

新興市場回暖

曾慶璿

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

新興市場繼2013年錄得負回報後，今年重拾升軌，其中金磚四國(BRIC)，即巴西、俄羅斯、印度及中國股市近期出現轉向，MSCI 金磚四國指數3月觸底反彈，6個月升幅近20%，大幅跑贏同期歐美等成熟市場。

首先印度帶頭跑出，受5月大選概念刺激，市場憧憬往績彪炳的總統候選人莫迪上任後推行的經濟改革，能為印度迎來另一番新景象。印度股市在大選前已被炒起，其後莫迪高民望當選後陸續提出多項改革方案，支持股市繼續上揚。近來公佈的經濟數據顯示印度經濟基本面向好，其中第2季GDP年增5.7%，超市場預期並創兩年半新高，帶動印度SENSEX指數攀升至歷史高位。

巴西方面，跟印度相似，股市受外資追捧下，3月開始見底回升。近來藉10月總統大選，選舉題材發酵一再推高巴西股市。今次選舉峰回路轉，原為總統候選人之一的甘伯斯突然空難身亡，改由支持率較高的副主席席爾瓦取代為候選人，令選情出現變化。市場對席爾瓦的參選政綱提倡經濟改革，包括緊縮的財政政策、賦予央行自主權及實施浮動匯率等，



■印度第2季GDP年增5.7%，創兩年半新高。資料圖片

反壟斷難改外資汽車壟斷

黎智凱

時富金融策略師

中國發改委今次出手，合共12家日資汽車製造商因協商汽車零部件價格而遭發罰單，當中包括日本精工和NTN，罰款金額高達2.941億人民幣；另外多間歐、美汽車製造商，包括Lexus、Audi等，主動大幅度下調汽車零件價格，自8月11日起陸續對包括車身、壓縮機、發電機、電瓶和剎車盤等在內的多種原廠零件下調批發價格，平均降幅達20%。

歐、美汽車製造商一直以來的銷售模式，是透過4S專門店(銷售、零件、售後服務及客戶信息)提供一站式服務。當中的售後服務及零件，在市場上都是以專利經營，或以垂直整合企業形式運作，令其他汽車經銷商無法以合理市場價格轉售該零部件，造成高檔次汽車市場縱向壟斷的情況；日資汽車企業被指與其他企業協定汽車零件和承軸價格，以控制市場價格。

中國在2013年亦對國內乳製品市場進行反壟斷調查，發改委裁定合生元、美贊臣及惠氏等奶粉企業透過合同約定、限制供貨及對經銷商的罰款等措施，約束下游經銷商的最低銷售價，令奶粉市場價格高企不下。當時涉案企業一共被罰6.7億人民幣。一年過去，奶粉價格是跌了一點，但壟斷情況依然。

多年運作 經銷商改變難

以上例子是想帶出在反壟斷活動下，國內外汽車製造商及經銷商營運模式或不會因為一次性的罰款就會扭轉。特別是在豪

金磚國現轉勢

反應正面，據巴西最新民調顯示，席爾瓦在第二輪投票的支持率勝過現任總統羅塞芙，如10月需進入第二輪投票，意味著席爾瓦的勝算甚高。市場憧憬選情變天，刺激巴西聖保羅指數8月上漲近10%。

中國進一步「寬鬆」可期

至於中國，經濟改革一直進行，即將在10月推行的滬港通引領中國資本帳進一步對外開放，有望帶動一直積弱的A股從始活起來。今年7月開始，環球資金趁在滬港通開車前提早部署買A股，推高上證綜合指數創今年新高。受惠於中央推出多項微刺激及定向降準，經濟增長下半年漸見回溫，雖8月官方製造業PMI數據回跌，但以中央穩增長的政策目標來看，預料進一步的寬鬆貨幣政策可期。

