

解讀耶倫講話與新興市場關係

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

上星期，聯儲局新主席耶倫，於上任首次在國會，就貨幣政策發表演說及接受議員的提問。雖然第二次的演說受暴風雪的影響而延後，但她於國會的講話具有一定的意義，投資者應先了解其講話。

首先，她非常明確地提出對就業市場的看法。雖然失業率持續下降，但是就業參與率持續於歷史低位。另外，兼職的人數較全職的人數為多，顯示美國的就業情況並非一面倒的獲得改善。第二，美國目前的通脹處於較低水平。美國目前的消費物價指數只有大約1.1%，明顯地低於聯儲局訂下的2%目標。雖然美國經濟自金融海嘯恢復正增長一段時間，但是物價升幅明顯偏低，對美國經濟是一個警號。

料維持伯南克審慎減買債

美國以往全民就業時代，失業率在3%至4%之間。目前美國的失業率為6.6%，預料聯儲局將把全民就業時的失業率訂於5.0%至5.5%，才可確認美國就業市場進一步改善。由於美國物價指數偏低，故除了在失業率方面着手外，聯儲局亦可把通脹目標調高，令達到加息的門檻更見困難。但減少買債方面，預料耶倫會跟隨伯南克的做法，特別是她提出聯儲局貨幣政策的連貫性。因此，預料在減少買債的步伐方

面，可能維持伯南克審慎減少買債的作風。

昨日聯儲局公布上次的議會議紀錄，委員曾經討論聯儲局加息，可能引發的金融市場風險問題。會議紀錄顯示，聯儲局快將更改前瞻指引，投資者揣測聯儲局或為未來加息步伐鋪路。

但是，近期美國經濟數據往往表現較預期差，再加上受到大風雪的影響，聯儲局退市之路會否如此平坦，真的言之過早。從近期美國十年債息「升慢跌快」的步伐，以及美匯指數走弱的情况看，債匯投資者似乎對美國經濟復甦步伐存有保留。

過去一年，每當市場熱炒聯儲局退市之時，新興市場便出現大幅下調的情況。從近期新興市場的股匯債情況看，除了俄羅斯仍走低外，其他普遍在低位得到支持，亦可能反映了部分環球投資者，對美國經濟前景有保留。國基會昨日發表最新的報告，亦警告美國要避免過早退市，可能對新興市場經濟帶來負面影響，並影響全球經濟復甦步伐。

2月非農數據或有「驚喜」

總括而言，全球經濟已經一體化，並非以往般可以獨善其身。因此，聯儲局退市之時，亦應考慮到新興市場的承受能力。目前新興市場體質轉差，可以承受能力亦受到影響。若聯儲局真的想於3月份暫緩減少買債，2月份的非農業新增職位及失業率，或為大家帶來意外「驚喜」。

同是消息公布 人心變化難料

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

數據公布與人心變化的微妙關係，單單周三(19日)至周四(20日)不足24小時內，便已有兩個有趣事例，可供研究分享。

按時間順序，先說美國公布的聯邦公開市場委員會在1月28日至1月29日的會議紀錄。當然，其決定部分，早已在1月份通告天下，大家把重點放在紀錄內，與會者的表態和當中的理據，以了解解決決策的基礎，以及未來政策向哪邊走的機會較大。

誠然，這是應該細讀的文件，原因很簡單，與其單憑1月份宣布的決定，再加上當時傳媒自由發揮的演繹，倒不如實事求是，從委員會最終的定案中，看出箇中思維若何，以便稍後依樣畫葫蘆，知所進退。

然而，即使詳閱會議紀錄，以研究的態度去看，也不能完全避免主觀。事實上，就算是擺在面前有如此客觀的一份紀錄，若然大家只是針對字裡行間的變化，對投資者來說，也未必真的有大大的效用。

應從一手材料理解內容意義

這裡所說的，並非完全否定仔細解讀內容的意義，單從嚴謹對比和跟進其中細節而言，這是絕對有必要的，不從一手材料去理解，難道要依賴傳媒或市場中人，在倉卒之下拼湊出來的二手分析嗎？

問題在於，投資者可不是完全的科學求真，他們更像是邊試邊改，有時候自己的看法影響了市場，有時候反過來受市場其他人影響，而過程中，數據公布或重要文件的出現，雖然有其重要性，但說到底，都只不過是其中一項元素。

聯儲局對市場震盪並不太擔心

真正關鍵是，早在這份紀錄出現之前，投資者已基於聯儲局的具體行動，去理解其背後想法，而不是單憑尚未公開的相關言論。事實上，當阿根廷和土耳其爆發新興市場走資潮，但聯儲局仍傾向於維持退市的決定，甚至在去年12月公布的減買債額度之上，再下一城，這樣一來，投資者不難明白，儘管新興市場的危機可能造成震盪，但聯儲局對震盪的傳染性不擔心，對美國本土的復甦有信心，才會有此決定。

