

美歐避險需求增 資金流向惹關注

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

美歐國債孳息近期創新低。市場年初曾料隨着美國儲局退市，具指標性的美國十年國債孳息將逐步升至金融海嘯前約4厘的正常水準，但美債息上周五跌至2.337厘的逾一年新低，市場更料低處未算低，將下試2.2厘。無獨有偶，歐洲國債孳息近日亦下試低位，如德國十年國債孳息竟跌破1厘，創0.951厘歷史新低；歐豬國債如西班牙，現竟低見2.392厘，幾與美債息相若。

美就業市場改善 消費力仍弱

全球經濟復甦低於預期以及地緣政治因素，資金遂流向債市避險，導致主要國家債券收益率再次走低。美國就業市場的改善尚未帶動消費需求大幅回升，7月零售低於預期。另外，美國最近公布的經濟數據也頗見參差：1、6月JOLTS職位空缺數創新高，就業市場繼續改善。最新周度首申失業金人數環比增加2.1萬人，高於預期；不過耶倫主席看重的JOLT報告中的新增僱傭和解聘指標(JOLTS)反映出就業的明顯改善，6月職位空缺數創2001年2月以來新高。

2、7月零售數據不及預期，增速放緩。7月零售環比增長0%，低於前月和預期的0.2%，並且前兩個月數據下修；核心零售環比增速由前月的0.6%下降至0.1%，低於預期的0.4%。3、7月PPI小幅提升，通脹改善態勢溫和持續。4、8

月密西根大學消費者信心指數下滑至79.2，創2013年11月來新低。

雖然美國就業市場的改善，但尚未帶動消費需求大幅回升，而且通脹依然溫和，這給美聯儲的寬鬆政策帶來操作空間，美聯儲的鴿派基調短期內料不會發生變化。歐元區二季度經濟增長停滯，且通脹在7月份進一步走低。歐元區二季度GDP初值環比持平，低於市場預期。俄烏持續的衝突，惡化了歐元區經濟環境，這給歐元區出口與投資帶來負面影響；二季度德國、法國與意大利經濟均未實現增長。通脹方面，歐元區7月通脹創近5年新低，德、法、意三國通脹同樣低迷。

6月份會議上歐央行推出一系列寬鬆政策已經初顯成效，貸款需求首次出現回升。經濟下行與通縮風險並存的局面，將加大歐央行進一步寬鬆的概率。經濟數據低於預期緩和了美聯儲加息擔憂。事實上，債息續跌凸顯市場正預期美聯儲局不會過早加息，利率期貨反映市場料現時0至0.25厘的美國聯邦基金利率，到明年底僅稍升至0.63厘，與儲局內部預測的1.13厘有明顯分歧。

烏克蘭危機未消 市場存憂

上周烏克蘭危機有所緩解，普京釋放溫和信號，但西方國家的疑慮仍存，烏克蘭方面也可能採取更激烈措施，未來不確定因素較多，美歐風險指數VIX和V2X攀升，避險需求高漲，大量資金湧入美國和歐元區核心國家債券市場，國債受到熱捧，近期債息創新低。

憧憬 GPIF 改革 日股有望再受熱捧

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶璘

日股今年上半年表現大幅落後歐美成熟市場，第一季下跌近9%，主要因2013年大漲52%後有回調壓力，且地緣政治問題引發日圓成資金避難所，以致推升日圓不利日股，加上4月份消費稅上調為市場帶來不確定性，均令日股表現欠佳。可是，日股自5月份起連續3個月錄得增長，扭轉了今年跌勢，與日本的經濟增長出現背馳。

市場漸消化加稅負面影響

日本最新第二季GDP較去年大幅萎縮6.8%，按季則縮減1.7%，主要受累於家庭消費及民間投資大幅下滑，顯示經濟增長明顯受到4月上調消費稅拖累。然而，市場對GDP萎縮沒有太大反應，數據公佈當日(13日)日股還收升52點，似乎市場早已消化加稅的負面消息，對GDP的滯後數據不為所動。

