

匯價反映 歐日俱疲美國復常

涂國彬
永豐金融集團研究部主管

過去幾次，筆者本欄強調，歐洲錯過了最佳時機，如今即使量寬再多，應已無濟於事，反正當前問題，同樣是經濟弱勢，卻又非關當年金融海嘯的系統性風險，目前的結構性難題，在於歐陸經濟的體質，受到本身眾多制度上的局限影響，未能快速自行調節，不論是當地工會的頑固力量，抑或歐元區本身的存在，未能經得起考驗，尤其危機時，最需要果斷決策之時，多方的政治協商，未能及時對症下藥的後果，今天再多特效藥，也未見樂觀起來。

觀乎匯價，立竿見影。當然，弱勢的，又豈只歐陸？近日所見，英國本身的憲政危機，蘇格蘭可能公投獨立，亦是一大事，英鎊匯價跌勢，相對於事件的重要性來說，已不算太大了。至於日本經濟數據，遜於預期云云，相比起來，只是很小的事，雖然匯價上有反應，但都不足以說明什麼了，反正日本經濟衰落了足足二十年有多，早前的一點小小起色，並不足以扭轉大家對其仍然悲觀的看法，多少支節的改革動力，仍是雷聲大，雨點小。

債市變化 預期美提早加息

反觀世界經濟的主導者美國，近年復甦之勢，愈見起勁。雖然，近期數據不及外界預期，但整體方向上，甚至速度上，仍是改善的居多，尤其比對起歐洲和日本，其量寬措施

的適時效用，更是大淵之別。

美國數據愈見改善，但美國聯儲局仍傾向保守取態。一方面，對於非常時期所用的非常手段，如今已漸漸回復正常，減買債退市，步伐未變；另一方面，卻未見積極提早加息周期的來臨，以圖有更多時間，看清形勢，希望真正宣布一刻，是有最充分準備，最多的參與者同意，減少阻力，增加助力。

說起來，美國提早加息一事，目前市場上的預期或解讀，參考債市變化，基本上都已接受是事實，當然，加息只是遲早的事，但究竟是遲，抑或是早，在時機上，都與金融市場眾多參與者的利益相關。

資金料持續流入美國市場

但無論如何，在危機時懂得用藥，用得其時，如今體質又再強壯，即使未能復常，未及當日的強勁，但對比之下，身邊鄰國的經濟實力，卻在危機中大為削弱，相對的形勢，更形明顯，資金哪有法子不跑進美國去，無論是看好其文化或品牌或科技或金融或其他實力。

話說回來，英國由當年的日不落國，到今天花漸凋零，島國有的是歷史，但失去的卻是聲勢和力量，令人不勝唏噓。當年英鎊亦是國際第一大貨幣，經過第二次世界大戰後，實力走下坡，取而代之有美國，美元到今日為止，仍是最受歡迎的國際貨幣，當中多少因素要配合，可說是缺一不可。之前日本在上世紀八十年代，以及歐洲在金融海嘯前的日子，都嘗試過的，都不成功，並不偶然。

需求房價制約 內地CPI料續走低

陳羨明
太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

國家統計局昨天公佈，8月居民消費價格指數(CPI)按年上漲2.0%，環比上漲0.2%，低於市場預期的2.2%；8月工業生產者出廠價格指數(PPI)下跌1.2%，環比跌0.2%，低於市場預期的跌1.1%，降幅較7月擴大。PPI同比、環比降幅均擴大，反應出需求面依然疲弱。經濟增長政策沒有對物價抬升形成效應，也為今後宏觀政策調控預留了空間。不過我們一直強調，貨幣政策在穩定總量的同時，主要進行結構性調控，實行定向調控，靠改革來激發市場活力。這與李克強總理9月10日在達沃斯論壇上的表述是一致的。