正是如此背景，如此解讀，才會令投資者對於應該很有分量的一份文件，也是伯南克任內最後一次如此開會的資料，似乎無甚反應，皆因一切早已在投資者的理解中，而幫助理解或消化的，正是聯儲局的行動，而不單單是言論。

上文說過，有另一宗可以思考的。剛公布的匯豐編制的中國製造業採購經理指數(PMI)，時間上，相當巧合，港股應聲下跌，反應甚大，而傳媒亦爭相報道，相信大家很容易把大跌歸咎於此，而經過中外傳媒一整天的互相參考下，在地球轉一圈之後，幾乎肯定把它定性為原因，但中國增長放慢，豈是新鮮事物？與其說大家真把它當一回事，倒不如說近期港股反彈急勁，早該來點回調，倒也不定。



如何解讀聯儲局在1月28日至1月29日的會議紀錄，已成為了解央行決策的基礎。圖為聯儲局大樓。資料圖片

內地貨幣政策仍是中性偏緊

太平金控、太平証券(香港)研究部主管 陳羨明

全國人大政協會期逼近。市場近期爭議的焦點，集中在今年內地經濟形勢的變化上，而影響經濟的一個重要因素，就是貨幣政策的鬆與緊。人民銀行近兩日啟動正回購回籠資金，惹來市場對內地貨幣政策趨緊揣測。

我們認為，現時內地的貨幣政策仍將會是中性偏緊；目前內地在宏觀資金面充裕，有利人行貨幣政策保持連續性和穩定性。人民銀行重啟正回購，周二在公開市場上進行14天期480億元(人民幣，下同)操作回籠資金，為八個月來的首次，昨日再加碼600億元正回購操作。市場憂中央貨幣政策趨緊。

其實，本次操作主要是避免流動性過於寬鬆。一般上，由於春節前後大量的現金流出和回流，人行在春節前進行資金投放，在春節後進行資金回籠是慣常操作。事實上，人行在春節前就以逆回購手段，向市場投放4,500億元跨春節資金，平復了流動性波動。春節後，流出現金將呈現自然回流的態勢。根據以往數據，節後1個月內至少有80%的現金回流，應對4,500億元的逆回購到期和480億元的正回購操作綽綽有餘。

短期資金面依然較寬鬆

事實上，除節後現金回流存款因素外，從綜合多方面因素看，也反映出短期資金面較為寬鬆。1月底內地廣義貨幣供應量(M2)按年增長13.2%，達112.35萬億元，為去年內地生產總值兩倍，遠高於美國的0.7倍。1月社會融資規模為2.58萬億元，勝市場預期的1.9萬億元，創單月規模歷史新高。

美國逐步退出量寬措施，導致新興國家近期出現撤資潮。內地不但沒見資金流出，反見資金湧入。去年外匯佔款累增近2.7萬億元，料1月份續

增近2,000億元。自貿區建設可能將成為推升外匯流入的新增因素，預期今年國際收支將繼續保持順差，資金還會繼續流入，外匯佔款還會增加。

通脹保持在低水平，有利貨幣政策保持連續性和穩定性。1月份CPI環比上漲1%，對比2005年-2013年春節當月CPI環比均值1.4%，今年上漲的動能非常微弱。一般情況下，春節過後第一個月CPI環比大多呈現下跌態勢，但由於今年春節假期橫跨1-2月，預計2月份CPI環比依然有小幅上漲，但仍在低位。

經濟和通脹將在政府容許的區間運行，這將為今後的改革帶來更大空間。昨日公布的匯豐中國2月服務業採購經理人指數(PMI)初值為48.3，為7個月低位。但春節因素影響2月數據變弱，綜合前後數據來看較為合理。況且，政策層面具充裕空間，在必要的情況下，可採取政策微調，使經濟增速保持平穩步伐。

在貨幣政策保持穩定的環境下，對股市真正重要的仍然是改革以及改革預期。去年11月15日第十八屆三中全會後發布的《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》，涉及15個領域、60項任務及300項改革，提出了改革的路綫圖及時間表，最關鍵在於未來需要全力去執行。本月初，習近平在俄羅斯索契接受當地電視台專訪時，亦將深化改革理念重提一次。全國「兩會」定於3月初召開，屆時將發布的政府工作報告及結構性改革措施細節，將在兩會逐一揭曉。

選股宜揀獲國策支持行業

兩會的關鍵詞離不開「全面深化改革、調降GDP增速、治霾、新型城鎮化、單獨兩孩及三公經費壓縮」等。因此，選股應集中在獲國策支持的行業上，特別是互聯網、環保、新能源、醫藥以及物流等，並應避開對息口敏感及對經濟周期有嚴重依賴性的行業。

