

大鯉窺伺 港經濟須居安思危

太平金控·太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

財政司司長曾俊華、金管局總裁陳德霖，以至副總裁彭鳳雲，近日相繼以網誌形式發出「溫馨提示」，內容雖略有不同，但主旨均離不開內外因素會出現意想不到的變化，資金可能於一瞬間撤走，股權震盪、本港經濟不免大受影響。

香港是小型且高度外向型經濟體，內地的影響固然舉足輕重，外圍的興衰亦牽一髮動全身。自2003年沙士後，香港市道繁榮，樓市暢旺，有內因和外因兩方面。外因方面，內地推出自由化，以及兩地經貿合作等各種有利於香港的新政。金融海嘯後，美國等多國實行量化寬鬆政策，利率長期處於低位，在聯繫匯率制度下，造就本港長期低資金成本。內因方面，香港抓住了兩地互動的機遇，令本港旅業、金融商貿出現龐大商機。

兩地矛盾添憂慮

然而，目前看來，好日子未必持久。這亦有內外兩方面的原因。內因有二：一是兩地矛盾日積月累下，社會有聲音促減自由化、減對內地經濟依賴，此勢窒礙本港經濟動力。

特區政府上周五公布經濟數據，今年第二季度按年實質增長1.8%，低於第一季度的2.6%，是2012年第三季以來的最慢增長。過去一段相當長時間支撐就業的零售業，半年來表現不濟，總銷貨量連續4個月下跌，下半年要有逾11%增長，才能保住全年5%的低增長率。至於多年處於低水平的失業率，則由3月至5月的3.1%，微升0.1個百分點至3.2%。儘管整體失業率仍是較低水平，但零售、住宿、膳食服務業的失業率，由年初的3.9%升至4.7%。

二是政治為本港經濟帶來不明朗因素。全國人大常委會在

下週開會，會議將就特區行政長官梁振英提請啟動特區政改的報告作出審議和決定，料會為香港特首普選定出框架，政改即將進入關鍵時刻，中聯辦主任張曉明近日在與立法會反對派議員會面中提出的關於普選制度「五點要素」，應該是迄今為止最完整和清晰的說法，然而泛民主派則表明，若中央不退讓，提名門檻過高，他們會隨即展開籌備「佔中」行動，這為本港帶來新的不穩定因素。

美停買債增波動

外因方面。美聯儲局十月將結束寬量停買債，雖然歐日或加大放水，但全球金融經濟波動勢加劇，香港難以獨善其身。對於美國及歐元區的經濟，我們本週二在本欄已作論述，不贅。然而，有兩點卻必須補充。一是儘管預料美聯儲的鴿派基調短期內料不會發生變化，但職位空缺率為美聯儲局主席耶倫最為關注的就業市場指標之一，該數據超預期推升加息預期，目前市場指標隱含的加息預期在2015年中。二是近期歐元區經濟數據低迷，原因可能是歐元區經濟通常滯後於美國經濟周期，美國一季經濟的大幅放緩必然衝擊歐元區出口需求，再加上歐元區數據的公布滯後美國一兩個月，因此看歐元區的經濟周期變化尚待進一步觀察。

居安思危四字，放諸四海皆準。實體經濟固受外圍牽引，熱錢來龍去脈，非三言兩語所能解釋清楚。然而，本港將如財政司司長曾俊華所說般，出現完美金融風暴，目前此言之尚早。其實，最大的衝擊實是本港社會的深層次問題。香港乃國際資金集散地，倘本港政治氣氛進一步惡化，社會加添不穩定因素，窺伺在旁的外資大鱷會否趁機上下其手舞弄本港金融，面對新的危機在不遠處游移，港人務必對風險因素多加關注，多加思考。

