

## 耶倫期望管理 讓市場作準備

永豐金融集團研究部主管

**涂國彬**

聯儲局新主席耶倫上任後，第一項改變，也是最關鍵的改變，就是投資者的預期。期望管理這回事，尤其是放在聯儲局的例子，筆者分析過不少次，而這次又是另一有趣的案例。

早前相關報道或評論很多，細節不必逐樣枚舉，但值得一談的是，媒體普遍說，外界擔心耶倫打算提早加息云云。何以見得？原來，據分析，大家一早並沒設想具體加息時間，而今次在記者會上，耶倫回應提問，把完成量寬退市減買債後，與正式開始加息之間，那一段時間究竟有多久，她正式說過大約六個月。基於大家已估計，每次會期將決定每月額外減買債100億美元，這樣一來，很快便把全部量寬額度減完，而有了這個六個月的參考，任何人都可以計算出，究竟何時開始加息。

細心一想，這種說法，當然不算錯，但

亦不全對。道理是淺的。雖然之前伯南克在任時，沒有具體的一個數字，讓大家知道加息在何時，但反過來說，伯南克由2013年5月起，一直反覆提過在2013年底前考慮退市云云，而在去年12月，正式提出每月減買債100億美元，難道投資者就真的不會自行推算嗎？

**盡量說清楚 無需大家玩猜謎**

誠然，這個六個月的時間，可能是之前所或缺的一塊拼圖，令全局不夠完整，但投資者個別來說可能不聰明，但所有真金白銀押注的人加在一起，不同的可能性，不同的猜想，大概早已估算了，即使不一定剛好命中這樣的六個月區間，以及隨之而來的周息開始日子，但起碼大部分人都可以預計到每次會期額外減買債100億美元，而要在此後加一個期限，總不會說成是好幾年吧。因此，可以粗略地估計，其實不少人早已預計此一可能性，目前說得實在一點，最多是把相關可能處境出現的或然率提

高一些吧。

退一步而言之，其實耶倫的期望管理，正好承繼着伯老的一套，絕非跟市場玩猜謎，反而是盡量說清楚，六個月，雖然只是大約，但足夠大家早作安排，如果之前尚未安排的話。

**看通脹 更顯有信心成功過渡**

話說回來，按她目前的處境，如果期望管理要做得好，反倒不宜把話說得太死，因為有別於伯南克年代，當時是水深火熱，但求救災，在所不惜，史無前例的量寬，正是由此而起，而由非常時期的非常手段，過渡至正常時期的正常手段，過程可不是完全在央行掌握中。當然，成功過渡後，可以按一般的加息周期處理，但問題卻是，如今可以肯定過渡了嗎？關鍵是，耶倫決定了減少對失業率這一指標的重視，反過來，集中看央行本身最應看的物價穩定性，這才是對於成功過渡的有信心表現。

## 加息可能比預期來得快？

貝莱德全球首席投資策略師

**孔睿思**

上周與市場相關的頭條新聞主要有烏克蘭的持續動盪，以及從聯儲局主席耶倫的言論看似聯儲局可能較預期提早加息。不過，投資者並未理會這些看似負面的消息，股市反而上升。

**市場對烏克蘭憂慮漸消除**

就在兩周前，市場情緒還籠罩在克里米亞地區爭端導致俄羅斯和烏克蘭的緊張形勢下。即使俄羅斯目前等於是兼併了克里米亞，然而在上周投資者大多數還是把注意力轉移其他地方。雖然結局仍未可知，但投資者似乎找到了慰藉，因為對俄羅斯的制裁相對溫和，而俄羅斯暫未有任何強烈的回應。如我們上周所指出，這個局面需要密切觀察。若潛在制裁或會導致額外的舉動，很大可能會引發市場其他波動，並對股票造成下行壓力。

上周有其他證據顯示，我們在1月和2月所看到低迷的經濟數據，至少有部分可歸因於冬季的嚴寒氣候。消費支出依然不振，但製造及建造業的活動正從冬

季的疲弱逐漸復甦。最新的數據顯示美國工業生產的升幅勝過預期，產能利用率上升，新建物業許可也大增。

在經濟數據好轉的氣氛下，聯儲局上周宣佈資產購買計劃再額外減少100億美元也並不令人意外。真正意料不及的是耶倫女士估計在目前的量化寬鬆計劃退場六個月後，聯儲局可能會開始調高短期利率。假如聯儲局按計劃並按目前的速度實行退市，這可能代表2015年春季就會加息，早於市場之前的預測。

