

熱錢主導 須防炒家混水摸魚

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

美聯儲局退市下資金流向詭異難測，衝擊全球金融與經濟，近日全球股市急挫。波動必然，謀定而後動，始可馬到功成。

農曆新年過後港股的首個交易日，毫無懸念地馬失前蹄重挫637點，港股「恐慌指數」飆升逾兩成。這符合我們上月28日在本欄題為「QE縮減剛開始 市場波動難免」一文的預判，我們最後指出，「美國退市對新興市場的衝擊，現在才是確實的開始。新興市場波動將持續一段時間。因此即使較穩健的內地與香港亦不免被波及，投資者逐浪要隨時應對市場急變。」

環球市場恐慌，首因美聯儲局退市，非如去年5月般其主席伯南克稱考慮減債以測試市場反應，今次則是已啟動退市。在去年12月和上月的議息會議後，均宣布減債100億美元。

新興市場遭此一跌早有前因。自2009年初為應付金融海嘯，美國先後三度推出量化寬鬆，湧向新興國的4萬億美元熱錢，導致全球資金泛濫。隨之而來的是貸款急升，經濟過熱，當聯儲局開始退市，結果已是寫在牆上。至於前景如何，將視乎中、美經濟發展前景及其各國金融改革的成效。

美經濟復甦形勢並不理想

不過，近日中、美兩大經濟體的最新製造業數據明顯失色。中國內地着重經濟結構轉型而降低對GDP增長速度的追

求，製造業生產活動疲弱，導致今年首季經濟下行壓力加大，對全球經濟的拉動作用減弱。為此，市場轉而更關注美經濟能否強勁復甦，以減緩中國經濟放緩對全球經濟的影響，但本月初美國ISM公布的一月份製造業採購經理人指數降至51.3，遠遜市場預期，也是去年五月以來最低水平，製造業活動放緩顯示美國經濟復甦形勢並不理想。

中美兩國令人失望的經濟數據挫傷了投資者年初的樂觀預期，也為全球經濟加快回升的憧憬抹上一層陰影。不過，總體來說，內地經濟與財政俱穩，今年經濟料可保持約7.5%的較快增長，外匯儲備規模更冠全球，政府財赤亦不足生產總值3%，在這輪新興國走資潮，更具抵禦力。

中國經濟前景再成炒作題材

但對市場炒家而言，不排除如去年初就曾炒作中國經濟硬着陆一樣，在金融市場製造波幅圖利。我們上週三在本報財技解碼，發表了題為「美退市影響漸現」一文指出，『未來港股跌勢會否加劇，主要看外資如何看中國經濟。目前外資既有看好內地經濟可續穩增，亦有憂慮影子銀行、地方債、樓市泡沫等爆破衝擊經濟。若新興市場走資潮令外資有意或無意對中國看法轉淡，繼而造淡，則熱錢將加快撤出內地與香港，對股市造成打擊。』事隔一周，債市格羅斯前日就加入看淡中國行列，指中國經濟存不確定性，應避開相關投資。

總之，目前看淡全年港股表現言之尚早，投資者要關注聯儲局退市部署，更要防國際炒家伺機混水摸魚，才能在馬年股市知所行止。

走資潮看新興市場脆弱性

美聯金融集團 高級副總裁
陳偉明博士

發達國家利率上升，將起到吸濕大笨象的作用，從新興市場吸走資金，並迫使其它國家的央行收緊政策以抑制通脹，新興市場繼續遭拋售，相關貨幣以及全球股市遭受進一步打擊。巴西雷亞爾跌至五個月來最低水準。而土耳其里拉下跌2.7%隨後反彈，實情原因是該國央行宣佈，在上週三夜舉行特別會議。在里拉匯率連續11天下跌後，此舉令人預期利率將會上調。

央行紛出手干預匯率

華爾街的「恐懼指數」——芝加哥期權交易所波動率指數進一步上升，逼近三個月高點。最新的市場恐慌是阿根廷比索上週突然貶值引發的，隨着發達國家的央行收緊貨幣政策，某些國家的脆弱性將暴露出來。巴西央行行長通比尼表示，全球利率正常化最終而言對新興市場是一個積極的動態，因為它反映出經濟復甦在發達國家站穩腳跟。