烏克蘭危機困擾俄國

俄羅斯方面，俄烏之間的軍事衝突一直困擾俄股，自7月馬航客機被擊落以來，俄烏衝突又再升溫，加上歐美與俄國之間的經濟制裁持續擴大，均拖累俄股及盧布重挫。但據近日報道指俄烏雙方有望在烏東部地區達成長期停火協議，消息帶動俄股反彈，然而，鑑於俄經濟疲弱及歐美俄間的相互制裁持續，未來經濟仍具較大的不確定性。

總括而言，中、印將繼續帶領金磚市場走升，相反，巴、俄市場風險則較高。滬港通幫助中國資本市場走向國際，而國企改革持續和中央政策靈活，有利股值低廉的A股市場中長線走升；印度選舉明朗化，總理莫迪提出的改革有望帶動印度經濟進入新的里程碑，加上基本面向好，預料印股續受資金追捧。巴西股市近期主要受選舉題材帶動走漲，但GDP連續2季出現萎縮，技術上出現衰退，故未來股市走勢取決於選情發展；俄羅斯受惠於股值低賤，隨著俄烏之爭續漸緩和，有望吸引資金重回股市，但西方國家對俄的制裁已令俄經濟受到打擊，因此後市仍未明朗。

歐元區失加快寬鬆時機

涂國彬

永豐金融集團研究部主管

百家觀點

上周四(4日)執筆，上周五(5日)刊出《地緣政治長期問題，央行取態僅美國對》一文中，筆者分析道，以有病和吃藥為比喻，歐洲經濟自金融海嘯以來，顯然是有病的，問題是不肯就醫，拖延吃藥。

的確，以其經濟不振，低增長，通脹似有若無，幾乎接近通縮的一邊，這樣的一個經濟體系，體系之差，若說是有病，已經是相當客氣的評價。

執筆時尚未公布的，轉眼間，已是人所共知的新聞：歐洲央行在貨幣政策上，取態額外寬鬆，顯然是要加快醫救，一不做，二不休，務求快得追回失去的時間。不過，筆者對此感到悲觀的是，最佳時機已經過去了，現在就算做，都不會有太大成效。

事實上，論到以貨幣政策刺激經濟，最好的時機，分明就是美國當年金融海嘯後的一段日子，一而再，再而三，連做幾番量寬；藥到，病除，雖然由藥到至病除，都有好幾年，而目前仍只不過是康復中，距離真正達到原本的體質，還需要更多時間。但總的來說，美國做到了。

海嘯初期應採非常手段

相反，歐洲卻是難矣哉，時機不對，什麼都不對。為什麼說時機錯過了？原因簡單，吃藥者，也得看是什麼病，是否對症下藥。當初金融海嘯，不問而知，是全球的系統性風險，多個金融市場一起出現，自然是貨幣政策，非常時期，非常手段，才是最明智，只要換到市場上參與者的情緒，再加期望管理的工夫，便可換來時間，等經濟復甦。

這一點，美國聯儲局做得相當漂亮，一點不拖泥帶水，說做便做，有多無少，總之令大家不再怕，不再拋售資產，息率不再急升，回復秩序，才有時間固本培元。

相反，人所共知的，歐洲之所以做得太遲，原因當然是當地的歷史所遺留下來的心理陰影，以致明明有病，失業高企，通縮壓力存在，依然諱疾忌醫，以往的一朝被蛇咬，換來了今天的十年或更長的怕草繩。

值得留意，這一切，除了大眾所認知的，以往德國承受過高通脹的苦果，以致不敢動輒以印鈔通脹一途對付問題，其實，歐元區本身的存在，亦是問題的死結之一。

歐元區各國條件差太遠

誠然，最優貨幣區這一概念，由歐元的出現，得到一定成效，曾經多年來是一個成功例子，但跟任何制度一樣，其優劣不單以順利時定，也得看危機時，而結果是危機一出，制度的弱點盡現，勉強湊合在一起的歐陸多國，其經濟條件相差太遠，而萬一有全球系統性風險，即可見到制度抵禦能力之薄弱，在於之前順利時對其有利的，都變成不利。