**聯儲局看法隨經濟轉變**

與此同時，聯儲局對於經濟增長的預測似乎比之前來得樂觀，並同時修正了對勞動市場的看法。具體地說，央行官員似乎開始認為長期偏低的勞動力參與率（代表正在工作或是找工作的人）可能還會維持好一陣子。他們把這點歸因於長期結構性因素，像是科技進步，以及勞工現有的技能與從事專業化工作所需的技能並不匹配。事實上，假如勞動市場在本質上是結構性問題，這就表示勞動力或許不像過去所認為的那麼「閒置」。相反，勞動需求只要輕微增加，就可能拉高新酬與通脹。目前鮮有（如

有任何）跡象顯示這股動能正在產生，但它的確點出了聯儲局想法的重要轉變，也說明了為什麼央行加息速度可能會比之前所預期來得快。

**美元續走強 金價將受壓**

所以即使聯儲局加息比之前預期還早，對金融市場又有什麼意義？首先，它很可能代表美元走強（尤其是因為日本的貨幣政策仍維持積極寬鬆，歐洲央行則可能被迫採取較寬鬆的政策來對抗始終存在的通縮壓力）。基於這樣的預期，美元上周確實呈現大幅反彈的走勢。

其次，呼應我們在過去幾個月所提到的論點，國債市場的短期及中期債（存續期為三到七年的國債——經常被稱為孳息率曲線「腹部」的區域）可能會特別容易受到波動增加所影響，也最有可能被加息拖累。

最後，在以美元走強和實質利率上升（經通脹調整後）為基調的環境中，金價可能會受壓。今年到目前為止，黃金反彈是因為利率意外下滑，但這樣的趨勢可能隨時轉變。從金價於上周出現自六個月以來的高點回吐，我們可能已開始看到這樣的轉變。

## 斷氣或使歐洲對烏克蘭有顧慮

康宏投資研究部環球市場高級分析員

**葉澤恒**

俄羅斯吞併克里米亞，觸發歐美與俄羅斯之間的外交風波進一步擴大。美國於上周四推出第二階段的制裁方案，令普京身邊的政商界盟友受到較嚴重的影響，希望藉此向俄羅斯政府施壓。但另一方面，歐洲在事態的發展上，似乎不敢於與俄羅斯出現「硬碰硬」的情況。

西歐目前極度依賴俄羅斯出口能源，俄羅斯目前是歐洲最大的石油、煤炭及天然氣供應國，可以向歐洲提供約三分一的燃料，而每年可以獲得2500億美元的巨額回報。其實，在2006及2009年，俄羅斯曾經與烏克蘭，就因為供應天然氣的欠款問題出現爭拗，兩次均令俄羅斯暫停向西歐供氣。

**俄供氣售價低估優勢**

目前，歐美與俄羅斯經歷冷戰

以來最差的外交關係。歐洲國家亦明白到，不可以再依賴俄羅斯的供氣，否則每當兩地有政治問題發生時，便可能引發俄羅斯的斷氣憂慮。另外，由於俄羅斯向歐盟提供的天然氣價格每百萬英熱單位略低於10美元，令歐洲在找尋其他能源方案上感到成本相差太大。

其實除了烏克蘭外，波羅的海三國——愛沙尼亞、拉脫維亞及立陶宛，亦非常依賴俄羅斯的天然氣供應。這些國家在蘇聯時代，曾經屬於當時蘇聯的一部分，直到獨立後才加入歐盟。因此，歐元區極需要找尋方法，以穩定當地天然氣的供應。據了解，為了降低對俄羅斯天然氣的依賴，這些地區正計劃興建幾個小型天然氣進口碼頭。

**其他能源方案難代替**

對美國而言，出口天然氣往其他國家或地區，已經非首次的事。美國目前計劃，向亞洲客戶出口天然氣，主要是因為

這裡提供的價錢，接近予歐洲近兩倍。因此，若歐洲想美國維持天然氣供應，便不得不提高價格了。另外，歐洲亦開始於周邊附近發掘更多天然氣。據了解，以色列及塞浦路斯海域附近已發現近一萬兆立方米可開採的天然氣，可以滿足歐洲兩年多的天然氣供應，惟計劃由開採至生產成本可能高達100億美元，令歐洲國家對開採與否，採取觀望態度。

