

## 國債質素提升 歐股造好

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶琳

去年環球主要國家的經濟情況呈現較穩定的復甦跡象，因此市場普遍認為今年環球整體經濟增長將會加快，而各投資市場的表現亦顯示了投資者的投資取向有所改變。現貨金價從2011年接近每盎司1,900美元的歷史高位，跌近35%至近期的每盎司1,240美元，反映投資者對通脹預期降溫，資金重投股票和高收益的投資產品。

歐洲股市尤其造好，歐洲斯托克50指數(STOXX 50)今年至今升幅為1.4%，跑贏美國、日本、香港及內地股市。去年至今，歐元區邊緣國家的國債收益率亦大幅下降，顯示國債投資質素有所提升。目前，意大利、西班牙和愛爾蘭10年期國債收益均降至5年低水平，至4%以下。而市場預期快將退出援助計劃的希臘和葡萄牙的10年期國債收益率亦將分別降至7.7%和5.36%。

### 政經不明朗 資金逃離泰股

世界銀行集團多邊投資擔保機構(MIGA)一份名為「環球投資與政策風險2013」的報告調查結果顯示，在2010年至2012年間，發展中國家投資者最為關注的是政策風險，2013

年則為宏觀經濟不穩及政策風險。事實上，政治風險對投資的影響特別難預計。泰國股市近期受到國內政治和社會局勢動盪不穩影響令資本外逃，11月和12月共跌10%。而去年港股受到美國退市政策的影響，在5月中至6月末期間跌近15%。

政治或政策風險難以預料，加上宏觀經濟不穩，使今年整體的市場風險因素仍然較大，投資者應注意投資組合的風險管理。

在投資組合中加入債券基金可以平均整體的投資風險。近期較熱門的高收益債券基金，其風險對於一般大眾投資者來說仍然較高；較保守的投資者在選擇低風險的債券基金時，可考慮主要投資於一些少於3年期短期投資級別的歐洲債券基金。

### 營商環境改善 日股基金看漲

股票基金方面仍看好日本基金。日本去年11月份機械訂單按年增加16.6%，大幅優於預期。機械訂單去年按年增長除了1月、2月和4月份出現減少外，其餘月份均出現增加，增長勢頭在去年下半年起一直強勢，反映企業對營商前景的信心增加，同時對就業市場有正面支持。雖然本土能源價格因日圓疲軟而上升，但預期對日股影響不大。

## 耶倫上台第一道難關

彭博視角專欄作者

Caroline Baum

耶倫在聯儲局裡找女廁已經不是個問題，這是好事一椿，因為她擔任聯儲局主席的第一年要面臨更有意思的挑戰。

我這裡說的倒不是聯儲局縮減購債規模，或是評估使用老掉牙的政策工具利弊得失——聯邦基金利率——來解決長期的失業率問題。我說的是其他事情。

假如，我只是說假如，最近的經濟數據反映出趨勢，那麼耶倫將面臨對市場溝通的初步考驗，這點她心裡很清楚。特別是聯儲局的利率前瞻指引可能遭受攻擊。目前前瞻指引運行得很順利，因為美國經濟成長2%，通脹下滑。

最近的經濟報告指出，就業、房市、製造業訂單、工業生產、出口、消費者支出、以及消費者信心，這些數據都顯示經濟成長力道令人驚艷。而經濟學家也盡到責任，調高2014年GDP成長預估值，從3%上調至3.5%，期待這些預期今年能夠成真。

2010年時任聯儲局主席的伯南克指派耶倫帶領一個委員會，來敲定聯儲局對市場傳遞訊息的最有效方法。耶倫向來力主增進透明度和前瞻指引，包括宣布失業率和通脹的特定界線。她在2013年4月對一群新聞記者的演講中指出：「貨幣政策的效應有賴於大眾得知未來幾個月或幾年會執行何種政策的訊息。」

但是，決策官員自己都不知道未來幾個月或幾年會執行何種政策。這也就是為什麼前瞻指引從來不是可靠的政策工具；頂多就是聯儲局的看法。根據花旗集團經濟學家Benjamin Mandel和研究員Robert Sockin最近一份研究報告指出，通常大約需要花上5-9個月時間，聯儲局才能決

定經濟數據的變化是否夠明確，可以列入經濟預測摘要(Summary of Economic Projections)。這份摘要一年發布四次。

到目前為止，聯邦基金利率期貨合約變動不大。據聯儲局12月18日經濟預測摘要，2015年底這項利率期貨合約的預期中值為0.75%。2015年12月份聯邦基金利率期貨合約的隱含殖利率為0.835%。聯儲局的期望控制着市場。