CPI和PPI的低迷顯示經濟下行壓力未減。CPI漲幅回落，有一定基數原因，但社會總需求的相對低迷是通脹走低的主要原因。包括食品價格的季節性漲幅趨緩，油價回落以及居住類價格的走低。我們預期未來食品價格將出現季節性回升，但顯然，目前通脹還未步入上升通道，整體物價水平將依然維持低位運行。整體看，由於總需求以及房價等因素制約，食品價格的上漲也難以改變通脹的低位運行態勢。短期內，9月的CPI料將由於基數影響繼續走低。

PPI跌幅擴大 增通縮壓力

PPI跌幅擴大反映出內需疲弱，通縮壓力加大。原因與產能過剩去化壓力大、樓市依然疲軟有關係。PPI同比、環比跌幅擴大，主要是生產資料價格下跌所致，特別是採掘業同比跌幅達到跌4.4%，原材料及加工工業同比都為跌1.5%。煤炭、鋼材、水泥等主要工業品價格都處於下降趨勢，6大發電集團8

月耗煤量比去年同期下降了近1/4，反應出需求面依然疲弱，通縮壓力增大。

轉型期 經濟增速將減慢

CPI和PPI的低迷起伏反映出在轉型期，經濟增速減慢，令通脹將更長時間處在底部震盪。這與近期PMI、進口等巨集觀資料反映的資訊一致，表明前期政府穩增長政策對國內經濟的拉動力正在減弱。

本月初公佈的數據顯示，中國製造業官方和滙豐PMI指標雙雙下滑，反映出製造業擴張動力較弱。製造業企業的擴張表現趨於疲軟；出口強進口弱，順差衰退性擴大。8月出口同比3.8%，進口0.6%，出口和進口增速雙雙掉頭下滑，延續了7月出口增速增長超預期、進口增速下降超預期的局面，衰退性貿易順差連續兩個月超預期，創歷史新高。

托底經濟為改革創造環境

溫和通脹不會成為貨幣政策掣肘。8月CPI通脹如期回落，意味着通脹資料對政策放鬆的制約十分有限。食品的上漲與地產、大宗商品的跌價構成對沖，通脹溫和和偏弱，從而不會成為貨幣政策托底式寬鬆的掣肘，托底經濟是為改革創造環境。

雖然穩增長是大前提，但總理在達沃斯論壇對經濟增長速度的表態意在降低市場對後續政策發力的預期。總理再度解讀今年增長目標表示，7.5%左右增長目標，所謂左右就是說，高一點、低一點都是可以，都屬合理區間，是可以接受的。

因此，在托底經濟弱平穩的同時，改革亦已進入預備期，關注經濟亦需關注改革。李克強總理表示『不靠強刺激，要靠強改革』，進一步表明政府改革的決心。

美元持續走強 商品市場重挫

孔睿思
貝萊德全球首席投資策略師



美元強勢影響，石油等商品價格持續全面下挫。

儘管8月份的就業報告令人失望，大部分跡象卻顯示美國經濟正處於強勁周期：聯儲局改變口徑帶動短期利率率走高，儘管長期債券利率率依舊平穩。上周末傳來了就業數據不如預期的消息。美國經濟在8月份創造了14萬2千份新職位，遠低於市場共識，也是今年最疲弱的數字。但我們相信，這個表現平平的數字主要是反映了季節性的疲弱，很可能會上調。經濟結構性的阻力雖然依然存在，但非農業就業增長的每月平均值都和過去經濟擴張時期的表現相符。

除就業報告外，其他經濟消息所描繪的則是一貫正面的景象。ISM製造業調查顯示，新訂單達到2004年以來的最高位，其中服務業部分創下九年以來的新高。最後，對利率尤為敏感的汽車業的汽車年產量增大到1,745萬輛，是2006年初以來的最佳水平。