至於近年於中美兩國大力發展的頁岩氣方面，歐洲方面似乎發展並不順暢。雖然歐洲的頁岩氣儲量是美國的四分之三，但其地質較美國複雜，提煉成本較進口天然氣更昂貴，以及區內國家的民眾，普遍對頁岩氣開採時引發的環境問題大表不滿。德國、法國及保加利亞等國家，先後因此暫停探勘頁岩氣開採。

總括而言，由於俄羅斯的天然氣供應成本低，透過管道運輸方便。因此，難怪歐盟對烏克蘭問題上，欠缺明確的立場。

## 中信集團併購案臨兩挑戰

■路透社點透視專欄作家

**Una Galani**

中信集團的410億美元合併案，可能需要一些特別的巧思。這家中國有集團希望將自身的資產，包括在銀行、券商和資源業務的持股，轉移給香港掛牌的子公司中信泰富（0267）。這交易對雙方來說都有好處，但需要有些創意的做法，才能讓中國政府和中信泰富的少數股東都能在帳面上顯得體面。

該集團的計劃是要讓中信泰富以現金和新股，收購母公司的主要運營部門，且新股發行價格較上日收盤價高。根據熱點透

視估算，若交易全數以股票支付，中信泰富將佔整體集團的15%份額，高於交易前的12%，顯示為溫和溢價。其股價在昨日一度大漲30%。

**戰略上雙方都得到好處**

從戰略上來看，雙方都能從中得到好處。中信集團將一償掛牌上市的心願。這項交易也能給予政府在未來進一步削減持股的選項。而中信泰富的股東，也能因此更廣泛地接觸到中國的金融業，他們先前是沒有這類管道的。不過，這項交易也會讓上市子公司的利益與母公司更緊密結合。

這存在着兩個挑戰。其一是，為達到港

交所規範的最低自由流通比例，中信泰富必須要以部分現金來完成這項交易，或者向公眾發行新股。由於中信集團已持有子公司的58%股權，可能會因此最終對新公司持股達到逾90%。

另一個挑戰是，政府不希望這看起來是在廉價拋售國有資產。因此，交易必須符合或者高於獨立評估的合理價值。而該集團部分大型資產，如中信銀行，是以低於帳面價值在交易。然而，中信泰富的少數股權股東有權利決定是否核準收購案。這項交易的策略邏輯確實吸引人，不過，困難的部分是，要如何說服雙方，讓各自都認為他們是佔便宜的那一方。

香港專業人士協會副主席  
及資深測量師

**陳東岳**

香港專業人士協會副主席  
及資深測量師

**陳東岳**

美國聯儲局主席耶倫表明，今年秋天將結束買債，並暗示之後四至六個月內會加息，市場一般預料美首次加息時間為明年上半年。消息一出，環球股匯應聲下跌，本港樓市亦受預期加息所影響，有新盤以低於二手市場價開售，而二手市場方面，本來立法會通過「雙辣稅」後，市場明朗化而交投復增，但在加息訊息出台後，交投再次轉淡靜，本港整體樓價本來已在緩緩下調中，料新消息令樓價有機會在短期內再挫一成。

美聯儲局除了表明何時結束買債之外，亦表明放棄以失業率6.5%的參考指引，但並無明確明年何時一定加息，一切還須視乎美國經濟狀況，到時是否有條件加息，今次推翻了6.5%失業率的指標，筆者解讀此為推遲加息的藉口。事實上美國現時經濟似好非好，經濟復元表現不夠強勁，現時世界政局瞬息萬變，不可預料到時時局有甚麼變化，歐洲因烏克蘭局勢轉變而變動，現時仍未完全清晰，美國宣佈制裁俄羅斯，為歐洲甚至亞洲各國之間的經貿關係亦帶來一個新局面。美國是否明年上半年加息，相信現時無人能說得準。

**市場反應迅速 交投再轉淡**

香港政府透過「雙辣稅」及銀行信貸等措施來穩定樓市，本來已收到預期的效果，樓市交投轉淡多時而樓價亦在穩定中緩緩下調。在一個相對穩定的市道下，港府可獲得更多時間去調整供應，住屋供應不是三朝二日便可增加，而是需要最快三至五年才可面市。預期美國明年上半年加息這個訊息，卻令市場迅速出現反應，尤其是現時以用家為主的市道，用家的即時反應，是計算自己的供樓能力，是否能夠承擔加息所引致的額外負擔，又或者計算一下以現時的入息，最高可以應付加息多少厘。

