

不確定因素多 耶倫不想提早加息

陳義明
太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

美聯儲主席耶倫在全球央行年會Jackson Hole上發表講話，對美國勞動力市場現狀有所肯定，也有所反思。美聯儲局上周四公佈的7月議息會議紀錄，用詞較外界想像中鷹派，外界遂更關注耶倫的講話會否對聯儲局會否提早加息有所暗示。整體來看，正如我們預期的一樣，耶倫的發言繼續傳遞鴿派資訊，但是言語措辭之間反映出鷹派傾向有所增強。

復甦仍緩慢 憂加息重挫樓市

說耶倫發言有鴿派色彩，因她強調美國就業率雖大步回落，惟當中問題不少，如勞動參與率不斷走低、想找全職但只獲兼職的人數眾多、轉工率與聘用率偏低，凸顯就業市場未完全復甦，此似示意加息尚遠。顯然，耶倫並不想提早加息，因經濟復甦步伐仍緩慢，更怕復甦中的樓市遭加息重挫。

說她發言也有鷹派傾向，因她亦強調，若就業改善速度繼續快於預期，加息可能要提早。這一轉變雖算不上鷹派，但看似矛盾的取態，至少反映出美聯儲內部的分歧，她惟有既鷹且鴿地先安撫各方。

就業市場複雜 鷹鴿交鋒加強

耶倫講話顯示，就業市場判斷的複雜度增加是鷹鴿交鋒加強的主要原因。例如：耶倫強調準確判斷勞動力市場、物價以及薪資增長方面存在一些不確定性，而就業方面的復甦情況就比

較複雜，既有結構性因素，亦有周期性原因，以及眾多不同指標，詮釋的空間與彈性甚大。不過，整體上看美聯儲對結構性失業認可度比預期略高，顯示鷹派傾向持續增強。

從宏觀經濟反映到投資市場上。今年以來美國長期國債收益率持續下跌，近期下跌幅度較大，令市場感到困惑。美國國內因素是導致長期利率持續走低的主要原因。一方面，美國復甦持續強勁。1) 7月CPI同比增2.0%，持續穩定在美聯儲目標附近；2) 上周首申失業金人數再次回落到30萬人以下，就業市場改善；3) 7月新屋開工大幅回升，高於預期，房地產市場回暖；另一方面，美聯儲一直在向市場釋放鴿派資訊，耶倫在今年的央行年會上繼續強調「通脹上行前經濟可以創造多少就業是相當不確定的」。耶倫不欲提早加息，不難繼續彈出詮釋就業復甦仍然未穩，加息不宜冒進的老調。此外，近期地緣政治風險升溫也是美債利率下行的原因。

美元兌歐元升值 美債增吸引

相比之下，雖然歐元區國債收益率也持續下降，但伴隨着美元兌歐元的明顯升值，美歐利差擴大使得歐洲投資者增持安全性更好、但收益更高的美債。今年7月以來，歐元區疲弱的經濟增長進一步拉低美國長期利率。歐元區8月製造業和服務業PMI雙雙下跌，服務業擴張態勢維持，但製造業復甦萎靡。

再進一步看，當市場對上述因素充分預期之後，隨着美國短期經濟增長動能增強、QE在今年10月如期結束，特別是隨着美聯儲加息時點日益臨近，加上耶倫今次言論的鷹派傾向增強了美國長期利率觸底反彈並溫和上升的概率。

澳門博彩業須尋新增長點

張宏業
山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

八月份是港澳兩特區政治發展重要的日子。反對派倡議一片「佔中行動」聲中，愛國愛港人士成功完成8·17反佔中連串活動。相對來說，澳門特區的政治發展是較為理性溫和的，現任行政長官崔世安於8月16日正式公佈「同心致遠、共享繁榮」的參選政綱，細說未來五年四大主要範疇如民生、經濟、教育、醫療的發展藍圖。如何持續發展博彩業及有效推進產業多元化成為下任政府主要經濟課題。

自從回歸後賭權開放後，博彩業一直是澳門主要經濟支柱行業。總體來看，澳門的博彩業的總經營量居高不下，仍然處於快速發展的姿態。由2009年的博彩總收入的1,203.83億元持續上升至2013年的3,618.66億元，年增長量介乎362至795億及增長率19.45%至57.49%之間，充分反映澳門博彩業的興旺景象。但博彩業近期出現不景氣，6、7月博彩收益罕有地連跌2個月，是2009年以來首次出現，為該行業敲響警鐘，更加令特區政府明白經濟必須走向產業多元化的迫切性。賭權開放創造澳門經濟奇蹟，使澳門人的工資持續上升，但遠遠追不上物質漲幅，尤其是私人房產的租金及售價的上升幅度，使年輕人「上車」遙不可及，中小企業飽受大幅租金上升及本地人幾乎全民就業下的工資居高不下的經營衝擊。