內地汽車業有望重新整合

比富達證券(香港)業務部副總經理
林振輝

最近內地政府開始對外國豪華汽車廠商進行大規模反壟斷調查，本次反壟斷涉及面極廣，被調查的中外汽車企業超過1,000家，調查範圍亦由整車銷售價格延伸至汽車零部件等方面。寶馬4S店收到首張反壟斷罰單，罰款金額為162.67萬元(人民幣，下同)。筆者認為，這次反壟斷調查打破了傳統4S店銷售的經營模式，市場競爭將會全面放開，豪華汽車降價勢在必行，汽車營銷模式亦會更加多元化，行業格局有望重新整合。

外國車廠主導市場

據中國汽車工業協會公布數據顯示，中國汽車市場今年首7月，國產品牌乘用車銷售量為409.94萬部，市佔率為37.3%；德系、日系、美系、韓系和法系乘用車的市場佔比分別為21.53%、15.31%、12.79%、9%和3.73%，外國品牌汽車市佔率超過六成。內地汽車市場受外國車廠主導，但這次反壟斷調查主要針對外國在華汽車企業，內地主流的外資車企幾乎無一倖免，國產車迎來一次超車良機。

顛覆4S店經營模式

長期以來，4S(銷售Sale、零配件Sparepart、

售後服務Service、信息反饋Survey)店銷售模式是內地最主流的汽車銷售模式，類似專賣店。一般一間4S店只會銷售一個牌子的汽車，售後服務亦只會在4S店提供。4S店這種模式銷售渠道極窄，總經銷商及各級授權經銷商有極大定價權，壟斷利潤空間非常大。同時，汽車零配件亦只限4S店供應，價格非常高，個別車型的零部件價格甚至是整車價格(「零整比」)的12倍以上，利潤驚人。

事實上，這次反壟斷調查的目的主要是打破行業壟斷，引入競爭。發改委進行反壟斷調查的同時，中國工商總局亦發表公告，宣布今年10月起停止實施汽車總經銷商和汽車品牌授權經銷商備案工作。換言之，4S店的經營模式將會被顛覆，汽車進口車源放開，不再需要經過總經銷商，進口汽車售價有望大幅降低。同時汽車銷售模式將更多元化，多品牌混合經營成為可能，銷售和維修亦可能會分離，汽車售價和利潤分配將會出現較大調整，內地汽車行業將會重新洗牌。

本次反壟斷調查可以令內地汽車市場競爭更加公平。短期來看，外國豪華車營銷方面可能會出現較大調整，銷售會受到一定衝擊，國產車獲得提高市場份額的機會。長遠來看，進口車降價或會刺激市場產生更大的消費需求，帶動整體行業進入新一輪高速增長期。

私人地段樹木監察存漏洞

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

港島半山羅便臣道塌樹導致一名孕婦失去寶貴生命，其胎兒幸獲良醫搶救，小生命得以暫保。這種不幸事件，引起社會市民大眾關注，政府對樹木的管理和危樹監察更成為討論的焦點。

香港人口稠密，石屎森林遍布全港市區及新市鎮，在城市規劃過程中，要求綠化及種植樹木是基本概念。市區樹木有調和景觀以及釋放氧氣的效果，理應受到保護。港府對新發展住宅項目的樹木種植有很嚴格要求，除了地段中現有一些大樹不許砍伐，對新種樹木的範圍及數量亦在用地條款中寫得清清楚楚，假如發展商未能達成種植樹木條款的要求，後果可能是地政總署不批出滿意證明書。

市民可助監察樹木健康

竊樹殺人事件並非今年始發生，過去已有多宗事例，有人批評政府對此責無旁貸。筆者看過發展局、綠化、園境及樹木管理組的網頁，理解其實港府早於2009年已發表研究報告《人樹共融，綠滿家園》，並於2010年3月成立綠化、園境及樹木管理組，下設「綠化及園境」和「樹木管理」兩個辦事處，具體執行護養植物、優質園境設計等工作，同時以保障公眾安全為首要考慮。網頁中指出，當局已引入樹木風險評估，有系統針對人多車多地點中有可能出現問題的樹木，作出及時適當處理。