新興市場國家央行加大了抗擊通脹以及本幣貶值的力度，這使新興市場股市在近日跌回熊市後展現出初步復甦的跡象。

印度央行出乎投資者意料地將基準利率上調了25個基點，而俄羅斯央行在外匯市場入市干預，以支撐盧布匯率。印度央行近六個月來第三次上調利率，以回應盧比受到的持續壓力以及物價增長加快的問題。土耳其央行深夜召開一個緊急會議，以應對里拉匯率大跌，並示意其已做好了調整利率以阻止匯率跌勢的準備。南非亦召開貨幣政策會議，加息50個基點以應對資本問題和通脹壓力。

中誠信託(China Credit Trust)的一隻信託產品周一在最後關頭避免了違約，一個神秘的協力廠商突然出現並施以援手，這使中誠信託得以償付這支與一家陷入困境的煤炭企業有關的高收益產品的本金。但投資者仍然非常謹慎，部分原因在於中國的經濟增長放緩將打擊對其他發展中國家的原材料進口。投資者的擔心在於，隨着市場流動性變得愈發緊張，資金將流出信託產品等風險較高的資產，進而引發違約。



圖為福州一汽車加工廠生產零件。 中新社

短息趨穩 樓價無大跌之虞

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

新年伊始，祝大家馬年身體健康！事事如意！新年無論甚麼場合，大家都關心樓市去向，本地樓市政策維持以雙辣招遏抑需求，把樓價穩定下來，同步在增加供應方面做功夫。美國持續退市，在一些新興國家及地區引起金融動盪，部分被撤資的國家以加息來應對，惹起後市環球加息的預期。但據政府高層表示，香港暫未有資金大幅抽離，但大家仍要留意事態發展，估計今年內尤其上半年，港息抽升機會較小，無論如何，利息走向對未來本港樓市及投資市場都起着重要影響，在預期利息短期穩定的情況下，樓價亦無大跌之虞，不過在成交漸疏之下，如適逢在現市道下放售物業，則有機會面對買家較低還價。

港鐵天榮站項目，錄得第二度流標。本來事前有16份意向書，入標的亦有3份，港鐵亦已簡化入標條款，包括港鐵負責補地價等，但估計當局認為投標者出價過低，最後被否決。原則上以地產收益來輔助鐵路項目，是港鐵一向慣用策略，今次流標事件，可能與搬站涉及複雜工程及後市開始不明朗有關，應是獨立例子，未必反映「以地養鐵」的原則已失效，港鐵可考慮把搬站工程與地產項目分割，令後者的不明朗因素再減少，從而再在招標時取得較理想出價。另一個可能，為免這個可建住屋的機會被白白擱置，港府或可撮合房委與港鐵合作，把天榮站建居屋及公屋。

「白居二」料將陸續入市

樓市呈「價回量跌」，或許亦影響次批「白居二」2,500個申請人可於去年底起入市的意慾。次批「白居二」到一月底只錄得80宗成交，與首批第一個月推出時的250宗比較，大為失色。筆者不相信成功取得購買資格者會放棄機會，只是在目前市況這批買家更審慎行事，一月份期間或有可能觀望待首二月初出「施政報告」，看清楚有沒有新壓市措施，更

希望有機會「跌市掠底」。今次特首沒有再加辣，有的都是着墨於短中長期增加供應的措施，料這批買家在看準後市去向之後，或便會陸續入市。

施政報告提出補地價仲裁機制先導計劃，加快達成補地價協議，但有組織對計劃有保留，認為地產商只會先壓價再提出仲裁，以博取透過仲裁得出較低的補地價金額，該組織並質疑參與仲裁的人士的公正性。

補地價金額仲裁機制可行

其實不一定是私人發展商，港鐵及其他半政府機構亦有機會需要為土地發展項目補地價，推出仲裁機制的確可以為一些因補地價因談不攏而擱置的項目起死回生。何謂「壓」價？雙方未向裁決者提出證據支持其估價之前，又怎能確定某一方估價較高是對的，而另一方估價較低就是壓價？另外，對裁決者公正性的猜疑，首先，仲裁機制不是新鮮事物，現時很多在物業市值租金及工程合約造價等的糾紛，在雙方同意下，已可交由經雙方同意的獨立估價人或仲裁人去裁決。

有人擔心仲裁人可能曾經替發展商打工，故此會偏幫發展商，但其實很多專業估價師，以及非估價師的專業仲裁人，根本從未與發展商打工或提供服務，注意過程中仲裁人須先作利益申報，經雙方都同意聘任該仲裁人，始可以進行仲裁。