然而，如果景氣真的如最樂觀GDP預測一樣欣欣向榮，那麼上述情況就會改變，而且是立刻翻轉。Mandel接受訪問時表示，他和Sockin採用修改的泰勒規則(Taylor Rule)來凸顯一項差距：依據泰勒規則聯邦基金利率的正常走向和聯儲局所預估的走勢，這兩者之間的差距到底有多大。

### 低息過後或會加速攀升

這項差距一開始並不大——2014年差距為1.4個百分點——到了2016年底則是擴大到2個百分點。Mandel說，此差距甚至也背離耶倫的最佳控制模式。耶倫的模式暗示，聯邦基金利率會維持在低點很長一段時間，但是過後就會加速攀升。泰勒規則依據實質GDP和潛在GDP成長的差異，以及實質通脹率和目標通脹率的差別，來說明聯邦基金利率適當的走勢。

如果我們用其他的指標來觀察聯邦基金利率的正常走向與聯儲局所預估的走勢，兩者之間的差距就更大了。從聯儲局對充分就業(失業率介於5.2%到6%之間)長線的預估和中性基金利率(4%)來看，決策官員預測經濟成長到接近充分就業的水平時，基準利率較合理的利率水平低了將近400個基點。這聽起來不像是穩定的情況。

(本文有刪節)

## 今年澳門樓價還是「愈升愈有」?

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

受到多項當地立法出台影響，2013年澳門整體住宅成交量大幅萎縮三成以上，尤其在樓花法實施後，6月至12月住宅成交數更大跌近五成。這跟澳門2013年經濟表現背道而馳，頭三季本地生產總值增長率仍有10%，而去年賭業收入創下3,607億元歷史新高，按年大增18.6%。由於2013年末二季一手樓推出多項貴重物業，財政局公布的11月申報結算資產轉移印花稅的每平方米平均價格更大幅上升6%至85,331元(以實用面積計)，但無可否認澳門去年住宅樓市是「量跌價漲」，其升幅高於經濟增長率。

澳門青年一代同樣面對「上車難」情況，普遍現象是由上一代再加工自住樓宇去代為支付首期，據房地產估價協會加按估計達20-30%增長以上。受制於加按後可以套現的金額，去年的二手成交以唐樓或樓齡達20年以上的物業成交較多，致去年舊樓樓價急升達二成以上。但是上升幅度更厲害的要算私人車位和商舖，商舖已急升30%以上，而車位更在70-90%。

商舖升幅是源於租金大幅提升，部分一線舖位去年約滿後加租一倍，令這些地區變成名牌店區，中小企難以用合理租金繼續經營，唯有紛紛結業或搬到三線舖位內。政府推出多項扶持青年創業措施，令三線舖位租金錄得不俗升幅。因為旺區租金大幅上升，一些地舖租轉轉戰附近辦公室內，促使辦公室使用率上升令租金有輕微升幅。

### 整體樓價以車位升幅稱冠

大眾讀者始料不及是整體樓價以車位升幅稱冠，當中以氹仔及新口岸升幅最勁，個別近九成。同樣地，價格上升的原動力主要來自租金，車位緊缺的中央商業區升幅則更高，使租金回報率少於2厘，但可以預見今年升勢會受制。

踏入新一年，不同經濟分析繼續看好澳門經濟前景，估計仍可保住低單位增長。澳門大學經濟系於1月10日公佈「2014年宏觀經濟預測」，今年本地生產總值增長9.1%，較去年輕微放緩，通脹預測升5.2%；而樓價仍易升難跌，但要留意美國退市及利率走勢。就業市場持續緊張，今年整體失業率只微升至1.9%，扣除非本土勞動力，今年居民失業率是

2.5%；月入中位數增長5.6%，僅僅跑贏通脹率0.4%，對市民實際收入增幅不大，不能拉近數年樓價高於收入的差距，使「上車難」問題不能根本解決。

### 剛需持續 未來三年料保微升

去年，澳門住宅樓價升幅是主要被一手供應量減少和市民預測未來幾年樓價仍然向上的心理因素推動的。《樓花法》實施後新盤供應更加稀缺，早前一單位售出單位以遠期樓花為主，未來兩年會將出現供應斷層。加上眾多法例今年內推出，如《城規法》，《文遺法》及《土地法》，估計最快至2016年後樓花才可有序地重新推出。在未來三年，剛性需求持續，並遇上斷層一手供應量，預計樓市成交仍然維持低價和價格保持輕微升幅。

