

資金避走美債 無關美國復甦

涂國彬

永豐金融集團研究部主管

今年以來，隨着美國第二季經濟數據逐漸走強，美匯指數強勁攀升，標普500指數屢創新高，並第一次企上2,000點關口，均顯示市場對美國經濟復甦的肯定和風險偏好改善。唯獨美國十年期國債孳息率持續走低，反映的不再是投資者對本國經濟復甦的信心不足，而是環球各路資金，或看淡歐洲經濟、或避走地緣政治風險，而尋找避風港的需求。

歐洲經濟數據疲弱

相對美元和美債同時走強，歐元下跌和德國十年期國債價格上升這個現象就容易解釋得多。歐元區踏入下半年，經濟數據壞消息連連。先是意大利經濟陷入衰退，其後德國受到俄羅斯反制裁拖累，經濟領先指標紛紛惡化。歐元區次季經濟按季零增長，至上周剛剛公佈的通脹數字，更是跌至五年新低。

歐洲經濟不振，資金自然流入歐元區火車頭德國的十年期國債。雖然目前歐洲央行已經採取較為極端的負利率政策，但面對不斷下行的經濟和通縮風險，德拉吉日前已明確表示，歐央行已經準備好採取進一步行動。相對孳息率已經跌至0.9厘的十年期德國國債來講，2.3厘的美國國債或是更好的選擇。

故在歐洲經濟前景持續黯淡，歐元寬鬆預期仍然高企的背景下，德國十年期國債孳息率低位徘徊，亦會限制美國十年

期債息的升幅。於是，我們見到歐元兌美元持續走低，資金由歐元流入德美國債，而美債則出現了和美元一同走強的局勢。

美國經濟進入下半年後復甦趨勢良好，第二季GDP進一步向上修正至4.2%。包括ISM製造業PMI、芝加哥PMI以及密歇根大學消費者信心指數等多個領先指標意外造好，樓市亦出現復甦加快的跡象，勞工市場改善持續超出預期，惟未能進一步帶動消費增長。而美元由7月初的80急升到目前82.7的水平，顯示市場對美國經濟的肯定，可見美債價格持續上升並非反映本土經濟基本面。

歐洲以及其他一些主要經濟體復甦乏力，導致資金流入美債。同時，今年以來，利比亞、烏克蘭等地緣政治危機亦對美國國債價格上升作出不少貢獻。一旦發生歐洲經濟惡化、信用市場危機或地緣政治事件，資金就紛紛流入美國國債、黃金及日圓等避險資產。回顧年內，不少次美國十年期國債孳息率大幅下挫，都是受到了地緣政治和避險情緒的影響。

低息環境或超預期

目前來看，除了超級鴿派的耶倫主導下的聯儲局政策，還有眾多復甦乏力的主要經濟體和地緣政治事件，為美國金融市場輸血，美國的低息環境可能比市場預期的更加寬鬆，歷時更久。在這種情況下，得益於低息環境的公用股及地產股價值率未必低。而鑑於目前內地經濟前景不明朗，港股風險偏好減弱，投資者仍可增持相關股票。

內地穩貨幣穩增長不改

陳羨明

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管

內地昨天公佈的8月PMI指數明顯下降，表明當前經濟運行存在一定的下行壓力，但經濟平穩增長的基本態勢沒有改變。我們認為，改革持續推進，支持市場重估。

受新定單和生產指數下滑的拖累，8月中國製造業採購經理指數（PMI）為51.1%，連續5個月回升後出現回調，但仍為今年以來的次高點，表明國內製造業總體上繼續保持增長態勢。

同時，匯豐公佈的8月PMI終值為50.2，略低於初值的50.3，錄三個月最低。該指數連升四個月初後頭向下，但仍然連續三個月處在榮枯線50上方。

復甦仍然依賴穩增長政策

整體來看，8月製造業雖說仍處在擴張階段，但擴張步伐較前幾個月放緩。PMI指數小幅回落表明，雖然外部需求出現改善，但前期微刺激政策對實體經濟的改善作用正在減弱。在目前外需對經濟增長的拉動力仍然有限的情況下，國內經濟持續復甦依然高度依賴於國內穩增長政策的發力。

