

地緣政治老問題 央行取態僅美國對

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

近期全球金融市場，只有兩大主題，一是地緣政治，一是央行取態。前者，要理解，尤其對一般投資者來說，說易甚易，說難亦甚難，下文將詳細分析。後者，不算難理解，只是大家能否接受事實，從而趨吉避凶。

投資者見怪不怪

先說地緣政治，不錯，今年全球各地，事端紛紜，歐洲如是，中東如是，亞洲亦如是。表面看來，亂而無序，但其實，亂中有序。若不是地域去看，而以時間去看，不難發現當中因由。

當然，若說時間有關，則地緣政治事件，總的來說，必然是今天與昨天，甚至今年與明年，都有關連，相信沒有人會反對，但怎樣關連呢？其實，過去幾年，經歷過所謂大選年，起碼就是各地政府都有新舊交替，換人接班，如此動作之後，下一步，不難想像，是各方人士，要重新認識，有必要互有動作，互試底線，互猜底牌。這樣一來，動作之間，自然多數成為新聞焦點。情況一如地震過後，必有餘震，大家會有心理準備。

問題是，幾乎所謂地緣政治事件，背後都是長期的歷史問題，不是一時三刻，一年半載，甚至動輒數十年，都未能解決的。是故，投資者傾向冷靜地，即時反應了一兩天，然後

回復平常，以平常沒有地緣政治危機的一面，去理解世情。說到底，投資者思維中，可以處理的很有局限，較好處理的是經濟數據或企業業績，或最多是明顯的經濟政策，無論是財政或貨幣政策。故此，投資者把問題擱置，焦點重新放在本身懂得處理的，是很合理的。

如此說來，今年事件雖多，但未會動搖大家的主流看法，不妨參考年初至今幾次的事件後，金融市場一天起兩天止的反應，便可見其實況。

央行要對症下藥

至於經濟政策，尤其是央行取態決定的貨幣政策，今年亦不難猜得對。綜合而言，以量寬論英雄，過往幾年，只有美國做得對。量寬是非常時期的非常手段，平常不必動用，但用時要果斷，關鍵是，有病看醫生，無病不吃藥。

幾年下來，高下立見，美國有病時，肯求醫，肯吃藥，正在康復中；相反，另外兩大經濟體，都是時機不對。東方的，看日本，未能對症下藥，太早吃下太多特效藥，產生抗藥性，拖拖拉拉，反而拖延了生病的日子，始終未能好轉，短期內都不可能重新回復過去活動。至於歐洲呢，歷史遺留下來的心理陰影，明明有病，諱疾忌醫，遲遲不肯吃藥，但這樣拖延下來，又是拖延了病情，近日終於肯吃藥，但已錯過最佳時機，短期內，亦是難以藥到病除。影響所及，大家看看匯市上，美元與其他貨幣的走勢，便可見一斑了。

內地改革持續

太平金控·太平証券(香港)研究部主管

陳義明

改革持續推進，支持市場重估。8月份中國製造業採購經理指數(PMI)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。雖然經濟不大可能迎來強刺激政策，但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，改革力度就會遠超市場預期，帶動股市上揚。

雖然前天滙豐和Markit公佈的中國8月服務業PMI升至54.1，為17個月新高。但整體來看，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，內地經濟持續復甦依然高度依賴於穩增長政策的發力。

穩貨幣幣增長政策不改

因此，我們認為，穩貨幣、穩增長政策不改，改革加快推進。8月28日，人民銀行宣佈對於貧困地區、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。不難發現，人行延續了今年以來的貨幣政策思路，貨幣政策「總量穩定、結構優化」的取向並沒改變。人行「定向降息」支農，亦反映出在近期宏觀經濟數據略低於預期的背景下，措施具有相當程度的穩增長意圖。

8月18日中央全面深化改革領導小組第四次會議通過《黨的十八屆三中全會重要改革舉措實施規劃(2014-2020年)》文件。該文件對未來7年的改革實施工作作出整體安排，突出了每項改革舉措的改革路徑、成果形式、時間進度，是指導今後一個時期改革的總施工圖。該文件的通過說明改革已經進入具體的實施階段。