出了事，要商議，真的可以不理會當地政治壓力？利益和壓力團體的存在，都令事情複雜化，本來的最好時機，不必稍縱，幾年來，都已逝。



■歐元區本身已是問題的「死結」之一。資料圖片

歐洲央行只怕歐元不再跌

Swaha Pattanaik

路透熱點透視專欄撰稿人

歐元區的通脹率太低，經濟活動也過於遲滯。不過至少還能有一件事讓歐洲央行稱心如意，那就是央行夢寐以求的歐元貶值，將會完全如願實現。

歐元在歐洲央行9月4日降息後大幅走貶。當時，央行將主要再融資利率降至0.05%，隔夜存款利率更是達到負0.20%。央行同時還宣布大規模資產購買計劃將於10月開始。歐元當日便跌破1.30美元，來到14個月低點，創下2011年11月以來最大單日跌幅。歐元貿易加權指數亦觸及逾一年來低點，自3月以來累計跌幅達4.3%。



■奧地利央行表示，降息部分是為幫助打壓歐元。資料圖片

這正是歐洲央行想要的結果。歐元貶值將提高通脹率，而通脹率是央行目前優先考慮的問題。奧地利央行總裁諾沃特尼在採訪中承認，降息部分是為了幫助打壓歐元，歐元匯率來到1.30美元左右或略低一點，「這個方向就對頭了」。如果跌勢延續下去，顯然會讓歐洲央行很高興。

交易員也會幫這個忙。他們知道要是拂逆了央行的願望，將會吃多大苦頭。自從歐洲央行將歐元區貨幣市場的利率底限，即隔夜存款利率調降為負以來，銀行間市場平均隔夜拆款利率在6月也變成了負值。這意味着一些銀行貸款給其它銀行時還要付出成本。很快，它們還要為歐洲央行的這項特權付出更大代價，因為最近這次降息會進一步壓低銀行間拆款利率。這甚至發生在歐洲央行向銀行業系統注入更多流動性之前。

低利率環境不會短期改變

低利率環境也不會很快改變。歐洲央行的經濟學家預測，若不考慮本周新舉措的影響，今年的通脹率僅為0.6%，2015年也只有1.1%，遠低於央行略低於2%的目標。他們還預測GDP增長也將疲弱，2014年和2015年料分別為0.9%和1.6%。

以前，外匯市場交易員的作梗有時會讓七國集團(G7)的願望落空。但這次有了負利率這項嚴厲的非常規懲罰手段，歐洲央行便掌控住了局面。

美勞工市場復甦依舊反覆

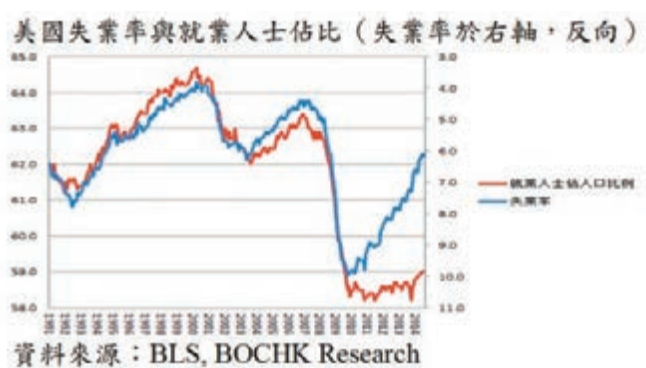
卓亮

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員

美國8月勞工市場表現令人失望，非農業職位增加14.2萬份，較23萬份的市場預期低近四成。同時，6、7兩月新增職位數量總共被下調2.8萬份。

非勞動人口再創新高

從今年2月開始，美國勞工市場曾連續6個月創造20萬份以上職位，8月新增職位卻跌至2014年至今最低位。雖然表面表現難以證明就業情況轉弱，但復甦依然較為反覆。失業率從6.2%下跌至6.1%，惟下跌主因仍舊是勞動力減少。在8月，共26.8萬人退出就業市場，非勞動人口再創歷史新高。另外，勞工參與率微跌0.1個百分點至62.8%，再次觸及1978年以來的36