安倍的「第三支箭」於6月正式公佈，包括下調企業稅及擴大政府退休金(GPIF)的買股比例等，令市場憧憬方案有利日企盈利增長，及預期資金將大舉湧入股市下，引發日股重新受環球投資者追捧。當中，GPIF提案近期最受投資者的關注，因這將對日股表現帶來最直接的效果。日本GPIF為全球最大的退休

基金，管理資產約1.26兆美元，當中只有12%投資分配為日股，而超過6成為債券。日本早前經歷長期的通縮及低通脹，以債券為主要的投資工具，的確能為基金帶來穩健的回報。可是於通脹日漸正常化的趨勢下，過於保守的投資策略則顯得不合時宜。

GPIF 投資日股比率傳升至20%

安倍上任後致力擺脫長期低通脹的困局，推出量化寬鬆及增加消費稅，為求令通脹達至2%的目標，最終成功令通脹水平有所回升，同時卻進一步蠶食基金的實際投資回報。然而，對於人口老化日益嚴峻的日本來說，確保退休基金的持續增長才能應付未來的需求，惟有適度增加基金的風險取向，才能帶來更高的回報。據報道，日本有望將GPIF投資日股的比率提升到20%，但實質計劃的詳情及運作，還有待9月才有定案。

一旦落實了相關的投資分配，預料會逐漸吸引其他日本大型養老金管理機構跟隨。因此雖然日本經濟增長勢頭仍然疲弱，但受到未來強大的資金支持，日股未來的表現仍值得留意。環球資金已在下半年逐步部署買入日股，據香港投資基金公會於7月進行的「基金經理市場展望調查」結果顯示，超過7成受訪者表示會增持日股，反映機構投資者憧憬安倍政策及GPIF改革能為日股帶來新景象。

美英加息 盯緊薪資數據更準繩

路透熱點透視專欄作家

George Hay

美聯儲和英國央行正關注實際與潛在產出之間的缺口，以決定何時加息。不過，衡量這個缺口可是件吃力不討好的苦差事。投資者與其竭力判斷閒置產能，不如去參考一項簡單許多的指標：薪資數據。

閒置產能、產出缺口都是同一回事。在一段時間內，一個經濟體的產出通常會增長。當陷入衰退，這個經濟體在理論上可以創造的產出，和實際產出之間就會出現差額，就像美國和英國2008-2009年驟然落入經濟衰退的情形。若這個差額巨大，英國和美國國內生產總值(GDP)能夠保持當前的不錯增速，但企業將沒有能力推動多少價格上漲。因此，受薪者沒法獲得太多薪資調升，央行也不會覺得有必要升息。

這道理不難理解，但是閒置產能卻無法直接觀察或衡量。就像只能通過察看樹木的擺動來觀測風一樣，閒置產能也只能通過它對間接指標的影響而看出來。

一條原始線索就是失業率。美國與英國失業率目前分別為6.2%和6.5%，在經濟衰退時的高峰分別達到10%和8.4%。一般認為英美兩國的長期結構失業率都在5%左右，失業率低於該水平，就會開始推升通脹。但這種看法或許是錯誤的。經濟衰退可能已經改變了非加速通貨膨脹失業率(NAIRU)。

關注勞工成本開始上漲

薪資趨勢是更好的指標。如果勞工成本開始盤旋上漲，而生產率增長維持疲弱，那麼企業將被迫提價，美聯儲和英國央行將不得不作出回應。但目前薪資增長遠遠談不上盤旋走升，而是持續停滯，去年美國漲幅只有2%，英國只有0.7%。