中國製造業進一步放緩

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員 卓亮

2月份匯豐中國製造業採購經理指數(PMI)初值表現遠遜市場預期，共識預測認為數據會維持不變，惟實際讀數從上月的49.5跌至48.3。單月跌幅高達1.2，為去年5月以來最大月度倒退，而指數亦惡化至7個月低位。PMI處於50點的榮枯分界線以下，顯示內地製造業出現萎縮的風險逐漸增加。

PMI組成部分的表現亦令人擔憂。有六項從擴張跌至萎縮，另外有三項下跌速度加快。其中比較值得留意的是，製造業產出跌至7個月低位，而新增訂單則由增加轉向為減少。同樣需要關注的是就業情況，報告顯示PMI中的就業指數惡化至2009年2月以來最差水平，為五年低位。除製造業表現不佳外，最近官方及匯豐服務業PMI指數均跌近有紀錄以來低位，反映內地增長動力在不同層面均有所放慢，因此不宜對首季GDP表現過分樂觀。

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。

借鑒桂林 為港鄉郊發展謀出路

香港專業人士協會副主席及資深測量師 陳東岳

香港全境土地只得約1,100平方公里，市區土地可以發展的都已經被發展，不少郊區用地被規劃為「綠化地帶」或「郊野公園」用地，發展受到嚴格限制。但近年本港鬧地荒，政府用盡各種方法，包括改劃用地、填海、岩洞、開發新發展區等，都遇上種種反對聲音，通過這些途徑取得發展用地，就算最終順利進行，都是耗時甚久而影響部分人士的。善用現有土地資源，是未來出現更好辦法之前，優先可行的選擇。

「愚自樂園」提供成功例證

近日筆者有機會到桂林，參觀一個名叫「桂林愚自樂園」的地方，得到一些啟發，借本文跟大家分享。桂林山水甲天下，是大家都知道的，在瀛江與大東江之間，一片處身於秀美自然山水之中的800畝土地，就是「愚自樂園」。該園於1997年由台灣企業家曹日章先生創立，以「保護自然、創造人文」為建園理念，充分體現了人與大自然如何可以和諧共融。

桂林獲國家批准成為國際旅遊城市，對保育自然山水有嚴格控制，但在遵守嚴格限制之餘，怎樣發展旅遊業務，讓國內外遊客到訪享受山水美景，既提供舒適的住宿及附屬設施，又為當地創造商機及就業崗位，「樂園」就提供了很好的例證。

保育自然山水不代表甚麼都不動，樂園管理方歷年來不斷注入新元素，圍繞大自然藝術為主軸，設立了「國際藝術中心」及「白日夢紀念館」等，至今共舉辦了11屆「雕塑創作營」，邀請全球30多個國家和地區的多位藝術家參

與，創作了超過150件大型雕塑作品在園區展示。在城際合作方面，與「上海月湖雕塑公園」合作，舉辦了7屆「國際繪畫創作營」，在桂林創作，在上海展出，讓現代藝術家有發揮的空間，亦為桂林山水在藝術家的創作中，永存世上。

2011年，樂園與國際度假管理集團「地中海俱樂部Club Med」合作，共同建設地中海度假村。現時該園在保育大前提下，提供46公頃山水及現代藝術美景，330間面向湖光山色的房間，天然泳池及水療俱樂部、洞穴探索及空中飛人體驗、攀岩訓練、國際美食及桂林美食等，注入國際元素後，現時中外遊客眾多，房價由以前的每天幾百元，增加到每天2,000元，仍然經常接近爆滿。樂園現時聘用約400位員工，當中約180位外籍人士，其餘為當地人士，中外員工融合管理，亦為桂林當地提供了一個示範階梯。

不應只懂凍結郊野公園發展

反觀香港，我們的郊野公園亦可借鑒「愚自樂園」的各種概念，筆者不想說香港的山水美景不及桂林的，或許可以說各有特色，但如何在嚴控保育之下，怎樣走出一條新路綫，人家的確做得比我們好。或許現時應該動腦筋，為鄉郊及郊野公園從新定位，舉辦活動不應局限於行山及野外定向等，可引入藝術創作等元素的活動。人與大自然的融合，是指當地居民的生活方式受到優先尊重，不宜只懂凍結郊野公園發展，只照顧遊人及行山人士，卻忽略了原來居民的生計及生活所需，保育大自然，亦應「以人為本」，希望有關當局改變思維，為香港鄉郊發展走出一條新路綫。