假如仍有猜疑，仍可選擇土地審裁署，由法官聽取雙方提交的專家報告及證供，再經雙方互相質詢後，由法官裁決出一個補地價金額，相信大家不會再猜疑司法制度的公正性。現時印花稅的物業評估、應課差餉租值評估以及收地賠償金額等個案的上訴，都由土地審裁署裁決。筆者認同現時地政署內部的估價機制，或許亦有檢討的空間。參考市建局的做法，聘用多間測量師行分別為個案土地估價，刪除最高和最低估價後，以剩下的平均值作最後定價。

復甦速度縱如一 數據仍可遜預期

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

打從1月份開始，美國復甦步伐再次成為投資者的焦點。普遍大眾主流重視的經濟數據，明顯地，一如筆者過去在本欄不只一次的說過，近來每每遜於預期。這一點的解讀，可以有三個層面；一是復甦真的無力，經濟不同環節的表現差勁；二是外界期望過高，比起實際的復甦步伐還要走得前；三是前兩者的結合。

有了這樣的參考框架，不難觀察，過去幾年間，由金融海嘯發生，至央行終於出手，手起刀落，大幅減息，繼而再有非常時期的非常手段，量寬一而再，再而三的出現；終於直到去年5月時，當時的聯儲局主席伯南克預告，年底將考慮退市云云，而最終，去年12月底，真的宣布了具體的減債行動，及至今年1月，再宣布進一步的減債債規模。

經濟處於復甦中已成事實

過程中，固然有眾多的經濟數據出現，有好有壞，時好時壞，不同環節的改善速度不一，部分是互相增強，也有互相抵銷。但總的來說，不論怎樣悲觀的人，以目前和2008年的情況去比，都不得不承認，經濟是在復甦中，至於其速度是快是慢，又或與其心中的尺度相比，是快是慢，則人人意見不同，倒也是意料中事。

真正關鍵的是，這種由經濟數據本身反映的復甦實況，與外界期望預測之間，一直存在的差距，一樣是時大時小，但總的來說，離不開上述軌跡。

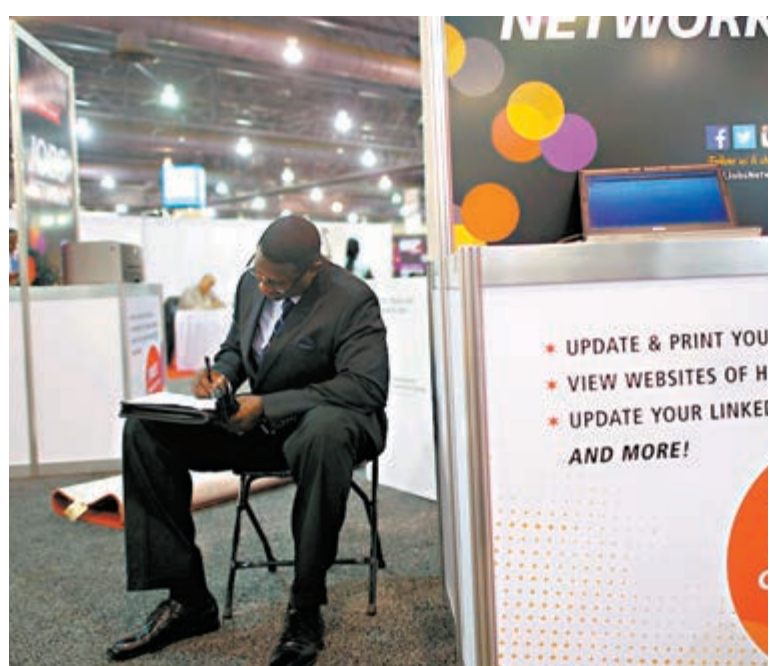
由海嘯爆發後不久，幾乎一面倒的看法，對於將來悲觀者眾，那時的預測，偏向保守，隨着量寬和其他刺激措施開始奏效，起碼先穩住了金融市場的人踩人拋售跌價潮；到後來買到時間等待消費和投資回復正常，再後來改善失業情況，最初的經濟復甦步伐，剛好與最悲觀的預測放在一起，當時自然是勝預期的數據居多。

一直到了近兩三年，才出現較多次數的實際數字與預測相符，一方面，固然經濟復甦可能加速，但更大程度上，卻是人的主觀想法改變了，接受了復甦的可能性，甚至認為這不只是可能性，而是漸漸成為事實了。

外界主觀願望或不切實際

當然，近幾個月，大家可以輕易留意到，差過預期的數據，又有上升的比例。同樣道理，不排除可能是復甦放慢，但更可能只是，外界的主觀願望，一下子又變得期望太高，有點不切合實際情況了。