完全有理由認為薪資不會很快開始上漲。在英國，未充分就業人數數量為140萬，遠高於2008年的67萬。自營工作人

群比例從2010年的12.9%上升至近15%，這類人群往往掙錢較少。失業超過一年的人群數量仍將近75萬，2010年時為38.1萬。

在美國，關鍵數字是就業參與率。美國勞動適齡人口投入就業市場的比例，已經從2000年的67%降至如今的62.9%。現在似乎有很多只要可以獲得新工作，就不計較薪資水平的潛在就業者。在美國勞動力市場人口之中，有2%失業超過六個月，是經濟衰退前平均水平的兩倍。這類人群不大會積極要求更高的薪資。

當然和大多數數據一樣，勞動力數據也會有不同的解讀。就業參與率下降，可能只是反映嬰兒潮世代提前退休。未充分就業者和長期失業者可能只是工作技能太少，不能獲得較好的薪酬待遇。

英國的閒置產能可能集中在金融和石油等領域。其他行業的從業人員也許可以盡力爭取調高薪水。確實，REC/KPMG近期數據顯示英國新聘人員的薪資正在上漲。據蘇格蘭皇家銀行分析師稱，美國開始出現薪資協議上漲的跡象。

英閒置產能消化惹關注

央行官員對潛在產出有自己的估計，但這些估值似乎不太可信。英國央行聲稱閒置產能只有1%-1.5%，但這衡量的是未來三年的閒置產能。英國央行目前預計，這些閒置產能仍將花上整整三年的時間才能消化，這非常方便支持央行緩慢加息的傾向。雖然央行8月13日的通脹報告可能會說閒置產能已進一步減少，但也同樣有可能發現新的閒置產能，因財政研究所等機構認為，趨勢產出和實際產出之間的缺口為14%。

雖然學術面的辯論十分激烈，但試圖預判央行的思路基本上就是在浪費時間。較好的策略是觀察薪資增長。當薪水明確上漲時，美聯儲和英國央行估算的閒置產能都可能很快消散，利率也將向上行走。

獨立酒商上市的思考

路透熱點透視專欄作家

Una Galani

美酒越陳越香，但酒商上市可就不是這麼回事。唯一一家大型上市葡萄酒商澳洲Treasury Wine Estates的收購戰，讓人對獨立酒商產生了質疑。這家生產Penfolds品牌葡萄酒的業者或許可以獲得更好的管理，但在一個分散且品牌忠誠度偏低的市場中，或許也意味着酒商不適合以上市公司形態存在。

Treasury Wine已經向兩組收購方公開賬冊，而兩組人馬的不具約束力出價總值皆為34億澳元(31億美元)。KKR與Rhine Capital合作出價，而路透報道指出競購者為TPG Capital。若這起交易真的完成，該公司2011年自Foster分拆出來的短暫上市公司身份也將畫上句點。所有其他大型酒商都是隸屬於規模更大的飲料集團之下，例如美國的Constellation Brands、法國的Pernod Ricard、以及酒精飲料業巨擘帝亞吉歐(Diageo)等等。

私募基金業者或許可以單純地從改善Treasury Wine的運營來榨取一些價值。Treasury Wine 2013年營業利潤率幾乎只

有Constellation Brands旗下葡萄酒及酒精飲品部門的一半，而該公司美國事業的存貨管控不當，導致一年前資產大幅減記，其在高階產品的行銷花費也過於保守。

重心高階產品 損大眾市場

若摘去上市公司身份，應該會更容易解決Treasury Wine的種種問題。新任執行長Michael Clarke已經承諾將把重心放在豪華及高階產品，然而這可能損及該公司在低階大眾市場業務。然而更大的問題是，僅管葡萄酒作為飲品頗具魅力，但這仍是一種資本密集的景氣循環產業。就連一般的中階市場消費者對於特定品牌的忠誠度，也不及啤酒等其他酒精飲品。

一名消息人士向路透表示，KKR所組成的財團打算縮小Treasury Wine規模，接下來可能把專注於高階市場的業務拿到美國上市。要實現這樣的計劃，需要的是積極的行銷。KKR在韓國Oriental Brewery的投資獲得成功，證明其有能力振興一家失去活力的飲料品牌。如果該公司能夠說服股市投資人買進一家單純的葡萄酒商，這也將是同樣了不起的事。

