市速度的考慮因素，以及對通脹憂慮等的看法，均值得留意。

紀錄顯示，多數聯儲局公開市場委員會成員認為，就業市場取得改善，這種趨勢持續下去的機會不低。考慮及此，聯儲局開始削減月度資產購買規模將是適宜的。

就業市場好轉不乏證據

的確，從最新經濟數據看，美國就業市場持續好轉，不乏證據，周三（8日）美國ADP公布的12月份私人就業職位亦增加23.8萬個，不但高於市場預期的增長20萬個，更創2012年11月以來新高。

經濟持續好轉，自然引發外界對當局加快收緊貨幣政策的猜想。紀錄中亦有提到，一些決策層官員對削減購債規模，可能被錯誤解讀為貨幣政策刺激將比預期更早撤出，繼而可能導致金融市場意外收緊的風險。

由於這一點涉及對外界期望的管理，關鍵就在於透明度，如本欄周二（7日）所說，市場參與者眾多，聯儲局只要有輕微改變，也足以令人有很多聯想和猜度，令市場出現大幅波動，影響息率穩定，將會反過來影響經濟，繼而打亂聯儲局的部署。

加息門檻不宜輕言改動

隨着美國失業率持續下跌，預期去年12月將為7%，與聯儲局早前指出的加息門檻6.5%，僅相差0.5個百分點。為免市場過度猜測，有與會者更建議，把與加息掛鈎的失業率門檻從6.5%降至6%，以便更有效傳達一個訊息，就是聯儲局有意圖把低利率政策保持更長時間。

不過，多數官員傾向於暫不調整這一參考值，而且在會後聲明中指出，即使失業率降至6.5%以下，在通脹低於長期目標下，聯儲局仍將把接近零的超低利率政策，繼續保持一段時間。事實上，過於輕易改動加息門檻，難免有損聯儲局公信力，反而不利當局管理市場預期。

縱觀全局，聯儲局未來的部署，相信是一面觀察市場預期，一面循序漸進，每次額外多減一點買債規模，令市場有心理準備。聯儲局將於一段時間後停止買債，但又不時強調，聯儲局仍將把接近零的超低利率政策，繼續保持一段時間，令當局一面退市的同時，另一方面又能維持金融市場大致穩定。



■伯南克即將卸任，市場焦點轉移至耶倫身上。資料圖片

美股牛市能持續嗎？

路透社專欄作家

John Wasik

豐控股等股票。

加息可能產生負面影響

儘管去年股市上揚，標普500指數和道指雙雙收於歷史高位，但一年好光景並不總是會延續到下一年。股市經常會受到非理性擔憂、貪婪和定期出爐的企業財報擾亂。

很多權威人士預測企業獲利和全球經濟將繼續擴張，因此股市可能將再次迎來豐年；只是不要指望標普500指數會重現去年回報率達26%的優異表現。

通脹經濟就業三大參考

從歷史角度看2013年或許是合理的。最具可比性的年份是2003年，當時標普指數回報率為26%。再往回追溯，就得回到1990年代才能找到更好表現：大型股1998年上漲近27%，1997年和1995年分別揚升31%和34%。

這幾個年份有甚麼共性？那就是通脹率相對較低，而且經濟和就業持續增長。如果2014年也能維持這些趨勢的話，你的投資就有可能受益。

倘若美股牛市持續，將有利於在美國國內外有廣泛曝險的投資者。例如，美國先鋒集團(Vanguard Group)整體全球股票指數上市交易基金(World Stock Index ETF)是一隻全球成長性基金，持有約5,000檔股票。該基金投資組合中具有代表性的是大盤股，例如蘋果、艾克森美孚及谷歌等。該基金去年上漲近23%，年費率為0.19%。

一些投資者在美股連漲5年後，對於投資該市場持謹慎態度，這是很自然的。對他們而言，則必須盡力撤下大網。本着這一精神，可考慮SPDR標普美國以外全球ETF(SPDR S&P World ex-U.S. ETF)，該基金投資美國以外的幾乎所有發達國家市場。

這隻SPDR基金去年上升約19%，年費率為0.34%。其投資組合中擁有雀巢、三星電子和匯

對於像我這樣的市場懷疑論者來說，一個揮之不去的憂慮就是，這樣的漲勢可能隨時會因為一些無法預知的麻煩而斷送。升息可能會產生負面影響。由於股市討厭不確定性，這一直是個擔憂。

歷史可以再次提供一些借鑒。據統計金融分析師協會(CFA Institute)「Enterprising Investor」博士David Larrabee的統計，基於1932年以來的市場數據，牛行情平均持續時間為61個月。

而目前這一輪牛市始於2009年3月，剛好接近平均牛市的時長。是不是這波行情到了5年時點就會自動戛然而止呢？那倒不一定。

首先，一些牛行情遠比目前這一輪更持久。據Larrabee，自大衰退開始以來最長的一波漲勢是從1987年12月到2000年3月，在12年間錄得582%的淨回報。(持續時間第二長的牛市與之相隔甚遠，是從1949年6月至1956年8月，七年間拉高了267%。)

大牛市多在股災後出現

歷史可以給我們的另一個正面經驗是，這些大牛市多數都發生在股市劇烈下挫之後。在投資者經歷了1987年「黑色星期一」、2000年的互聯網泡沫、第二次世界大戰和1929年崩盤以及隨之而來的大蕭條等重打打擊之後，股市開始反彈。雖然目前可以說2008年以來低就業的影響仍然餘波蕩漾，但市場仍可能在經濟環境大幅改善之際繼續上行。

最重要的是要領悟到，牛市的開始與結束是很少能預測到的。誰會想到最豐厚回報有些是在1930年代獲得的呢？

回顧歷史，只有一件事情是肯定的：如果你不去投資或者只是等著「確認」市場信號，那是無法收穫股市回報的。一些最好的投資時期恰恰是商業新聞大多為負面或乏善可陳的時候。

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。