遠的不說，最新的國策就有幾項：

1、8月13日國務院下發《關於加快發展現代

支持市場重估

保險服務業的若干意見》(「保險新國十條」)

，其作為綱領性文件，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平，提出保險業的發展目標是到2020年保險深度達到5%，保險密度達到3,500元。

2、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。至今年首七個月，包括環保等領域在內的、與民生息息相關的公共設施管理業投資達19,204億元人民幣，同比增長27.2%，高於全國投資增速約10個百分點。

3、改革創新政府管理方式，聽取政策落實協力廠商評估匯報。估計接下來幾個季度，財政、戶籍和金融等領域的改革也會取得顯著進展。

有助降低股市風險溢價

所有這些改革均會對中國產生深遠影響，而且有助於降低中國股市的風險溢價。對股市來說，改革落到實處，自然能推動股市持續上漲。事實上，去年11月中央在十八屆三中全會提出要推動國企改革，一度帶動港股急升，可惜之後未見行動，股市亦轉轉回落。事隔大半年後，7月15日中央終於公佈首批6家試點央企名單，落實改革；與過往中央動不動就投放流動性、搞基建相比，這輪改革明顯是重質不重量。市場憧憬改革順利推行，成為這輪升市的關鍵因素。MSCI中國指數目前預期市盈率為9.2倍，較MSCI亞太指數(除日本)折價27%。由於估值水平較低、改革取得實質性進展，中國市場與全球其它股市相比具有明顯吸引力。

央企、國資改革被視為全面深化改革的突破口，國企改革相關板塊已經啟動，為國企股提升估值提供了基礎支撐。央企及地方國企改革相關個股走勢強於大盤，近期股市上與國企改革概念有關的板塊及股份，例如石油石化、電訊、電力、鐵路運輸、內銀以及保險等，成為推動市場的動力。

內地航運業觸底反彈可期

比富達證券(香港)業務部副總經理

林振輝

8月以來，衡量國際海運狀況的權威指標波羅的海乾散貨指數(Baltic Dry Index, BDI)一掃今年低迷，出現大幅反彈，由8月1日的751點大漲至9月1日的1147點，漲幅超過五成。BDI指數主要由BCI(波羅的海海岬型指數)、BPI(波羅的海巴拿馬指數)和BHMI(波羅的海輕便型指數)三個指數組成，BDI指數上漲，反映出全球航運業回暖。隨着傳統旺季四季度即將來臨，BDI指數持續上漲機會大，加上有相關改革政策出台，筆者相信，內地航運業有望迎來觸底反彈機會。

需求升BDI升勢可持續

今年二季度BDI指數一度創下30年新低，背後原因是對BDI指數影響最大的BCI指數(波羅的海海岬型指數)出現大跌。BCI指數主要衡量焦煤、鐵礦等工業原料的運輸情況，值得一提的是，中國鐵礦石進口量佔全球30%至50%，對BCI指數影響最大。BCI指數大跌，是因為今年內地房地產低迷，導致內地鐵礦石進口需求減弱，港口鐵礦石庫存長期處於高位。

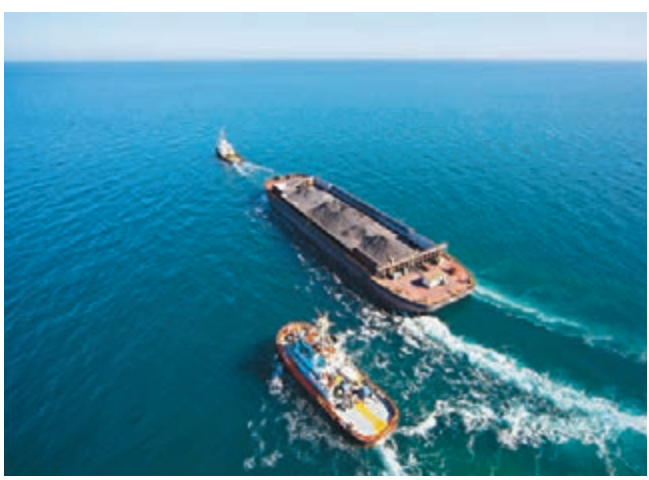
不過進入下半年，內地政府為穩定經濟增長，不斷出台微刺激政策，包括加大基礎投資力度，同時對樓市鬆綁。這些政策帶動了鋼鐵進口需求上升，BDI指數開始出現大幅反彈。筆者相信，下半年內地維持目前刺激政策的可能性極高，鐵礦石需求增長穩定。此外，四季度是糧食的豐收季節，北半球也需要備煤炭過冬，航運需求大，BDI指數升勢有望維持。