另一方面，未來加息的訊息對投資者及經營者都有影響，加息令利息成本增加，假使預期銷售收益不能同步增長，即是利潤將會減少。綜合來說，美國加息對住宅用家或營商者來說，都是一項需要重視而作出適當調整的訊息。

有人認為香港未必追隨美國加息，因為近年香港經濟受內地影響愈來愈大，美國停止買債在新興國家或地區引起外資撤離，但這現象未必在港發生。筆者要指出內地銀根亦絕不鬆動，地方債及民營企業債台高築時有所聞，內地利息比香港高，港資內貸亦不是新鮮事物，就算預料美國明年上半年才加息，亦不能排除本港在此之前亦有機會加息。

**當局有需要時料即「減辣」**

香港樓宇是家庭及企業的最重要資產，假如樓價出現大幅回落，影響不止是房地產業界，而是對所有物業持有者及以物業取得銀行貸款者造成衝擊，對社會穩定的信心會構成很大損害，而信貸抵押物的質素下降，亦影響銀行體系的穩健程度。九七年後樓市大調整，大家記憶猶新，相信有關當局亦會密切留意事態發展，在有需要時調整現時各項穩定樓市的措施，包括迅速「減辣」，甚至收回部分打擊樓市措施。

■本港整體樓價本來已在緩緩下調中，但預期提早加息或令樓價短期內再挫一成。

## 優先股開閘 華而不實

比富達證券（香港）市場策略

研究部副總經理

**林振輝**

上周五（3月21日），中國證監會發佈《優先股試點管理辦法》（簡稱《辦法》），拉開了內地優先股融資的序幕。《辦法》主要規定了發行優先股的公司要求、發行對象、優先股類型及股息率等。市場對該消息反應熱烈，中港兩地股市都跟隨大幅抽升。不過筆者認為，短期內優先股難以改變企業融資難的狀況，部分行業信貸危機風險依然非常高。

優先股是介於普通股與債券之間的一種融資方式。投資者沒有投票權、以固定股息作為投資回報，屬中長線投資。證監會現時推出優先股試點，主要目的是為了豐富企業融資手段，完善市場投資產品結構。但更深層次原因是，去年以來內地信貸收緊，經濟增長放緩，包括房地產、煤炭等行業的債券和信託產品違約風險大增。這些行業資金鏈相對緊張，但以往的融資手段例如銀行借貸、發行信託、債券或者在二級市場融資等都嚴重受阻。放開優先股融資可以在不增發貨幣的前提下，解決部分公司的融資問題。

**銀行受惠大 惟股息率高**

據《辦法》相關規定，目前優先股的試點範圍僅限於上證50成分股公司。其中銀行板塊所佔市值權重最高，達到40%左右，包括

五大行（中、工、農、建、交）、招商銀行、興業銀行等10家銀行。換言之，銀行行業是受惠最大的行業。據《中國證券報》報道，中、工、農、建和浦發五家銀行有望率先發行優先股，規模將會超過1,000億元（人民幣，下同），股息率為6.5%-8%之間。優先股融資可以彌補餘額寶等貨幣基金造成的存款流失，顯著改善銀行業的資本充足率，但較高的股息率將對銀行利潤造成壓力。

銀行即將發行優先股的股息率預計為6.5%-8%之間，融資成本遠高於一般存款利率，甚至高於餘額寶收益率（餘額寶3月24日七日年化收益率為5.511%），與貸款利率相近。換言之，發行優先股不會明顯增加銀行收入，更主要是為了補充銀行資本。優先股不會明顯改善銀行資產質量，也不會改變利率市場化對銀行業的巨大衝擊。

**融資環境沒有明顯改善**

這次優先股試點不會明顯改善房地產及煤炭等企業的融資困境。上證50成分股中，房地產公司只有保利地產和金地集團兩家，沒有一家煤炭企業。保利地產和金地集團同是內地地產行業龍頭，資金充裕，沒有融資壓力。其他有迫切融資需求的公司則沒有具備發行優先股的資格，資金鏈緊張的情況沒有改善，信貸違約危機仍然高企。因此，筆者認為本次優先股試點形式重於內容，社會整體融資環境未有改善，信貸違約風險依然較高。

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。