如何看未來的經濟和貨幣政策？我們認為，穩貨幣、穩增長政策不改。首先，貨幣政策「總量穩定、結構優化」的取向並沒改變。7月的信貸增量減少，是短期現象。今年首7個月貨幣增速趨勢向上，三季度總需求仍將保持穩定。我們認為，貨幣政策短期不會轉向，4月以來的一系列定向調控的穩增長微刺激政策需要繼續加強貫徹落實，政策的核心仍然是降低社會融資成本。

其次，政策穩增長取向不變，改革加快推進。政治局對年中經濟形勢分析的會議凸顯了改革，提出「堅持把改革放在重中之重位置，堅持問題導向，圍繞穩增長、調結構、惠民生、防風險，加快推進改革」，我們認為穩增長是托底經濟，為改革創造環境，下半年的改革措施將會顯著增加。

上周四，人民銀行宣佈對部分分支行增加支農再貸款額度200億元人民幣，以引導農村金融

機構擴大涉農信貸投放。對於貧困地區、符合條件的農村金融機構的支農再貸款可在優惠利率的基礎上實施定向降息，再貸款利率再降1個百分點。可以看到，在近期宏觀資料表現略低於預期的背景下，此次人行採取的『定向降息』措施具有相當程度的穩增長意圖，同時亦可看到，人行延續了今年以來的貨幣政策思路。

改革力度料遠超市場預期

雖然經濟不大可能迎來強刺激政策，但是改革力度會遠超市場預期。如果經濟增速出現放緩，通過簡政放權、增加市場活力依然可以推動經濟增長，而央企、國資改革被視為全面深化改革的突破口。

在最新國策之中，政府確定加快發展商業健康保險，助力醫改、提高群眾醫療保障水準；部署推進生態環保養老服務等重大工程建設，以調結構促發展、推升級；聽取政策措施落實協力廠商評估匯報，改革創新政府管理方式。

國企股改革相關板塊已經啟動，為國企股提升估值提供了基礎支援。央企及地方國企改革相關個股走勢顯著強於大盤，成為推動市場的另一動力。



■內地今年首7個月貨幣增速趨勢向上。

資料圖片

美就業表現指引加息

曾慶瑋

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁



■美國聯儲局主席留有一線，指不能單憑國內失業率來作加息的指標。

資料圖片

美國經濟穩步復甦，聯儲局如無意外會於10月正式結束QE3，但對加息時間至今仍未有定案。市場熱切期盼耶倫能在Jackson Hole年會上提供加息啟示，雖然最終她都沒有交出確實的時間表，但卻為未來加息條件提供指引。

耶倫在會上對美國現時的就業市場表現作出肯定，亦道出勞工市場的複雜性，指不能單憑失業率來作加息的指標。美國失業率雖大幅回落，但勞工市場仍存在大量的閒置資源未

被充分利用，當中包括勞動參與率走低、非自願的兼職人數眾多，及轉工率與聘用率偏低，再加上現時實際工資增長呆滯，顯示就業市場仍有很大的改善空間。

加息需同時考慮就業及通脹兩方面因素，耶倫對勞工市場的一番闡述，加上現時通脹率維持於2%，解釋了為何現在還未到加息之時。未來就業市場及通脹的走勢仍存在不確定性，因而訂立加息時間表並無太大意義。聯儲局傾向能承受通脹的代價多於失業率再次走高帶來的廣泛影響，所以在通脹率處於可承受的範圍內的同時，還需待整體就業情況恢復健康水平，才能安心啟動加息周期。然而，對於勞工市場要達至何等程度才能抵禦加息的影響，耶倫並沒有作出明確的指引。此外，耶倫亦指出勞工市場同時受結構性及周期性的因素影響，但如人口老化、中等技術人員不足等結構性問題，單憑維持低息未必能夠解決。