國策扶持航運業發展

此外，近日中國國務院發佈若干意見以促進海運業發展

(簡稱《意見》)，內容主要包括深化國有海運企業改革、引入民營資本，同時完善海運網絡、推動海運企業轉型升級及安全綠色發展等。近幾年內地航運業受困於運力嚴重過剩，行業虧損不斷，《意見》有機會從根本上解決這些問題。通過推動行業整合，實現優勝劣汰，提高行業集中度，可以避免惡性競爭出現，同時增強航運業的定價權。開放民營資本進入國有航運企業，一方面可以增加企業營運資金，舒緩營運壓力；另一方面可以優化管理結構，提高營運效率，有利於行業長期健康發展。

事實上，今年上半年內地航運企業的整體業績已經開始改善。在已經公佈中期業績的8家A股上市航運公司之中，有6家實現盈利，其中4家屬扭虧為盈，行業業績改善顯著。筆者相信，隨着先行指標BDI指數持續造好，航運業進入旺季，加上《意見》有關條款逐步落實，內地航運業營運狀況有望持續改善，行業或迎來觸底反彈良機。



BDI指數有望持續上漲，加上有相關改革政策出台，相信內地航運業將迎來觸底反彈機會。

高價買商業地 顯商界有信心

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

全國人大常委會就政改方案拍板後，「佔中」陣營知道大局已定，更改策略由當初的意圖癱瘓金融中心轉換為假日行動及罷課等，預期「佔中」只會對本地經濟帶來輕度的影響。反觀作為經濟信心指數的恒生指數，近日企穩於近年新高的25,000點之上，市場憧憬股市滬港通即將實施，兩地股市連通後，勢將打造滬港兩地連結成全球第二大市值的股票市場。

真金白銀投前景信心一票

另一邊廂，本地房地產投資市場亦非常熱鬧，繼觀塘市中心重建項目成功批出後，尖沙咀中間道一幅約2.83萬方呎地王亦以46.88億元高價標出，值得留意的是今次一共有18家財團競逐，除了凸顯項目本身的優越質素外，更顯示商界普遍看好本地房地產投資前景，願意真金白銀鉅資投下信心一票。

中央對港未來政局一錘定音後，反映經濟信心的股市地產市場均積極回應，說明香港大部分人都是務實派，搞好經濟才是改善民生的基礎。今次中間道地王的成績，進一步證明市場對尖沙咀作為旅遊購物旺區的前景樂觀。傳媒報道，中標發展商恒基將建立一個集餐飲、服務及購物等於一身的銀座式商場，並打算作長期持有。對於選擇不興建酒店，集團解釋主要因為酒店大堂佔用面積廣，反而銀座式商場的舖面租金回報更高，加上附設停車場，對服務業及餐飲業有幫助。

這個事例證明了土地經濟學其中一個理論，對於地點罕有的優質靚地，由能產生最高效益(Highest and Best Value)的用途決定誰是使用者。中間道地盤面積約2.83萬方呎，可建樓面33.97萬方呎，限作商業/停車場用途，用地條款還規定最少建384個車位，中標價平均每方呎地價13,800元，比較市場事前所作估計稍高。

掀區內舊樓更新或重建潮

尖沙咀區本來就是本港旅遊購物餐飲娛樂集中地，人流暢旺而商舖租金高企，新增銀座式商場樓面有利於紓緩人流過於集中某些熱點。現時區內著名商場包括海港城、1881 The Heritage、K11、The One、I Square、美蘭華商場等，各有特色及賣點且都能吸引到不同類型及年齡層的遊客及本地消費者。