目前經濟局勢與我們的看法一致，短期債券利率率比起較長期的債券容易受到影響。儘管經濟數據的基調普遍走強，但長期利率率仍舊卡在歷史的偏低水平。部分原因於歐洲和日

本低利率，壓低了全球的核心利率。與此同時，雖然比7月份的高點略為下滑，但兩年的利率率基本上處於上升趨勢，目前比去年秋天時的低點高了將近25個基點。

減息出乎意料 歐股升歐元跌

歐洲仍然受困促使歐洲央行大力出手：一如所料，加碼刺激措施對股市有利，壓低歐元。除了7月份的德國工業生產大增，歐洲的經濟數據繼續令人失望。在近期的弱勢下，歐洲央行亦乘機減息，出乎市場意料。央行把基準利率率從0.15%降至0.05%，銀行存款利率率則從-0.1%下調到-0.2%。更重要的是，歐洲央行將開始購買資產抵押證券(ABS)，以及所謂「私人機構QE」的擔保證券。這些措施應該會有助於把貸款轉到實體經濟中。市場對歐洲央行的反應符合之前的走勢：歐元大跌，周邊地區債券走高，股市上漲。

滬港通利好 A股本月表現最佳

中國受惠於較佳的服務業報告和滬港通：中國A股是本月以來表現最佳的亞洲新興市場。我們持續在亞洲的新興市場看到機會。上周，中國是表現最好的新興市場之一。強勁的服務業報告將股市推到今年的最高位，人民幣也達六個月的高位。支持中國資產的還有即將啟動的滬港通機制。此試點項目為外國投資者提供前所未有的渠道以投資中國股市，帶動市場的樂觀氣氛不斷升高。

美國的經濟數據普遍向好令投資者集中關注聯儲局2015年收緊貨幣政策的計劃：美元強勢持續，商品重挫。美國的強勢不限於對歐元。連同日本延續極度寬鬆的貨幣政策，美國收緊貨幣條件的前景將美元兌日圓推升至1月以來的最高位。整體而言，美元的廣泛指標已升至14個月來的高位。

美元上漲，持續全面壓低商品價格。標普高商品指數的總回報指數今年以來已下跌近3%，跌幅較大的有布蘭特原油、天然氣，以及除了咖啡以外的幾乎所有農業商品。連今年受惠於實質利率率下跌的黃金亦從7月份的高位跌了近5%，包括上周就跌了1.5%。

新盤旺銷 新項目料加快上馬

陳東岳
香港專業人士協會副主席及資深測量師

百家觀點

屋宇署最新數據，今年首七個月新樓落成約有9,200伙，已超越去年全年數字，加上去年底前幾個大型項目陸續落成，估計全年私人住宅落成量可達16,000-17,000伙，符合差餉物業估價署年初所作預計，港府今年私樓供應大致上達標。

屋宇署數字，雖然七月份落成只得1,739伙，比六月份2,920伙下跌40%，但單月的升跌幅不足以反映趨勢，累計今年首七個月落成量9,271伙，已超越去年全年的8,275伙。這些數字顯示近年港府銳意增加住宅供應，包括不再依賴勾地制度而直接推出住宅用地，以及堅持按季度推地標售等措施，經過發展及建築期後，漸漸見到較多新樓盤落成應市。

私樓今年有望落成1.7萬伙

今年已落成的9,200伙，加上早前推出預售樓花的新盤，包括荃灣環宇海灣，柯士甸站The Austin，馬鞍山迎海、星御灣等大型項目的單位，預計今年全年可望有17,000個單位落成。

屋宇署數據亦顯示，新動工量與落成量出現極大反差，七月份動工只得335伙，較六月份下跌兩成，今年首七個月累計亦只得3,300伙左右，預計全年動工量將大幅落後於去年的9,751伙。何以有這個反差現象？有人認為這跟建築成本增加有關，而建築工人短缺或引致動工量滯後。筆者對這個看法不作否定，但認為這不是最重要因素，反而市場因素才是動工量下降的主因。

港府實施雙辣稅等需求管理措施後，市場成交縮減，當中自去年下半年開始，新樓銷售情況不理想，這從很多發展商公布去年售樓業績中反映，這種狀態持續到今年年中，直至港府調整印花稅的自住換樓豁免期，有市場人士視之為「減辣」，發展商適時以補貼印花稅等銷售策略，藉此取得轉機，新樓樓花市道復現生氣。但在此之前一段時間，新樓樓花滯銷，不排除發展商當時把未動工項目拖後，致令今年首七個月動工量減少。但近幾個月，新樓樓花市道轉旺，相信新項目會迅速上馬動工，未來幾個月動工量料會追回不少失地。