QE結束 資金或仍泛濫

耶倫在會內總結，假如勞工市場改善勝於聯儲局預期，或是通脹上升速度快過預期，則聯儲局加息的機會將提高。相信聯儲局未來會繼續積極於勞工市場與通脹之間找出平衡點，以盡快確立加息的時間表。對於市場而言，聯儲局對加息的保守態度意味着資金在聯儲局結束QE後仍將保持泛濫，再配合美國經濟數據持續向好，包括最新耐用品定單創歷來最大升幅，及消費者信心指數升至近7年高，有望支持美股繼續創新高。但投資者應緊盯美國勞工市場的變化，可參考美聯儲最近開發的勞動力市場狀況指數，當中涵蓋19種勞動力市場指標，能較全面地反映整體勞工市場狀況，可為加息的預期提供指引。

細價樓興旺到何時？

張宏業

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

百家觀點

香港政府於本月中發布《2014年下半年經濟報告》，本土經濟繼續放緩，GDP錄得三年來首次按季下滑0.1%，只有1.8%增長，全年經濟增長預測由年中估算3%至4%下調至2%至3%，比再修訂後的CPI之4.4%，還相距1.4%以上。

但同時樓價卻反覆向上，無論官方或民間統計都顯示樓價錄得歷史新高，尤其細價/細碼物業更跑贏大市，成為升市火車頭。連續三年，中大香港亞太研究進行港人對未來一年樓價看法訪查，在剛剛發布的8月訪問結果中顯示約四成人料明年樓價續升，當中約54.2%及20.4%受訪者相信樓價仍可上升5%至10%和10%至20%，看升的比率還比政府推出「雙辣招」前更高，這一股「樓價上升預期」的推動力可能短期再推高樓價。

在這次新輪樓價升潮中，投資者/自用者對細價物業尤其鍾情，無論住宅的一房或「開放式」單位、旺區商場的一/二樓微細商舖、二線商業大廈的細型辦公室、整層倉庫/工廠分割成「迷你貨倉單位」或整個停車場停車位零售等等都受到熱捧。一手發展商開售新盤時，每每以一房或「開放式」單位作為宣傳重點，其中每呎叫價更高於大型單位，同區的二手業主見到細碼單位銷售成績理想，採取「零議價」或「少於5%議價」態度去求售，形成近月二手市場內的細價單位或大型屋苑(無論私人或居屋)內的一房或「開放式」單位均錄得「破頂」新呎價。

大業主多以約5%的首年保證回報率去開售細價商業/店舖/工業單位，投資者感到手中資金沒有其他更高回報率的出路紛紛入市，令到7月、8月間工商業「割細」單位成交空前活躍，一些銀行/財務公司為投資者提供高於五成的按揭服務，使這些「大變小」的變賣活動被推到最高峰。無可否認，首年保證的5%回報率的確優於同類的大中型單位，且相比銀行收取的2%至3%利率還有2%以上淨回報「落袋」。

細心分析，大家不難發現工商/住宅細價單位買賣是兩種不同的行為，工商單位主要是「套息」的投資行為，但住宅單位是源自用者的剛性需求，後者來得較實在且長久。

當投資者買入工商業單位時，他們都是看中其短期升值潛力，盡力於保證回報期的一年內轉售圖利，每每輕看長期升值可靠性。在首年內，大業主會協助小業主放租單位，如租金不及售價的5%時，大業主唯有補貼租金差額最多一年。但當一年過後，如果商場/貨倉整體經營不好令租客無利可圖離開，則租金水平只有下跌勢頭，小業主真正可以收取回報率會不及被保證水平，形成商業單位不能保值。

商業樓宇長遠價值看租金

筆者的行業經驗告訴大家，商業樓宇的長遠價值要看租金走勢，而租金水平能否持續向上則視乎物業管理、整體租務推廣、該物業地區商務變化、附近地區同類競爭等等。眾多因素中尤以地區人流多寡和物業整體管理兩項最重要，投資者入市時必須具體分析。