改革細則將現 乳業洗牌加速

比富達證券(香港)業務部副總經理 林振輝

去年內地奶粉行業無疑是市場焦點之一。一方面政策不斷出台，包括提高行業進入門檻，扶持龍頭企業等。另一方面政府對進口奶粉進行反壟斷調查和罰款，並限制奶粉售價。除此之外，乳業公司融資併購的案例也是此起彼伏。進入2014年，奶粉行業的整合步伐將會加快，本月底工信部很可能會出台有關奶粉行業整合的方案，以推進奶粉行業的併購組合。

去年工信部有關方案中提到，到2015年底，目前內地的127家奶粉公司將會通過併購重組縮減至87家左右，前10家企業的行業集中度將提升至65%；到2018年底，國產品牌企業將會縮減至50家左右，前10行業集中度也升至80%，同時培養3家-5家大型企業集團。此前，工信部上報國務院的整合方案中提出了300億元(人民幣，下同)的重組扶持資金，同時配合稅收優惠、金融綜合授信等措施。儘管即將出台的方案可能有變動，但筆者相信，扶持方向和力度與方案申報稿不會有太大出入。

行業併購重組將更頻密

事實上，過去兩三年奶粉行業已經出現多個較大的併購重組案例，相信今年整合案例會更加頻密。今年2月份，法國食品巨頭達能斥資51億港元增持蒙牛(2319)權益至

9.9%，成為蒙牛第二大股東。筆者認為，這次注資對達能和蒙牛雙方是雙贏的。達能方面，增持蒙牛不單止可以加深二者產品等方面的合作，還能分享內地奶粉行業整合的政策紅利；蒙牛方面則獲得大量資金，為接下來的收購行為做足準備。

爭取下游奶源舉足輕重

現時內地奶粉行業競爭主要集中在下游，但講到底，奶粉質量才是決定性因素。前幾年出現的三聚氫胺危機令國產奶粉集體受挫，有實力的奶粉企業，如蒙牛、伊利、光明乳業等「國家隊」中的主力軍，近年一直在努力建立自己的牧場或者收購上游牧場。進入上游牧場，除了可以保證奶源質量，還可以應對奶源價格波動和供應不足等問題。去年下半年以來，由於天氣原因，原奶供應不足，導致原奶價格一路飆升，對下游乳業造成較大衝擊。今年原奶供應缺口仍會存在，上半年原奶價格難有明顯回落。

內地奶粉行業的整合是橫向與縱向同時進行，中間既有國有資本，也有民營和外資，情況較為複雜。現時那些已經頗具規模、產業鏈完善、管理成熟的乳業將有較大機會脫穎而出，成為為數不多的幾家大型企業集團。另外，大規模的併購重組對收購方公司短期業績將會有一定的壓力，整合之後是否能轉化為更大盈利也是未知數。不過長期來看，考慮到國內市場巨大的奶粉需求和單獨二孩等相關政策的刺激作用，這部分乳業公司的前景非常值得期待。

因看中成長前景而非獲利

朱克伯格同樣用長期的眼光來看WhatsApp的獲利能力。加上他對公司毋庸置疑的影響力，儘管這宗交易會對股東的股權產生稀釋作用。Facebook認為未來10年該收購案將會得到回報。然而對任何依賴於社會趨勢的公司來說，這都是很長的時間。

但Facebook如今也才10歲。而且它發展的姿態不甚優雅。收購戰規模升級，而且似乎勢在必得，之前以10億美元鯨吞Instagram，就引發外界擔心Facebook不憑自己的力量來創新，反而採取收購的保守策略。

Facebook天價購WhatsApp的背後

路透社點透視專欄撰稿人

熱點透視

天底下沒有一套數學演算法可以算出Facebook收購WhatsApp的交易金額。Facebook準備拿出190億美元，買下這家擁有55名員工、4.5億用戶且不會夾帶廣告的即時訊息服務公司。Facebook稱成長前景是關鍵，而非賺錢與否。當股東們把支配權交給Facebook創辦人朱克伯格時，便已同意了這種迷人的思維。

Facebook表示，WhatsApp創造了極佳的網路，因此有這樣的身價。WhatsApp每天新增100萬用戶。以此來推算，Facebook花在每位用戶身上的金額約為40美元。該收購可跟Comcast支付時代華納有線客戶約3,000美元好好對照一番。時代華納有線的客戶每月花費約80美元取得其服務。

對朱克伯格來說，規模大小是關鍵所在。WhatsApp的用戶正在邁向10億。擁有龐大用戶規模的網路原本就有價值存

在。Twitter和LinkedIn的價值都超過200億美元。騰訊控股(0700)價值約1,400億美元。Facebook則價值1,730億美元。這些價值都是以其驚人成長前景來算出的。舉例而言，Facebook以2014年預估獲利算出的市盈率(本益比)超過50倍。