勞工不足 成本持續上升

面對本土工人不足的困局，中小企還可以適度輸入外勞，但受到業內強烈的需求，參選連任的特首崔世安於政綱中不得不強調在他任內不會輸入莊荷外勞，並承諾在2020年續博牌照時加入推動博企和大企業承擔外僱的住宿和交通安排，要求各大博企承擔更多社會責任及推進非博彩業務，鼓勵博企騰出更多中級管理崗位於本地人晉升和檢討牌照年限是否由二十年縮短到十年或以下。

腹背受敵 收益連續下跌

享受五年的高速增長後，澳門博彩業正腹背受

敵。內部因素主要是成本不斷上升，面對政治上不容許莊荷輸入外勞，當地近乎全民就業使工資連年上升。情況會持續嚴重，因從2015年底至2017年為止，現博企開發的多家路氹賭場酒店還需求超過三萬個職員，可以肯定澳門會出現長期博企/酒店業人手不足及工資高企的惡性循環現象。再者，近月的博彩收益連續下跌是由於豪華賭廳收入暴跌，未來只有依靠中場收入的增長來彌補，這也會加添莊荷和中層管理人員的需求。另外，外部因素如澳門政府收緊過境政策和銀聯卡政策調整都會長遠地打擊博彩業的收入。

面對種種內外不利因素，賭場酒店公司及博企必須拓展非博彩業務，如會展業務、休閒/餐飲業務等等，以吸納多些商務旅客和家庭一族。

產業轉型的主要推動者必然是特區政府。在爭取連任政綱中，特首崔世安表明建立並親自督師「建設世界旅遊休閒中心委員會」，目標是盡快規劃總體發展目標，制訂中、長期計劃和落實措施。近五百年來，澳門走過中西文化交融的歷史，孕育出獨特的本土文化，興建了不少具中葡特色的歷史文化遺產，發展文化旅游成為另樣本土旅遊的出路。近年，澳門大力發展本土文化創意工業，產生一批批創意人才和產品，「澳門產品、澳門文化」有望持續發展成為新興產業的生力軍！

拓非博彩業務 不二之途

從區域性旅遊角度，珠江三角洲南部旅遊資源非常豐富，尤其是海上旅遊前景廣闊。值得留意是澳門腹地有南沙，翠亨新區，江門大廣海灣，上、下村島，陽江及珠海大小各海島，都與澳門距離相近，如能善用海路資源共同拓展及規劃，開發潛力強勁。透過特區政府與各西岸城市加強合作，共同針對郵輪和遊艇自由，旅遊業可發展成為一程多站，有效吸納中下各樣旅客的需要。博企應該着力擴展去橫琴地區，打造非博彩業務如會展、休閒、飲食外展中心，盡快減少對博彩業收入過分依賴的不利情況。

走過五年的高速經濟增長局面，未來五年澳門政府將需要應對經濟轉型的挑戰。產業多元化、本地工人短缺、外勞輸入政府探討、本地人才培育、持續高企的通脹率等等是必須透過政府有效領導去解決。股價已大幅上升後，博企管理層如何保持未來理想增長去維持公司價格呢？在已擴大的利潤下，業務再上一層樓變成不容易，未來持續發展賭場中場業務及擴展非博彩收入是不二之途，誰可首先突圍而出成下年的贏家呢！

■面對不利因素，澳門博企必須拓展非博彩業務。



亞股有望引領下半年走勢

曾慶璋
AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

歐元區經濟表現自2013年第二季開始漸復甦，GDP連續4季錄得增長，PMI亦持續上企50榮枯線上。市場一直憧憬歐洲市場能像美國般，在央行推行寬鬆貨幣政策下，成為另一個表現突出的成熟市場，加上歐洲股值相對美股便宜，上半年不斷吸引資金流入歐股追後。