債市續強 經濟前景似弱

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

今年中的時候，美國公佈第二季GDP數據和就業市場數據接連造好，而歐洲央行也果斷推出負利率政策以應對通縮風險，市場憧憬下半年經濟復甦可進一步趨穩。惟事與願違，近期出爐的環球經濟數據愈發證實復甦乏力，地緣政治更添紛擾，令資金持續流入債市，美國和德國十年期國債均升至今年新高。

歐復甦勢頭緩慢堪憂

環顧環球多個主要經濟體，以歐元區的經濟最為令人失望；歐元區次季GDP按季零增長，市場原本預期增長0.1%。其中，佔歐元區整體GDP約三成的德國，環比增速更由第一季增長0.7%倒退至負增長0.2%，為德國自2013年首季以來第一次出現負增長。

更甚的是，作為俄羅斯的重要貿易夥伴，德國經濟受烏俄事件的影響已陸續浮現，至於俄羅斯反制裁所引發的貿易量減少，更可能在下一季度進一步衝擊德國，令歐元區經濟遲遲不能復甦。

歐元區經濟疲弱，亦可反映在其變動不大的物價水平身上。歐元區7月份CPI終值持平於0.4%，已跌至2009年11月以來最低水平，反映通縮風險仍然非常嚴峻。

事實上，歐元區通脹自2011年起已持續下滑，可見其經濟情況一直未有大改善，加上近月更摻入了地緣政治風險，增加了經濟的下行壓力，逼使歐央行6月份採取負利率及承諾在必要時推出一系列寬鬆措施，如即將於9月開始實施的定向長期再融資操作，可刺激信貸增長，從而帶動經濟重拾升勢。

德美債成資金安全港

話雖如此，但隨着歐盟與俄羅斯的緊張局勢不斷升級，以及歐元區出爐的經濟數據持續弱於預期，投資者對歐元區經濟開始失去信心，歐洲股市自7月開始反覆回落。另一方面，寬鬆貨幣政策的預期亦愈來愈強烈，在避險及寬鬆預期帶動下，資金持續流入德國國債，德國十年期國債孳息率收市價，更於上周五歷史上第一次跌破1%的水平。

除了歐元區經濟數據令人失望之外，環顧全球金融市場：日本次季經濟受消費稅拖累大幅萎縮；英倫銀行關注薪資增長緩慢而推遲加息時間；中國上周公佈的一系列重要經濟數據普遍低於預期。環球經濟復甦乏力，加上地緣政治風險不時衝擊市場，令除德國國債外，美債亦受追捧，美國十年期國債孳息率亦於上周五創下今年新低的2.3%。

在對經濟復甦前景缺乏信心，及連續受到地緣政治滋擾的情況下，德國和美國十年期國債孳息率均創出今年新低，反映市場風險偏好持續減弱。由於德美國債作為本次資金的投資標的，因此，一旦債息回升，資金由債市流出的跡象顯現，將可成為市場風險胃納回升的指標，從而捕捉資金由債轉股的轉角位。



■歐洲需要的天然氣，是由俄羅斯經烏克蘭的管道供應。

資料圖片

香港必須建第三條機場跑道

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

因為工作需要，筆者經常穿梭中國內地及香港兩地，自然使用深圳機場往返，體驗寶安機場新航廈的新型設施，感覺非常良好，但也非常擔心香港赤鱗角機場的未來發展。

2013年深圳機場喜訊不斷，新航廈於11月28日順利啟用，而12月5日深圳機場年旅客吞吐量突破3000萬人次的亮麗紀錄。再者機場的年旅客吞吐量設計人次由A+B樓的1,700萬人次大幅提升至新航廈的4,500萬人次。

