

通縮或成歐洲大敵

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璦

歐元區經濟增長持續，第一季GDP增長為0.2%與上季持平，但低於市場預期的0.4%。區內各國增長不均，德國繼續成增長動力火車頭，錄得0.8%增長，西班牙亦升至0.2%勝預期，然而法國及意大利均出現收縮。這顯示歐洲經濟增長動力不足，歐元區三大國之二的法國及意大利經濟還未企穩，單靠德國不足以支撐整個歐元區增長持續向上。

其中一個經濟增長絆腳石為持續低企的通脹率。4月份通脹率為0.7%，已是連續第7個月低於1%，距離官方目標通脹率2%甚遠。造成低通脹局面，主要由於歐洲過去幾年經歷了債務危機，企業與政府不斷去槓桿化，而長期高企的失業率亦導致消费需求不足。加上近年歐洲經濟數據向好，及烏克蘭局勢持續緊張亦引發資金從東歐流入歐元區，令歐元走強，加速通脹下跌。

恐消費及投資收縮

持續低通脹令市場憂慮通縮危機的來臨，尤其對經濟剛復甦但仍債台高築的歐洲來說，通縮可能比通脹更可怕。通縮會使

關注月底通脹數據

實質利率上升，不但加重歐洲政府及企業的債務負擔，更會令區內消費及投資收縮，對企業營利及經濟增長極為不利。

因此，持續的低通脹為歐洲經濟再陷入衰退帶來預警。歐洲央行為應對通縮危機，數月來多番發表言論指利率可能會進一步下調，以及仍會考慮實施量化寬鬆(QE)。近期報導指，歐洲央行執委普雷特有意在6月5日政策會議上，建議將主要再融資利率下調0.1%至0.15%，及將銀行存款利率降至負值。而市場預料央行會同時實行長期再融資操作(LTRO)或購買資產擔保證券(ABS)來促進中小企業貸款。

減息預期逐步升溫

基於現在歐元區經濟正在復甦，而利率又有進一步下調的空間，推行大規模的QE或許並非必要。相反，用下調利率及針對性的寬鬆政策來抵抗低通脹應是首要考慮。以近期經濟數據及歐洲央行官員的言論來看，減息預期續漸升溫，而即將在5月底公佈的通脹數據將成為關鍵，有助進一步確認歐洲央行會否在6月放寬貨幣政策。從投資者角度來看，筆者當然希望5月通脹率維持不變，甚至有所下降，以迫使歐洲央行盡快作出相應對策。展望下半年，筆者仍看好歐洲市場，預料放寬貨幣政策有助支持股票和債券價格持續向上。

內地收入分配制度應改革

時富金融策略師

黎智凱

5月14日，中國政府網發佈消息稱，深化收入分配制度改革部隊聯席會議制度已獲國務院批覆。該聯席會議由發改委牽頭，包括中央編辦、財政部、人力資源和社會保障部等21個部門和單位組成，將在國務院領導下，統籌協調做好深化收入分配制度改革各項工作。

為此，備受關注的收入分配制度改革，有了新進展。在筆者看來，收入分配制度改革事關勞權、產權制度改革、政府轉型，涉及到政治經濟、社會、行政、資源等等各個方面，任務是艱難的，到底是否能夠取得實質的進展，還是值得期待的。

十八大報告中提出，到2020年中國的GDP總量和城鄉居民人均收入都要翻一番。靠什麼來實現這個目標？在過去的六年，中國的增長率下降了接近一半，從2007年同比經濟增速超過14%的峰值降到2013年的7.7%，同時增速連續3年放緩，且創下14年以來的新低。

筆者相信，很多人會毫不猶豫地給出答案：改革。是的，改革！那到底該怎樣改革，改革的突破口又在哪裡？中國經濟面臨的結構失衡——嚴重依賴投資主導的經濟增長模式，由國有企業佔主導地位，銀行貸款提供資金，而今資金問題

已經出現。

金融業改革勢在必行

在筆者看來，中國股市表現很差經常被指是由在股市上過度融資造成的。按照目前的增長速度，到明年中國銀行業資產規模相比2008年將增長近14萬億美元。這相當於在五年內複製了美國整個商業銀行業。從這點上來看，金融業改革勢在必行，信貸激增的局面必須要結束。

收入分配改革重中之重

與此同時，居民人均收入問題也待解決。十八大報告中提出的到2020年中國的GDP總量和城鄉居民人均收入都要翻一番。這個翻一番是否除掉通貨膨脹。有數據表明，中國工人的平均工資標準這幾年也有不小的增幅，但是實際工資的增速遠趕不上物價大幅上漲的速度。