歐元區經濟復甦停滯

可是，好景不常。年初至今的地緣政治問題漸漸於歐洲埋下了計時炸彈，最初俄國和烏克蘭之間的動盪未為歐洲經濟帶來實質影響，但隨着俄烏紛爭升溫，伴隨而來的歐美與俄的互相制約直接觸動歐洲神經，觀乎歐元區第二季GDP按季出現零增長，便能反映一二。其中，歐洲三大國更疲態盡露，一向為歐洲經濟火車頭的德國後繼無力，第二季GDP按季下跌2%；法國則連續兩季出現停滯；至於意大利，繼去年第四季曇花一現錄得增長後，今年重回衰退，並呈加速跡象。

歐洲經濟復甦剛萌芽，需要靠內在政策及外圍環境的配合才能步向上，稍有不慎，便前功盡棄。歐洲通脹率已連續多月處於1%以下，顯示經濟仍然疲弱，更可能面臨通縮危

機。但歐央行在6月才進一步放寬貨幣政策，而7月的通脹率卻已進一步下降至0.4%，創下自2009年10月的新低，引發市場批評央行行動已經太遲，新政策未能及時力挽狂瀾，鞏固經濟復甦。同時外圍政局動盪更令脆弱不堪的歐洲經濟雪上加霜，導致現在經濟停滯不前。

環球資金正流向亞洲

歐洲經濟告急，加大了歐央行推行量寬(QE)的壓力，即印銀紙及購買政府債券。但歐洲部分官員卻質疑措施的成效，因歐元區主要由銀行主導融資市場，不像美企傾向由市場發債而獲得資金，因此QE的推行可能未必是歐洲的靈丹妙藥。德拉吉表示有必要時會採取ABS購買計劃，相信這是下一個可能的措施，但由於央行6月才剛減息及早前宣佈的長期再融資操作(TLTRO)計劃於9月才正式實行，相信短期內再有新措施推出的機會不大。

歐洲的投資氣氛亦受經濟數據不佳及歐美與俄相互制裁的陰霾籠罩，資金普遍流入國債避險，德國10年期國債一度跌破1%，再創歷史新低，反映投資者對歐洲前景悲觀。鑑於歐洲經濟充斥着不確定性及貨幣政策措施還未明朗，環球資金已逐步調配至亞洲市場，相信今年亞股跑贏歐股的機會較高。

歐元區料成全球量寬主角

涂國彬
永豐金融集團研究部主管

百家觀點

上周末，備受矚目的Jackson Hole央行年會落幕，席間聯儲局主席耶倫和歐洲央行行長德拉吉的講話成為市場焦點。兩人透露的貨幣政策方向背道而馳，預期歐洲將從美國手中接過棒，成為下半年全球寬鬆貨幣政策的主角。

眾所周知，聯儲局對於加息時間的態度則視乎就業市場和通脹水平的發展。如果勞工市場復甦進展快於預期，或通脹更快地接近2%的目標水平，則加息時間會早於預期；若兩項目標的進展緩慢，聯儲局亦將維持高度寬鬆的貨幣政策以支持經濟增長。

耶倫的講話，基本上與此前在國會的證詞一致，對勞動力市場有更具深度的解釋，其餘則並無新意。

她首先肯定了就業市場的強勁復甦，她指出，在過去幾年，失業率以出乎意料的速度走低，但勞工市場仍未完全復原，例如勞動參與率持續下跌，薪資增長慢於預期，以及有部分兼職工作者其實渴望全職工作，換言之，純粹看失業率，便會高估就業市場的改善程度。

美數據強勁 10月或結束買債

回顧近期美國公佈的經濟數據，就業市場延續強勁復甦趨勢，截至8月16日的首次申請失業救濟金人數下降1.4萬人至29.8萬，勝於市場預期30.3萬。

另外，房地產市場的數據亦振奮人心，7月份成屋銷售和新屋開工分別創十個月和八個月新高，而營建許可亦升至三個月高位。

聯儲局措辭出現調整，以及近期經濟數據表現強勁，令美國十年期國債孳息率，由年內低位開始小幅回升。鑑於聯儲局或於10月結束買債，而地緣政治的影響也逐漸消退，相信美國十年期國債孳息率應已於2.3厘的水平觸底，預料下半年將發生轉向。

歐洲復甦脆弱 經濟前景看淡

另一邊廂，歐洲央行行長德拉吉重點討論的，也正是歐元區的就業問題，畢竟，歐洲和美國一樣，受到金融海嘯的衝擊，而歐元區更遭受歐債危機的打擊，經濟出現停滯甚至衰退，勞工市場受到重創。