今年澳門樓價則視乎利率走向，如坊間所料2015年才是利率上升年，則今年澳門樓價可期望平穩。隨著2013年內中小型舊樓、車位和商舖急升後，今年這些物業種類會出現成交量減價格橫行的局面。各位請留意三線舖位的租售情形，如果出現租金回落情形，則售價會出現顯著調整。每年豪宅的供應量有限，其取價是視乎本身位置、裝修及觀景而定，不會太受影響。

今年1月6日-8日橫琴發展澳門項目評審委員會邀請53個項目申請人進行面試，預計最終有10-20個項目落戶。項目涉及行業廣泛，包括旅遊休閒、物流商貿、科教研發、文化創意、高新技術、醫藥衛生、金融服務、飲食等等。長遠來說，引入這些項目肯定會加速橫琴和澳門商務發展，對兩地商貿物業需求增加。以往，澳門以旅遊、娛樂、休閒領域為主，商業氣氛薄弱，辦公室租售價值長期落後大市，可以預料未來吸引投資者和用家進入澳門市場，辦公室中長線升溫是肯定的。

有些學者推算澳門還會與旺起碼十年，下個高峰期並會在2017年實現。2017年金光大道的大眾項目已入伙，港珠澳大橋也開通了，對澳門經濟全是利好因素。當澳門及珠海口岸在2019年前24小時通關後，澳門/橫琴/珠海與珠江三角洲其他主要城市形成一小時經濟生活圈，構建成粵西龐大城市群，各司其職，合為一個大都會，經濟可以上一層樓。但是同樣地表明澳門居民上車難問題不容易解決，唯有依賴政府多建公用屋和經濟房去補足了！

# 內地經濟走向存不確定性

時富金融策略師

黎智凱

百家觀點

中國國家統計局1月20日公佈，2013年國內生產總值GDP同比增長7.7%，創自1999年GDP同比增長7.6%的14年以來的最低增速。1月15日，央行數據顯示，中國新增人民幣貸款逼近8.9萬億元，創出4年來的新高；2013年全年社會融資規模為17.29萬億元(人民幣，下同)，刷新歷史紀錄。再貸款量和融資規模紛紛創出近年來新高的同時，而中國銀行間市場卻頻頻上演流動性緊張的大戲。

在筆者看來，錢緊主要是由於在監管缺失的情況下，銀行大量信貸資金投入到錢生錢的高收益領域，體外循環的雪球越滾越大，形成巨大的窟窿，而另外一方面，鑒於市場壓力，央行又不得不投放更多的資金去填補窟窿，導致惡性循環不斷上演，結果是資金價格越來越高。

### 靠房地產推動已走到盡頭

2013年全國居民收入基尼系數為0.473；全年城鎮居民人均可支配收入26,955元，扣除價格因素實際增長7.0%，農村居民人均純收入8,896元，實際增長9.3%。暫且不拿一線城市高房價來對比，就拿二三線城市房價來說，新房均價每平方上萬，這樣算下來，一個人至少要工作50年以上才能夠買得上一套房子，一個家庭要用一輩子的時間來還房貸。筆者認為，房地產在過去10多年的大幅上升已經開始引起投資者給未來泡沫破裂的擔憂。在中國靠房地產推動經濟發展的步伐已經走到盡頭了，未來中國的經濟走向不確定性很大。

中國房地產大漲的這多年，A股這7年卻一直是雄冠全球。剛剛跨入新年10多個交易日，上證指數已暴跌6%，再次回歸到「1時代」，為2002年到現在這12年以來最差年度開局。據監管機構數據總匯顯示，截至1月初，投資者清理或銷戶約5.2萬個股票賬戶，空戶或睡眠賬戶數量達到創紀錄的1.19億。中登公司上周最新發佈的週報顯示，1月初A股持倉賬戶數環比再次減少10萬戶至5369.5萬戶，持倉賬戶數再創新低的同時，環比降幅也創出了近期新高。截至上周末，A股持倉賬戶比例僅為31.09%。

### A股持續低迷 應作實質改革

在A股不斷創出新低的同時，IPO狂發，最近每天都是7、8隻新股發行，試問在如此低迷的市場，資金如此缺少的市場，IPO還在狂發，其結果只有一個：A股必定還將創出新低！筆者認為，在房價高增長不可再維持經濟高速增長的未來，在A股不做出實質性改革，持續低迷的未來，中國經濟的發展是不確定的。