筆者認為，當下首先要解決的是收入分配問題。收入分配不公正直接影響到消費。而消費是經濟增長的「動力」。相關數據表明，消費屬於穩定變量，對經濟增長的貢獻繼續提高。在中國GDP的支出結構中，過去10年中內需的比重平均在97%左右。從這點上來說，解決收入分配制度改革是當下經濟改革重中之重。

京津冀一體化：超大城市的優勢

瑞銀證券H股策略分析師

陸文杰

2014年2月底，習近平主席提出環京津冀地區進行一體化協同發展的要求，各種區域一體化的設想也隨之浮現。把北京和天津一些不太重要的產業和部分人口遷移到河北意在減輕超大城市環境、交通和生活成本壓力，舉例而言，河北的人均GDP和勞動力成本大約比北京和天津低40%，土地成本的差距更大。然而，上述進程尚待時日。從瑞銀證券最近的實地調查中發現，未來1-2年內京津冀一體化出現重大進展仍具挑戰。

冀人力資源不足制約產業轉移

首先，我們發現河北的人力資源不足是制約產業轉移的一大障礙。瑞銀證券研究團隊拜訪的一些北京企業指出，甚至對製造業而言，企業經常也承擔財會、採購、市場營銷和政府關係等大量的管理和行政職能。這些工作對工作經驗和教育背景的要求很高。即便企業願意從北京搬遷至河北，他們也很難留住所有員工。全世界範圍內，超大城市都具有彙聚人才的優勢。因為超大城市中人與人之間交流想法更為便利，有助於知識的傳遞和創新，也有利將好的想法迅速轉化為商機。

目前河北與北京和天津在人力資源方面的差距非常大，短期內不太可能明顯縮小差距。統計局2012年抽樣調查的結果是，北京約有35%的居民擁有大專及以上學歷，天津約為21%，河北僅為5%。此外，全國211重點大學中，26所位於北京，而河北僅有1所。

考慮到服務業已經佔北京GDP的77%，從北京向外轉移的產業，由於人力資源的落差，向附近河北的較小城市轉移的空間有限，反而更容易流向長三角和珠三角等人力資源更為豐富的地區。

其次，瑞銀證券拜訪的一些專家學者指出，北京完全可以在境內通過優化資源解決污染、交通

和其它的超大城市問題。

僅計算城區人口和面積，北京的人口密度只有香港的五分之一，為新加坡和首爾的一半，也低於深圳和上海的水平。而其它超大城市由於擁有更好的城市管理和進行了更合理的城市規劃，得以享受到比北京好得多的空氣質量、交通和生活舒適性。

北京城市規模非常大，但其政治、經濟和公共服務資源大多集中在以天安門廣場為中心方圓10公里的範圍內（大致為四環以內）。距離市中心10-20公里的環綫內還有大量空間，而此區域內商業和社會服務資源則分布稀疏。

比如，北京有大約50家三甲醫院，但其中大約五分之四都位於四環範圍內。病人去醫院看病經常在路上要花1個多小時，大醫院附近停車難也是常見問題。與其將這些醫療資源遷移到河北，不如考慮在四環到六環的京郊地區開設分院，或許對服務患者能發揮更大的作用，且行政上也更具可行性。

京力拓公交助減輕超大城市病

大力發展公共交通也是減輕北京超大城市病的另一有效解決方案。北京和上海的人口及城區面積都差不多，但截至2013年底上海的地鐵運營里程比北京長20%。北京計劃到2020年將地鐵運營里程延長40%，這有望明顯改善目前極為糟糕的交通狀況。

總之，我們預計不會由於京津冀一體化出現北京和天津人口大量外遷至河北的情況。從對股票市場的影響而言，寄望河北地區基建投資以及建材需求出現大幅上升，可能並不切實際。相反，過去幾年由於房地產市場繁榮，京津地處開發商們蜂擁建造新房，而附屬的市政建設尤有不足。

瑞銀證券研究認為超大城市對地下水管道、污水處理設施和保障房的投資需求仍然很大，相關行業和公司將在「以人為本，提高公共服務水平」的城市建設理念下受益。

單，阻止在某個價位形成定盤價，而後待價位變化即行撤單。

流氓交易員Daniel Plunkett把這招玩得爐火純青。在其操縱當日，若聽任次日倫敦定盤價高於每盎司1,558.96美元，Plunkett將損失390萬美元。但通過輸入虛假賣單推低定盤價，他最後反而還盈利160萬美元。

和操縱案Libor一樣，這種直接凌駕於客戶利益之上的做法體現的是一種腐朽文化。Plunkett曾向同事致信解釋他此種不當行為的動機，但卻沒人阻止。他的所作所為就發生在2012年6月28日——而在前一天，巴克萊剛剛因為Libor操縱案受罰，由此巴克萊的監督疏失也就愈加暴露無遺了。