中移動拓海外回報恐不大

路透社點透視專欄作家
Ethan Bilby

熱點透視

內地移動營運商中國移動(0941)正在海外砸錢尋求成長機會。但若以同業過去的經驗來看，收穫可能不大。其他很多移動營運商的跨國結盟努力均未能成功創造價值。

節流計劃效果有限

投資者正寄望中國的改革風潮吹進中移動。自中移動8月15日公布半年度財報，並承諾將繼續提高獲利後，股價已漲逾7%。但削減開支計劃的效果有其極限。內地監管部門提高市場競爭的壓力，將使原已放緩的營收增速再受限制。

然而海外擴張充滿風險。很多移動營運商嘗試通過海外併購創造價值，但只落得縮羽而歸。儘管集團規模擴大後，能在網絡設備和手機上要更好價格，但成本節流效果令人失望。伯恩斯坦(Bernstein)分析師估計，經過小規模收購後，聯合採購能使一年營業現金流增加5%。但大集團自己原

本就能談到好的價格，因此強強合併所帶來的效益就更小。中國移動對於海外擴張還有任務。中移動是採用新一代TD-LTE無線技術的最大營運商，這項技術大部分是由中國製造商華為和中興通訊開發。通過中國移動把這項技術推到海外，能協助實現中國掌握更多技術標準控制權的野心。

國企色彩阻拓海外

不過中移動有國企色彩，亦意味着外國政府將不太放心讓中移動登陸。到目前為止，中移動的海外擴張僅限於取得少數股權，像是購入泰國True Corp的18%股權。其他可能收購目標，像是馬來西亞Axiata或印尼的PT Telekomunikasi Indonesia，這些公司的政府股東亦不大可能把控制權讓給中國買家。

另一種選擇可能是某家泛非洲營運商，例如MTN。MTN市值430億美元，在2009年差點與印度Bharti Airtel達成交易。中移動擁有淨現金730億美元。中移動通過併購所獲得的協同增效或許不會高於其他同業。但這可以讓中國移動繼續壯大。

加息預期升溫 寬鬆政策不變

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

聯儲局於本港時間周四凌晨公布7月議息會議紀錄，內容顯示，與會官員對於加息的討論升溫。當局認為，勞工市場的表現超出預期，通脹繼續上升，不過需要更多經濟改善的證據，以進一步支持其加息決定。回顧美國近期公布的經濟數據，整體呈現穩定的復甦趨勢，仍有不確定因素，故預期聯儲局將維持現有的寬鬆政策不變。

數據非一面倒向好

的確，美國近期公布的經濟數據，總體趨於穩定，但個別數據出現波動，顯示復甦仍有不確定性。

勞動力市場持續改善，其中被耶倫視為重要指標的JOLTS職位空缺數量，於6月飆升至逾13年高位。截至8月9日當周的首次申請失業救濟金人數，亦維持於歷史較低水平，顯示勞工市場復甦動力強勁。

此外，本周公布的兩個住房市場領先指標亦有所好轉，8月NAHB房屋市場指數升至7個月最高水平，以及7月新屋開工總數年化增加至109.3萬戶，數字為2013年11月以來最高。兩份報告顯示，建築商對美國樓市的信心攀升，住房市場或重獲增長動力。

不過，數據並非一面倒向好，零售銷售數字則低於預期。美國商務部公布的7月零售銷售按月意外零增長，創6個月最低水平。美國商務部指出，零售數據疲弱主要是受到汽車、家電等消費低迷的負面影響。零售銷售佔個人消費支出的三分之一，眾所周知，消費正是美國GDP的主要組成部分，可見復甦之路不無沙石。

結合此前耶倫對勞動力市場復甦的憂慮，即勞動參與率偏低及薪資增長緩慢，不難發現，美國現在面對的難題是，持續改善的勞工市場，並不能有效帶動薪資增長，無法促進美國民眾消費，通脹自然只能錄得溫和升幅，經濟復甦亦將缺乏內生動力。

立場措辭逐步調整

在經濟復甦仍有不確定性下，預期聯儲局將繼續維持寬鬆貨幣政策。事實上，議息會議紀錄公布後，美股受壓回落，惟其後迅速收復失地，有投資者認為，耶倫在本周五晚出席Jackson Hole中央銀行家年會時的講話，將釋放鴿派訊息。