今次恒基奪得中間道皮重建成銀座式商場，有望成為與新世界中心重建項目、半島酒店商場及喜來登酒店商場等形成新的梳士巴利道及彌敦道交界的購物娛樂核心，未來將產生新的磁石效應，這個附屬停車場的配合設計亦很重要，高端客路者可能駕車到此消費娛樂，商場受惠於中間道位置接近附近的快速公路網絡，預計落成後或帶來尖沙咀新的人流及客流移動路線，更將因此刺激區內一些較舊建築物的更新或重建潮。



商界普遍看好本地房地產投資前景，願意真金白銀鉅資投下信心一票。

股市緩步升 帶動波幅擴

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

股票在上周再度上揚。8月股市總結大幅上升，不過當月波幅亦見增加。美國和歐洲經濟表現上的分歧持續，歐洲疲弱及對額外貨幣刺激的預期使歐元受壓。歐洲的息率持續緩步下滑，美國目前亦然。巴西股市是今年以來表現最好的市場之一，對10月大選利好結果的預期帶動了市場表現。

美加息漸成焦點

儘管表現亮眼，上月的升勢卻有個微妙之處：波幅在8月下跌，但8月整體波幅比前3個月的平均卻高出約15%。隨着經濟數據持續亮眼，聯儲局加息將可能逐漸成為關注焦點。稍稍緊縮的貨幣條件很可能會支持這股趨勢，令波幅略為升高。

歐美經濟命運持續分歧，此走勢把美元兌歐元推上近一年高點。上周有更多的證據顯示，美國和歐洲的經濟表現分歧有增無減。在美國，絕大多數的數據很強勁，支出和收入水平依然低迷則是明顯的例外——7月個人支出是6個月來首度下跌。但第二季的GDP上修，固定投資亦是2011年第三季以來最快的腳步在增加。房貸利率下降支撐了房市則是另一個跡象，上個月的過戶成屋銷售上揚了3.3%。

歐息率續向下

歐洲環境則大相逕庭，德國商業情緒指數連續4個月下滑，西班牙及德國的零售銷售亦遜於預期。更令人懊惱的是歐洲通脹率持續下跌，歐元區的通脹率跌至0.3%，是2009年10月以來的新低。增長疲弱加上通脹率過於偏低，增加了歐洲央行進一步採取行動的機會——很大可能購買資產抵押證券(ABS)。正如之前所述，相對疲弱

的數據加上更多貨幣刺激的預期令歐元受壓，歐元上周處於1.32以下水平，是去年9月以來的最低點。

增長零星、通脹下滑以及歐央行愈來愈似會推行寬鬆貨幣政策，均持續壓低歐洲息率，德國債券的息率跌穿了0.90%的水平。連債台高築的意大利都受惠：意大利債券息率目前還不到2.50%。歐洲央行總裁德拉吉在上周的發言顯然助長了歐洲債券息率的跌勢。歐洲息率大跌持續對美國息率造成了壓力。十年期票券息率在上周觸及了2.34%，為2013年6月以來最低。

巴西新政府憧憬

儘管進入另一波衰退，巴西卻是今年以來表現最好的市場之一。巴西股市今年以來上漲了約18%，以美元來計算則超過了24%。雖然不是因為基本因素有所改變，它卻持續上升。新的數據顯示，第二季的經濟不如預期，萎縮了0.6%。連續第二個月負增長代表巴西的經濟目前已邁入衰退。

今年的升勢其實是從3月開始，重點在於預期總統大選帶來的政治變化。市場對更多有利於市場的政策感到樂觀，使得資金流向轉變，並推升了估值。從2013年年底以來，聖保羅指數的股價淨值比上揚了40%。巴西股票目前的價位與較廣泛的新興市場範疇一致；而遲至去年12月時，巴西股票還出現了30%的折讓。

雖然市場不再是異常地便宜，但它還沒有回到2008年金融危機前的水平，當時巴西首度被調升至投資級別。假如大選出現有利於市場的結果，升勢將可能延續下去。要是席瓦獲勝，投資者應該要密切關注政治任命，因為這將有助於確認新政府的方向，尤其是對於財長、央行總裁和巴西石油負責人的任命。

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。