據統計，直至去年底，深圳機場的全年客運量達3,226萬人次，同比增長9.1%，年貨運量達91.36萬噸，同比增長6.9%，可見其平穩向上的勢頭。新航廈啟用半年內已順利運送旅客達1,700萬人次，貨運量達46萬噸，機場日均航班量超過700架次，且其開通國內外航線155條，通往108座城市，其中國際城市7個及地區城市4個。今天深圳機場已開通往來澳門、香港機場及香港市區(香港上環)的天往返車船班次，大大提高接載旅客往返港澳地區的能力。

深寶安機場增長動力強勁

上述簡要回顧令讀者感受到深圳寶安機場正一步一步趕上香港機場，上升勢頭銳不可當，香港機場管理局如何應對呢？興建第三條機場跑道變成迫切了。

位於整個珠三角的南面，香港還佔有海陸空三路的空中客貨運輸優勢，實得力於香港優良的國際機場。去年香港機場客運量、貨運量及飛機起降量相比機場初啟用(1998年)已分別上升109%、153%及128%，但機場的負荷量即將飽和，如不增加跑道來擴充，實不能應付未來交通需求。

機管局2011年公布的《香港國際機場2030規劃大綱》指出，到2030年香港航空交通各種需求包括客運量及貨運量會高達9,700萬人次及890萬噸，而第三條跑道的建成可使客運量增加到1.02億、貨運量增到900萬公噸及飛機起降量607,000架次，同比2013年末上升達70%、118%及63%，有效地維持赤鱗角機場的國際客貨運機場地位。

港負荷量將飽和削競爭力

除了香港機場外，珠三角還有兩個全國主要機

場，分別是深圳寶安機場及廣州新白雲機場，兩者都努力變成地區/國際的樞紐機場。若香港機場不發展三跑道系統，則使航空公司不會增加經港新航班，競爭減少使機票價格上升及降低服務質素，機場也會盡量減少細體積飛機使用，削弱本港機場作為國際樞紐機場的吸引力，一些亞洲新興國家如緬甸、越南等等及國內三線城市的航班會被迫轉向其他鄰近機場。

根據國際航空運輸會預計，因為香港國際機場於五小時機程中可以覆蓋全球半數人口，未來二十年有能力增加三十個新航點，但須適時興建第三條跑道才可迎接未來的空中交通機遇。無可否認，興建第三條跑道必須進行填海，而填海的確會暫時性影響附近的各類環境。就應對三跑道系統方案的環評報告要求，與環評者及持份者聯繫及溝通，並於今年4月向環保署遞交環評報告，展開一個月公眾查閱，經環保署充分考慮各方意見後，於10月中決定是否發出環境許可證令該項目可以「上馬」。

環評研究報告涉及面廣闊，對十二個範疇如空氣質素、噪音、健康影響評估(空氣污染物排放及飛機噪音)、生態(陸地及海洋生態、包括中華白海豚)、漁業、生命危害、水質、污水收集及處理、廢物管理、土地污染、景觀及視覺及文化遺產作全方位評估。無論施工或未來營運階段，全部十二個環境範疇均獲評估為在環境方面可以「過關」，並完全符合《環境影響評估程序的技術備忘錄》及研究概要的要求。

在環諮會環境影響評估小組會議中，最受爭議點是對中華白海豚的保育問題。對於機管局提倡的「先施工、後保育」的方案，即待工程完成後再補設2,400公頃海岸公園誘使海豚回歸，環保團體的質疑聲音最大。就已提出反建議，機管局應總體歸納、認真研究和修訂保育區的位置及時間。

特區大力發展大嶼山是不爭事實，每項基建包括東涌市鎮的擴大，北大嶼山的商貿區、機場的三條跑道的系統建造以至港珠澳大橋的建立全是重要組成部分，並會產生協同及排斥效用。如果香港機場能有相對增容，未來港珠澳大橋會把一定珠三角人流帶來香港，但如果她已飽和而未能應付則可能將人流快速送至深圳或廣州機場。此消彼長下，香港國際機場更有可能因而落後鄰近城市，不可不留意。在經濟和環保兩大矛盾下，機管局應盡量取得平衡點呢。

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。