最新的經濟數據顯示，歐洲經濟復甦仍然脆弱，歐元區第二季GDP按季零增長，市場原本預期增長0.1%。至於上周剛剛出爐的8月PMI初值，製造業和服務業雙雙下跌，並低於市場預期。其中製造業PMI更創下一年低位，令市場看淡歐元區第三季經濟前景。

德拉吉表示，歐洲央行已準備好進一步調整其政策立場，如果財政政策可以同時配合貨幣政策，將有助於歐元區經濟復甦。

為這番言論作見證的，顯然是歐元區資產避風港的德國十年期國債，其孳息率反覆回落，跌勢未止，顯示資金繼續買進。

從美國和歐元區最近的經濟數據和央行表態來看，兩國貨幣政策將分道揚鑣。而歐元兌美元亦隨即跌破1.3200水平，創下接近一年低位，預期歐元區將逐步取代美國，成為全球量寬主角，繼續為金融市場提供廉價資金。



■市場預期歐洲將從美國手中接棒，成為下半年全球寬鬆貨幣政策的主角。

中國鋼鐵增產 煤炭產量進口出奇雙降

Clyde Russell
路透專欄作家

今年以來中國鋼鐵產量上升，而與此同時煤炭產量和進口卻在下降，這確實很難說得通。根據國家統計局的數據，今年1月至7月中國粗鋼產量為4.8076億噸，較上年同期增加2.7%。但海關數據顯示，今年前七個月煉鋼需要的煉焦煤進口量下降12.6%至3,601萬噸。

由於進口只能滿足中國煉焦煤需求的10%左右，所以很有必要看一看國內的煤炭產量數字。中國煤炭運銷協會(CCTA)數據顯示，今年前七個月中國煤炭總產量為21.63億噸，較上年同期減少1.45%，7月產量同比下降1.63%。但不清楚熱能煤和煉焦煤的具體數據。

煉焦煤佔份額可能上升

這意味著儘管2014年整體煤炭產量下降，但煉焦煤相對於熱能煤的份額可能上升，這可以解釋鋼鐵產量增加而國內煤炭產量和進口量下降的怪現象。

但如果仔細審視這些數據就會發現，煉焦煤必須增產很多才能解釋這個缺口。

根據世界煤炭協會(World Coal Association)平均生產每噸鋼需要770公噸煉焦煤的數據計算，生產4.8076億噸鋼需要大約3.702億噸煉焦煤。減去進口的3,601萬噸煉焦煤，中國國內煤炭業應該給出鋼鐵業供應了大約3.342億噸煉焦煤。

過去兩年，中國煉焦煤與熱能煤產量之比接近1:7。根據上述數字計算，煉焦煤與熱能煤產量之比升到了1:6.5左右。考慮到山西省擴大的煉焦煤礦產能，這種情況是完全有可能的。

去年4月渣打銀行的一份報告預計，從2013年到2015年，山西省煉焦煤產能將增加1.11億噸，而增量主要落在頭兩年。

鋼廠生產效率或提高

另外的合理解釋是，庫存降低在部分程度上滿足了煉焦煤的需求。鋼廠提高生產效率，也可能是原因之一，不過這對於煉焦煤需求量的影響甚微。

最有可能的理由是來自國內的供給滿足了上浮的煉焦煤需求，儘管海運價格已經跌至七年最低水平。

之後的問題是，中國煉焦煤礦商是否能夠繼續增加產量，抑或是這些礦商是否同樣受制於當前國外同業面臨的獲利問題。

分析師的預估不盡相同，但在一點上擁有共識：即按照當前每噸約113美元的亞洲現貨價格，全球煉焦煤生產中至少有30%都在虧本。如果算上可持續資本的成本，這個比例可能最高升至50%。礦企也開始以減產產出作為對策，尤其是在北美。

價格疲軟 煤企難大增產

加拿大和美國是第二和第三大煉焦煤出口國，僅次於澳洲。這三個國家佔到近些年全球海運煉焦煤貿易的90%左右。

據中國煤炭工業協會，中國採煤企業中約有70%都在虧損。這說明，中國礦企處境比國際同業還要糟糕，因此在當前價格環境下，不太可能大幅增產。

如果鋼鐵產量繼續增長，就愈發可能得通過進口來滿足增加的煉焦煤需求，而當前的疲軟價格會進一步推動煉鋼廠從海外尋求原料。

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。