監管當局宣布Plunkett終生禁止交易。巴克萊首席執行長詹金斯全面重塑銀行文化的嘗試也已進行一年。但是，要想讓他的制度性改革進一步加速，就必須讓那些潛在的違規者明白：無論在銀行內外，這種行為都不可接受。

辣招壓樓市

房託更顯潛力

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

百家觀點

踏入馬年，世界經濟復甦仍然不明顯，而且中國經濟經過了超過十年景氣後已呈現疲態，正進行結構性調整。外圍市場不確定性因素繼續增加，加上中國經濟前景不明朗等，港股近期仍處於年初至今的橫行區間內，資金避險氣氛濃厚，促使資金流入房地產投資信託基金(REITs)(下稱「房託基金」)，公用股等高息股避險。

5月16日恒指收22,712點，而十年期美債息創今年最低至2.496厘，令香港的「房託基金」股票得以保持強勢，成交量更大幅增加。面對着本地房地產市道受制於政府「辣招」，中短期各樣樓價明顯地「易跌難升」，且長線供應量會持續上升，今年內投資者應否下注「房託基金」股票呢？

派息率遠高於普通股票

「房託基金」股票類似封閉式共同基金，投資標的物為各類房產，包括辦公室、高檔住宅、服務性公寓、商場、旅遊地產、工業/物流設施、衛生/保健設施、基建項目等等，使投資者獲得房產市場交易、租金及溢價所給予的綜合利潤。「房託基金」股票主要收入來源是物業租金及各類牌照收入，相對較為穩定，尤其在經濟發展成熟地區，而且信託管理人必須把絕大部分的可派盈餘用作派息，所以「房託基金」股票的派息率遠高於普通股票。

截至今年首季末，香港的「房託基金」股票共有10隻，一半數是綜合物業類別、投資酒店或商場各佔二席，單是辦公室投資佔一席，市值超過22億美元，派息率介乎2.3%至7.0%，平均派息率是5.8%。素來美債息率是投資收息股及「房託基金」股票的重要指標，而機構投資者對風險溢價的最低要求是要較十年期美國債息高約1.5厘以上。

其實十年期美國債息自從今年一月突破了3厘後，今年息口走勢徐徐向下，更於五月十六日創下今年低位的2.496厘，若以美息2.5厘作計算，即投資回報率逾4厘才可過關，而香港「房託基金」股票絕大部分是4厘或以上，使其吸引力大增。從上述簡單投資分析中，大家會同意今年是買入「房託基金」股票合適的年頭，但究竟是買下哪種類別呢？

芸芸「房託基金」股票中，單純是主管零售物業只有2隻，即領匯(0823)和置富(0778)，尤以領匯是「巨無霸」佔上超過11億美元的市值。從過去三年旅發局/旅遊事務署公布的訪港旅客消費及相關數據中，大家可以發現她們仍然持續上升但升幅已年復放緩中。今年三月份本港零售業總銷售值更錄得首次按年下跌1.3%，說明本港零售市道增長乏力，尤以貴價商品如珠寶、鐘錶、電子產品及汽車為基。如零售市道增長持續不繼，去分析零售物業的「房託基金」股票時必須關注在續租時的議價力有否被削弱。

投資者也會注意到領匯現在招標放售手中五個較小型商場，筆者認為此乃明智之舉，既可放售較次等質素資產，也可省下大筆維修工程費用，更可回收資金買入更具質素的資產，甚至可擴展投資地帶至神州主要城市核心商場。在估計五隻綜合物業類別的「房託基金」股票中，投資者應該分析其各類物業比重、租金收入分配及未來租金上升潛力。

持商業及車位物業較看好

以商業、工業及車位比較，筆者較看好商業及車位兩種，如果該股票商業及車位佔上較大比重，則會於後市中容易勝出。餘下兩隻是投資酒店的，富宏(1881)主攻本港酒店，但開元(1275)則主攻神州酒店，投資者需要分別關注本港及內地遊客數目增長情形，未來該區酒店供應量及酒店房租增長潛力！無可否認，進入本港及內地遊客都年復增長，前景是不俗，但遊客種類的增幅尤為關鍵，更加重要是酒店業主/經營者能否興建及營運相關檔次酒店去滿足增長較快的旅客需求！

香港股票市場監管機構正進行修改房地產基金運作守則的公開諮詢，倡議修改內容包括容許該等基金進行不多於總資產值10%的房地產開發投資，進行不多於25%總資產投資入其他指定金融產品等。其實這些修訂是對這類股票利好的，既可增加投資種類去分散風險，也可間接地增加回報率，更可行房託基金公司享受整個物業發展流程各種環節的不同利潤形式，是值得支持的。