資料來源：BLS, BOCHK Research

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。

滬港通促A股融入世界

姚遠

AXA 安盛投資管理新興亞洲高級經濟師

過去數周中資股表現不俗，恒生指數上升超過9%，上證綜合指數自7月初以來彈升近一成半。有趣的是，即使俄羅斯及中東方面地緣政治局勢日益緊張，中國宏觀數據令人失望，市場照樣展開升浪。支持升浪(最少一部分)的因素，似乎是即將推行的「滬港通」方案(亦稱為「直通車」方案)獲看好，並能夠令過往封閉的A股市場開放給境外投資者，吸引更多游資湧入港滬兩地。

簡言之，「直通車」方案將容許香港投資者涉足上海證交所，並讓內地投資者投資港股，北上交易的每日和合計額度分別為人民幣130億元及3,000億元，南下交易的每日和合計額度則分別為人民幣105億元及2,500億元。該方案將與QDII、QFII、RQFII並存，但卻補足現有計劃的空白，容許更多散戶參與，更易涉足市場。從投資觀點出發，計劃將會令更多游資投入恒指和上海股市。對香港來說，其作為中國相關投資門戶的地位應會因而加強，鞏固其在離岸人民幣交易、A股及點心債券投資方面的領導地位。對於香港投資者來說，方案為他們提供直接方便的渠道涉足A股，令他們的投資組合更多元化。

提升人民幣投資地位

上海方面，方案將會加強其作為境內金融樞紐的地位，補足自由貿易區的成立。不過，影響卻遠遠超過上海的範圍。從宏觀經濟觀點出發，「滬港通」正是另一個驅使中國加快開放資本賬的因素。跨境資金流量增加，可深化中國的資產市場，讓內地投資者能夠將投資範圍擴大至境外。方案亦可改善A股市場的投資者架構，原因是投機程度偏高往往歸咎於大量散戶參與。相反，香港市場乃由機構投資者主導，可令上海市場達致較佳平衡。最後，人民幣在國際貿易上應用亦已日益廣泛，措施有助提升人民幣在全球投資方面的地位，加快國際化步伐。

對於熱衷涉足A股的外國投資者來說，現在除了QFII及

RQFII 方案外，還增添更方便的途徑。

拜其他市場大幅回升所賜，中國是現時少數仍可為長線價值投資者提供吸引估值的市場之一。此外，中國經濟和A股市場的規模已有強大增長，環球投資者再不能對其視若無睹。摩根士丹利資本國際(MSCI)於最近一次檢討中並未有將中國納入其環球股市指數，原因是資本賬管制令境外投資者難以買賣A股。「滬港通」等方案將有助加快市場化過程，令中國融入環球股市。

深圳市場應納入計劃

從投資觀點出發，「直通車」開通帶動最近數周港滬兩地股市表現強勁。短期內，只要內部經濟保持平穩，境外氣氛保持高漲，建基於資金流及游資加強的投資前提可望繼續支持大市。但長遠而言，推動股市的力量將重返基本因素，例如經濟增長、企業盈利、毛利及負債比率等。就此，要中資股由周期回升過渡至結構牛市，中國必須成功重整經濟平衡以及推行有效的結構改革。開放資本賬是中國整體金融市場化的主要環節，滬港通就是一項重要的實驗。若此舉奏效，其後應採取的行動包括：1) 擴大交易額度，2) 將深圳納入計劃，及3) 擴大產品覆蓋範圍，以納入固定收益及其他金融資產。開放資本賬是中國不可逆轉的趨勢，香港亦有大量空間，可借助其「金融中心」地位而受惠於此項結構發展。



■「滬港通」可改善A股市場投資者架構，中和投機程度偏高的散戶。資料圖片