當然，隨著時間臨近十月，聯儲局將正式結束QE3，畢竟，按每次會期減買債100億美元的速度，聯儲局快將結束買債，當局的立場和措辭，必將逐步出現調整，本周五晚聯儲局主席耶倫的講話，值得留意。

參考以前耶倫的證詞及最近兩次議息會議紀錄，不難發現，聯儲局的政策立場已逐漸由高度寬鬆向中性化作出調整。雖然，此種措辭變化，並不會改變整體的寬鬆貨幣環境，但亦不排除個別金融市場藉機出現調整，投資者應留意風險。



耶倫對勞動力市場復甦有憂慮。

資料圖片

俄羅斯經濟難以復甦

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

烏克蘭局勢成為今年以來國際間的政治熱話，西方陣營與俄羅斯的角力已持續半年。雖然歐美國家經濟復甦步伐仍未明朗，但始終仍具有一定影響力。俄羅斯一向受軟不受硬，再加上普京的抗歐作風，令俄羅斯與西方關係轉差，這是可以預期的。惟雙方打貿易制裁戰後，似乎俄羅斯處於不利的地位。這對雙方經濟會有何影響？

資金持續流出

俄羅斯央行於本周一宣布放寬盧布的波幅區間，一方面可以減少對市場的干預，另一方面顯示在資金持續外流下，俄羅斯央行只能以貶值方法，去減少資金進一步外流。雖然俄羅斯央行稱是幫助盧布從目前管理的匯率體制，向完全自由兌換推進，並同時上調了今年通脹目標預測。惟另一方面，自烏克蘭危機開始以來，俄羅斯股市及盧布卻很誠實地告訴大家資金持續流出俄羅斯這個國家。俄羅斯央行於上月9日公布，今年以來已有450億美元流出俄羅斯，幾乎是俄羅斯國內生產總值的4%。上月17日，馬航一班客機於烏克蘭上空被擊落後，國際譴責俄羅斯的聲明此起彼落，令俄羅斯處境接近捱打。

歐美制裁嚴厲

面對歐美國家漸趨嚴厲的經濟制裁，俄羅斯大量資金流出，國際油價亦於近期大幅下跌，令當地國內原油價格下跌。俄羅斯國內原油價格連續第八個交易日下跌，今年以來首度跌穿100美元水平。由於俄羅斯捲入對烏克蘭的戰事，令當地軍費開支持續上升，油價要升至114美元，才可以令俄羅斯政府達到收支平衡。歐美近月的制裁漸趨嚴厲，上月新一輪的經濟制裁更對準俄羅斯

的金融業、國防及能源三大範疇，嚴重打擊俄羅斯的經濟命脈。上星期，俄羅斯最大石油生產商Rosneft，便向政府要求約420億美元融資。

雖然美國經濟持續復甦，但並不急進，令美國原油需求只出現溫和升幅。與此同時，美國持續發展頁岩油，令美國對海外石油的依賴程度持續減少。歐洲目前可以增加從中東輸入石油及天然氣，對俄羅斯的石油及天然氣依賴程度下降。此外，由於俄羅斯近月產油量持續下降，影響了國家收入之餘，亦令俄羅斯新的石油項目延期施工。數據顯示，去年俄羅斯出口金額最高的商品是石油，達到1,737億美元，較第二位的天然氣高一倍有多。至於進口方面，以機械及運輸設備為主，達到1,544億美元。

總括而言，似乎在烏克蘭問題上，俄羅斯暫時未有退讓。但西方國家的緊迫政策，將令俄羅斯無法擺脫險境。惟筆者卻認為，只要俄羅斯經濟進一步轉差，民怨進一步累積的話，預料普京最終可能於烏克蘭問題上屈服，目前是時間上的問題。



俄羅斯央行只能以貶值方法，去減少資金進一步外流。

資料圖片

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。