未來「房託基金」股票的投資價值仍要視乎美息走向、本地物業價值走勢及外來(尤其內地)經濟因素。2013年可以說是中國房產年，究竟2014年會否是「房託基金」年呢？大型上市內房股會否分拆旗下收租物業香港掛牌「房託基金」股票上市呢？其他類別如物流/醫院/旅遊地產「房託基金」股票可否香港成功上市？「房託基金」股票未來做大做强，產品多元化是更加理想的。



■圖為香港領匯旗下小區商場慈雲山中心。資料圖片

觀數據政策 中美次季經濟有望回穩

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

中美兩國今年第一季經濟增長速度，均見減慢。中國方面，第一季GDP增長從去年第四季的7.7%，下跌至7.4%；美國方面，今年第一季的經濟，更可能出現收縮的情況，市場預期或下跌0.5%。數據似真，但內地已連番有財政政策出台，為免增速驟降，穩增長的機會增加，至於美國，經濟放緩亦只是季節性問題，尤其考慮到早前的惡劣天氣，難免有所影響。基於此，相信今年第二季，兩國經濟均有望出現按季改善的情況。

值得留意，美國將公布今年第一季經濟增長率的修正值，市場目前預期是三年以來首見負增長，由初值的增長0.1%，向下修正至負0.5%，為2011年第一季來首見負增長，顯示寒冬氣候衝擊較預期更嚴重，但相信影響短暫，從最近的數據顯示，美國第二季度的經濟表現理想。

美國4月份新屋銷售止跌回穩，商務部上周五公布，4月份新屋銷售年率月增6.4%，至43.3萬戶，為近三個月首度回升，但與去年同期相比，4月份新屋銷售年率低跌了4.2%。雖然復甦力道不算強，卻反映美國房地產市場總算回暖。

另外，美國經濟領先指標亦連續三個月上升，4月領先指標按月增長0.4%，至101.4，優於市場預期的上升0.3%，而2月及3月份領先指標分別月增長0.5%與1%，反映美國經濟景氣走出年初的低潮並持續轉強，而細看數據，除因房地產市場回暖所

帶動外，金融市場狀況改善亦領先指標持續回升的主因之一，而領先指標上升，意味着經濟將持續擴張，可見美國第二季經濟正在轉強。

另一邊廂，中國經濟方面，雖然4月份中國規模以上工業增值、社會消費品零售總額、全國固定資產投資（不含農戶）等幾項統計數據均有所回落，但中央近月紛紛推出了大大小小的措施，相信未來幾個月的經濟將會好轉。

國務院4月初公布了多項「微刺激」經濟措施，包括擴大中小企業減稅優惠、深化鐵路投融資體制改革與加強棚戶區改造等。最近，發改委亦發出通知，決定在基礎設施等領域首批推出八十個鼓勵社會資本參與建設營運的示範項目，涵蓋鐵路等交通設施以及重大水電等清潔能源工程等。

更重要的是，中央對一直備受壓力的房地產市場，似乎發出放鬆調控力度的訊號，繼人行在公開市場的操作釋放對流動性進行微調的訊號後，又傳出該行要求商業銀行保證正常房地產融資需求，以及對個人住房按揭貸款作合理定價。內地媒體近日報道，住建部多位人士確認，除北上廣深一線城市之外，其它城市的限購政策可以自行調節，但不會明確發文，反映除一線城市之外的三十多個限購城市，有可能全面鬆綁。

基於事態發展需時，投資者期望的調節亦需時，故此，一下子未必突然樂觀起來，但大體上，從上述的數據及事情可見，中美第二季度的經濟，方向有望回穩。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。

路透熱點透視專欄作家

Dominic Elliott

熱點透視

英國巴克萊銀行(Barclays)的交易員對金價指標再次伸出黑手。英國金融市場行為監管局(FCA)對巴克萊罰款2,600萬英鎊(4,400萬美元)，因其未能防範旗下一名交易員操縱黃金定盤價。現在，巴克萊可能收穫一項不光彩的頭銜：第一家因未能防範僱員操縱倫敦銀行間拆放款利率(Libor)和金價這兩項基準指標而被罰款的機構。

確定黃金定盤價的制度陳舊不堪，一直以來似乎就很容易被操縱。當時參與確定指標的五家銀行是：巴克萊、德意志銀行、匯豐、法國興業銀行和加拿大豐業銀行。這些銀行宣布自己要以某一價格買賣的黃金數量。若需求超過供應的幅度大於50個金條(620公斤)，定盤價將上調直至達成供求平衡，反之亦然。由於沒有實現自動化，有人可能輸入虛假定