無論如何，這種客觀事實與主觀願望的距離，一般人若不細心留意，往往忽略，只是直觀地以數據來比預測跑贏或跑輸了多少為基礎，討論可是不着邊際的多。若然留意人心所向，不難發現，其實復甦很可能始終如一，慢慢而行，變的只是經常受到風吹草動影響的人心，以及要信念形成好一陣子，才願意接受其為事實的行為和思維模式。



普遍大眾主流重視的經濟數據，近來明顯地每每遜於預期。圖為美國的求職者。 路透社

新興市場資金流出或持續

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

踏入馬年首次與讀者見面，祝各讀者龍馬精神，身體健康。

在未踏入馬年前，環球市場早已充滿了大崩殺的前奏，主要是因為中美經濟數據轉弱，憂慮以出口資源為主的新興國家經濟可能受到拖累，令環球股市在農曆年前已表現疲弱。但更令投資者憂慮的是，新興國家貨幣貶值速度加快。南美國家阿根廷，宣佈央行不干預當地貨幣兌美元下跌，令當地貨幣兩日合計跌逾12%。

目前有不少投資者，把新興市場目前的情況，與1997年亞洲金融風暴時相比。相對1997年，新興國家的經濟及貨幣政策更為明確。由於當地經濟於過去十多年相對快速增長，令國內經濟規模已經大幅擴大。另外，外匯儲備普遍已大幅增加，對抗資金流出的力度只會增無減。

對退出量寬未作充分準備

然而，部分國家於過去幾年在受惠量寬之時，未有做好一旦退市的措施。當聯儲局開始退潮時，便出現股匯債波動的情況，但理應只是個別國家的情況。惟發展至今，似乎有蔓延的趨勢，財政相對健康的墨西哥及波蘭亦不能幸免。新興市場過去十年流入的資金量，已超過了

1990年時的資金流出的規模，顯示過去十年，新興市場的確吸引了不少資金流入。因此，在資金外流時，其規模亦可能較以往的更大，令新興市場政府及央行忙得不可開交。第二，新興市場在債市獲得的貸款持續增長，而且由於傳統關係，令銀行、企業及政府的關係更為密切。一旦爆發問題，可能令情況更嚴重。第三，近年有不少資金，透過交易所買賣基金，進軍新興市場。一旦資金流出，可能令情況加劇。

新興國家近年經濟發展快速，信貸評級屢獲調高，資產負債表持續有改善，以及完善法治及基礎設施，均有利區內經濟發展。惟在目前投資者心理虛怯的情況下，只要環球股匯債市場突然逆轉，什麼好消息均被壞消息所覆蓋。其實這不只是個人投資者，甚至乎基金經理亦可能存在偏聽的因素。

關注ETF資產會否現走資潮

目前投資者要觀察的是，基金贖回潮會否像滾雪球般一樣，出現一觸即發的情況。出現這情況，是因為當個別國家出事時，基金經理或一些大型投資者，看看有沒有一些累計回報不俗的地區，把這些賺錢不俗的地區，亦作止賺。此外，要留意新興股市的ETF資產已急升至3,000億美元。若連ETF亦出現走資潮，可能令市場的波動加劇。

香港零售增長可望漸趨穩健

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員
張文晶

本港去年12月份零售業總銷貨價值同比上升5.7%。扣除其間價格變動後，零售業總銷貨數量同比上升6.1%，增速分別較去年11月份減慢2.8及3.0個百分點。

在八大類別當中，有六大類別的銷售增長放慢。尤其是佔比第二大的耐用消費品類別表現逆轉，銷售價值從去年11月份的8.9%增長變成12月份的2.9%萎縮，是當月整體零售增長放緩的主要原因。至於佔比最大的珠寶首飾、鐘錶及名貴

禮品，12月份零售銷售價值同比增長較11月加快0.5個百分點至9.1%，可部分彌補了耐用消費品銷售增長下滑的負面影響。

受惠勞工市場情況穩定

過往名貴禮品銷售勢頭強勁，是帶動整體零售業的主要動力。然而，隨着本港旅客轉向較多中檔模式消費，加上樓市現時有較大的下調壓力，制約財富效應，名貴禮品的銷售增長亦漸趨下滑。不過目前本港的勞工市場情況穩定，對零售業有一定的支持。預料今年本港的零售增長將漸趨穩健。

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。