迎市場客路 改細單位趨增

另一項不容忽視的因素，就是近期細單位市場銷路較佳。近期市道顯示，由於各項稅及銀行樓按政策的影響，中小型單位的市場銷路較佳。正如市建局觀塘市中心項目，亦引入容許改則建細單位的彈性，或許發展商亦同樣因應這個市場客路的轉變，調整其項目設計，但改細單位不只是把圖則改動就成，還涉及很多城規、基建及交通包括車位等客觀條件的考慮，這些修訂需要專家研究報告及通過一定程序。

無論如何，任何投資最重要的考慮是市場因素，未來值得關注的還有甚麼時候加息？雖然美國經濟轉佳，但歐洲卻因債務危機重現而減息，美元近期強勢，國際因素互動之下，港息會不會因此調整？這些都值得大家關注。



■年底前幾個大型項目陸續落成，港府今年私樓供應料大致上達標。

國策驅動 集成電路行業前景佳

何天仲
比富證券(香港)高級策略研究員

集成電路在現代工業中之應用極為廣泛，但一直以來，中國的集成電路產業都明顯落後於國際先進水平，高端晶片基本都依賴外企代工。不過，在2013年棱鏡門事件之後，內地集成電路的安全性被提升至國家戰略層面，中國政府不斷出台政策及投入巨資來支持集成電路產業的發展，集成電路行業因此迎來了高速發展的黃金時期。筆者認為，內地集成電路國產化勢在必行，市場空間巨大，行業前景最佳。

以高科技產業帶動經濟

集成電路戰略地位提升，有幾方面原因。首先是集成電路應用性能好，是計算機、智能手機等電子設備必不可少的重要元件，應用極廣。其次，集成電路對其他行業和整體經濟有極大的輻射效應。據國際貨幣基金組織測算，晶片1元的產值可帶動相關電子資訊產業10元的產值，進而貢獻100元的GDP。扶持集成電路發展戰略意義重大，一方面可以提高國家安全性，另一方面可以推動內地經濟結構轉型，即以高科技產業來帶動經濟發展。

內地集成電路行業之所以長期落後國際先進水平，是因為集成電路行業對資金和技術都有極高要求，而資金是制約內地集成電路行業發展的主要瓶頸。舉個例子，晶片巨頭Intel Co.2013年研發總投入高達130億美元(約800億元人民幣)，超過內地所有集成電路企業投入的研發費用之和。為解決資金問題，中國政府不斷出台政策來增加行業的融資渠道，2013年12月北京市政府更成立了規模達300億元(人民幣，下同)的股權投資基金來支持集成電路產業的發展。

據中國半導體協會數據顯示，2013年內地集成電路產業的銷售額為2,509億元，其中設計、製造和封測行業的銷售額分別為809億元、601億元和1099億元。事實上，目前內地的設計業和封測業已經接近國際水平，惟有製造業是最大短板。內地集成電路的製造代工市場超過一半被台積電、聯電和GlobalFoundries等外資企業佔據，本土企業只能搶奪部分中低端晶片代工市場。由於建設高端晶片生產線一般需要投入數十億美元，短期內本土企業落後的局面難以改變。

本土龍頭企業有望受惠

今年6月，國務院發佈了《國家集成電路產業發展推進綱要》，提出了發展目標：到2015年集成電路產業銷售收入超過3,500億元；到2020年，集成電路產業銷售收入年增長率超過20%。為實現這些發展目標，需要更多的資金作為支撐。筆者相信，未來仍陸續會有扶持政策出台，本土龍頭企業或技術領先的企業有望成為受惠對象，投資者可關注這些企業的發展情況。



■扶持集成電路發展戰略意義重大，一方面可以提高國家安全性，另一方面可以推動內地經濟結構轉型。