央行數據顯示，內地新增人民幣貸款逼近8.9萬億元，創出4年來的新高；去年全年社會融資規模為17.29萬億元人民幣，刷新歷史紀錄，但中國銀行間市場卻頻頻上演流動性緊張的大戲。資料圖片

## 中國去年經濟增長達標

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員

張文晶

際增長11.5%)，反映內需尚算穩定。

### 固定資產投資高於GDP增幅

2013年第四季GDP同比增長7.7%，較第三季增幅略低0.1個百分點。全年經濟增長7.7%，高於政府的7.5%目標。從零售銷售、固定資產投資、以及工業生產等指標顯示，中國整體經濟發展平穩。

去年12月份消費品零售總額同比增長13.6%，符合市場預期，但較11月份下滑0.1個百分點。儘管去年政府開始提倡控制三公消費，對消費品零售造成一定程度制約，全年消費品零售總額仍錄得13.1%同比增長(扣除價格因素實

固定資產投資2013年同比增長19.6%，高於整體GDP增幅，繼續成為帶動經濟增長的主要動力。不過，其增速趨向下行，全年增速較2013年1-11月份累計數字下滑0.3個百分點。其中製造業投資全年增長18.5%，較上月輕微下滑0.1個百分點。

工業生產方面，2013年12月份同比增長9.7%，較上月下滑0.3個百分點，跌幅是自去年6月以來最大。全年看，工業生產同比增長9.7%，工業生產疲弱態勢未見明顯改善。

## 歐日復甦 環球經濟前景樂觀

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

過去一年，兩個經濟疲弱的地區，歐元區及日本，經過多番大刀闊斧的改革下，經濟終於出現轉機。

過去日本經濟持續衰退，在這個經濟背景下，日本政權有如走馬燈，日本首相差不多每年都換人，而由於政局不穩，這將會令政府無法執行一些較長期的政策，亦會反過來對經濟帶來負面影響。因此，要日本經濟走出谷底，政治能夠穩定下來是必需的，而安倍晉三去年強勢上台，成為了扭轉日本經濟弱勢的第一步。

事實上，安倍晉三乃第二次執政，深明假如日本經濟仍然維持疲弱，他亦會很快要面對下台的命運。因此，他便擺出了強勢，推出刺激經濟三箭，包括推行極度寬鬆貨幣政策，以貨幣貶值刺激出口，二為加大政府基建投資，三為鼓勵民間投資推動經濟。

### 安倍政策漸見成效

而這些措施亦開始見成效；日本2013年經濟一季增長4.5%，二季增長3.6%，三季增長由1.9%修正為1.1%，經濟終見增長，亦有望擺脫通縮的情況，全國CPI(扣除新鮮食品)，於2013年5月由負轉為零，並後更逐月回升，至11月升至1.2%。至於扣除能源和生鮮食品的核心CPI亦由9月份的零，升至11月份的0.6%，呈現穩步回升趨勢。

不過，由於日本為一個缺乏天然資源的國家，需要向其他國進口資源，才能製造產品出口，日圓貶值將會產生購買力下降的問題。更甚的是，自日本海嘯發生後，日本已停止核電廠的運作，日本對外入口能源依賴度將會提高，日圓貶值將會加劇日本人在能源上的花費，將會削弱國內消費。

因此，安倍第二支箭便以加大政府基建作延續，而日本公布的2014年度財政預算案，規模便達破紀錄的95.88萬億日圓。另外，安倍第三支箭便是鼓勵民間投資推動經濟，日本首相安倍晉三已指示官員，討論調降對企業稅率，以緩和調升消費稅的衝擊。

### 歐元區領先指標增強

至於歐元區方面，在多個地區實行緊縮政策，加上歐央行的量寬政策，以及設立歐洲金融機制等措施成功穩住金融市場後，歐元區經濟已見回穩，歐盟統計局證實，與前一季相比，在截至去年第三季，歐元區17國經濟成長了0.1%。至於最近的經濟合作暨發展組織(OECD)月度領先指標亦顯示，歐元區增長動力正在增強，歐元區指標由100.8升至101，反映德國、法國和意大利三大經濟體的前景改善。

再加上其他國家經濟亦正在好轉，最大消費國美國經濟增速正在加快，可望進一步支持其他國家經濟，加上歐元區國家及日本自身的努力，今年環球經濟在這些已發展國家的帶動下，前景樂觀。

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。