相反地，今波細價住宅熱潮是來自自用的剛性需求大於現時市場供應量，但長期還看本土經濟/政治形勢變化。人大常委會新近確立未來政改的清晰框架，這有助未來特區的政治平穩發展。當政治形勢明朗化後，整體社會注意力會重回發展經濟上，未來經濟發展可望重回正軌。既然人大常委會於聽取特首報告和不同政見人士意見後，正式通告未來政改的整體框架，市民應停止不必要爭拗而將集中注意力於如何落實普選下任特首，再看未來政治發展逐步實現理性政治改革發展。

巨大的剛性需求源自回歸後的17年間，新婚數目遠遠大於同期住宅落成量。根據政府統計處數字，由1997年至2013年期間，兩者差距超過四萬間，還未包括海外買家尤以內地買家為主的持續外來剛性需求。再者，全球發達地區都出現家庭結構的變化，每戶人數愈見減少，香港家庭住戶平均人口由1997年的3.3人下降至今天的少於2.9人，亦造成新的房屋需求。

剛性需求支持「有價有市」

現在人的婚姻觀念已出現巨大變化，社會出現了單身，結婚後不養育孩子，離婚等等都利好細碼單位的未來需求因素，也難怪一手新盤/二手樓宇中這種單位需求殷切，誘使業主「善價而沽」。這個供需缺口要待2015年後住宅供應量回復平常水平時才可望舒緩，短期內細價住宅樓仍會是「有價有市」。

最後，商業細價物業是視乎物業自身質素、管理水平及租金走勢，但住宅單位是視乎整體供需情況及同區市場情形。無論如何，整體樓價已處於高企水平，投資者/自用者應量力而為，要較看重長線回報呢。



■有調查指，約四成受訪港人料樓價明年續升。

資料圖片

意大利經濟為何積弱難振？

Edward Hadas

路透熱點透視專欄撰稿人

意大利出什麼問題了？不同的人有不同的答案。

這個歐元區第三大經濟體情況很不妙，這一點沒人會質疑。自2009年衰退以來經濟就沒能恢復元氣，已經居高不下的主權債務與國內生產總值(GDP)之比則繼續上升。最近又有麻煩出現，意大利今年將無法達到歐盟要求的財政目標。看來該國總理倫齊正在急着想辦法，或許有必要請求寬限2015年目標。

病根在於國內體制

布魯塞爾、法蘭克福以及柏林的有關當局卻不想給予同情。歐盟執委會、歐洲央行以及德國政壇所達成的共識全都認為，意大利的問題在於體制。意大利政府刁難太多，教育體系過於脆弱，而就業法又十分僵化。

照這種觀點看來，最近這場財政危機只是一種症狀，病根在於意大利無力解決困擾其幾十年的問題。他們認為，這些弱點導致意大利經濟在危機結束後舉步維艱，若允許政府增加舉債，只會讓他們進一步迴避問題。

而那些可以寬泛地稱為凱恩斯主義者的評論人士卻不這樣看。他們認為，無論意大利的長期問題是什麼，目前民間部門支出不足，只能依靠政

府。他們表示，往前走的辦法就是借債，然後支出。這些凱恩斯主義者傾向於把意大利經濟難以復甦歸結於多年來該國財政赤字很小，並認為歐元區北部勢力沒完沒了地吹毛求疵，讓意大利人陷入消沉，拖慢了改革的進展。

舉債增財亦爭議大

兩派觀點都不無道理。如果能大膽地結合起來，進行大刀闊斧的體制改革，同時暫時大幅提高財政赤字，可能才是意大利所需要的。倫齊也許會贊成這樣的計劃，從他上周末對央行官員的講話來判斷，這似乎也得到歐洲央行總裁德拉吉的認可。

德國政要們態度不友好，部分是因為他們不相信意大利人的改革承諾。但德國是歐元區的精神領袖，又是最大的出資人，那麼倫齊就有必要證明，他可以和過去劃清界線。



■意大利自2009年衰退以來經濟就沒能恢復元氣。

資料圖片