

中央調控政策料續加強

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

內地8月經濟數據下滑。工業、電力、投資等主要經濟指標增速有所回落。從反映實體經濟的工業增加值方面來看，8月份，規模以上工業增加值同比實際增長6.9%，比7月份回落2.12個百分點，這一工業增速水平也創下09年2月以來的單月新低。發電量同比下降2.2%。作為拉動經濟增速的馬車之一，1月-8月份，固定資產投資同比名義增長16.5%，增速比1月-7月份回落0.5個百分點。8月的數據是宏觀向中觀微的回歸，我們認為調控政策會繼續加強，但調控的根本着眼點肯定是品質。

微刺激效應減弱影響嚴重

8月份的經濟數據顯示微刺激政策效應減弱帶來的影響比市場預期的要更為嚴重，其中尤以工業增加值最為明顯。工業增加值在高基數和政策效應弱化的雙重作用下大幅下滑，顯示內需不振和產能過剩造成工業生產疲軟的狀況較為嚴重。去年8月為工業增加值最高點，工業增加值回落一定程度受去年高基數造成的影響。

8月工業增速大幅走低，是上游原材料價格的回落帶給企業一定的利潤空間，促使企業加大生產的同時，出於慣性對刺激政策的反應過度，促進企業開工增產，增產的同時，實際需求並未明顯改善，結果工業產成品庫存的回升。庫存的回升並不是需求改善帶來的主動補庫存，而是

增產與需求疲弱帶來的庫存積壓。在沒有持續刺激政策加強下，企業的預期會很快得到市場的糾正，庫存需要去化，減產就是必然的選擇。

總需求一直偏弱的原因之一，是房地產行業的下滑。8月份單月房地產投資增速較為明顯回落，且商品房銷售額累計同比下滑8.9%，跌幅較上月擴大0.7個百分點；新屋開工面積和土地購置面積累計同比下滑10.5%和3.2%，跌幅均繼續縮窄。儘管新開工、新拿地數據在緩慢改善當中。此外，定向在鐵路、棚戶區的投資進度慢、外延小，對其他行業的實際需求帶動不足。

值得思考的是，今年6月-7月金融數據的劇烈波動，再就是8月工業數據的驟降，均大幅低於市場預期，是政策影響造成的短期現象，還是經濟增長模式的轉變。

市場對降息降準預期續升溫

我們認為，經濟中微觀未見明顯的好轉跡象，三季度還受較高基數的影響，因此經濟增速下行在所難免。定向政策的方式不多，而在不擴大赤字率下財政空間也有限。為此，市場對全面降息、降準的預期繼續增加。

顯然，總量放鬆這並不符合政府的調控方式，且資金流向難以控制。無疑，當前的經濟狀況是對政府承受壓力和調控技巧的考驗。

出於穩定的目的，我們認為調控政策會繼續加強，但會是區間調控、定向調控，調控的根本着眼點肯定是品質。儘管經濟下行壓力增大，但全年7.4%或更低一點仍然是可接受的增速水平。

國內外經濟不穩 人幣波動風險料增

AMTD 尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶瑛

中國今年人民幣匯率走勢反覆，自2月開始，人民幣兌美元匯率出現逆轉，打破了人民幣單邊向上的預期。而且於3月，中國人民銀行將人民幣兌美元每日的交易區間擴闊至 $\pm 2\%$ ，加大了人民幣匯率的波幅，進一步加速當時人民幣的下跌走勢。然而，直到今年5月人民幣兌美元匯率月下跌至今年低位6.25後反彈，至今已補回逾2%的升幅，令投資者憧憬人民幣下半年上升勢頭持續。

近期人民幣匯率回升與中國的經濟回穩、貿易盈餘及推出的政策措施有莫大關係。中國年初至今推出了一連串微刺激及「定向降準」，目的為挽救因經濟改革而漸見疲弱的經濟。以避免其硬著陸及達至穩增長目的。直到5月開始中國經濟回暖，中國製造業PMI由4月份50.4明顯上升至5月的50.8，7月更升至年內高位51.7，反映中國經濟在政策奏效下持續靠穩，不但令中央領導人暫時放下經濟硬著陸的憂慮，亦開始吸引環球投資者對中國市場的關注。

雖然8月中國製造業PMI回落至51.1，但意味著新一輪的宏觀微調政策可望出台，市場對中國經濟靠穩的信心不變，支持股匯一同向好。而且，受惠於外圍經濟持續向好，近期中國的出口亦見好轉，8月份出口年增9.4%，已為連續七個月錄得增長。然而，受到國際大

宗商品價格下跌及內需疲弱拖累，8月進口跌幅進一步下降至2.4%，因而令貿易順差擴大，並創出歷史新高。貿易盈餘刺激人民幣回升，如情況持續，或會對人民幣中長線帶來升值的壓力。

滬港通開通吸引熱錢流入

此外，即將推行的滬港通提振了中國A股市場，由7月至今，環球資金已偷步在滬港通開車前，主要通過RQFII和ETF買入A股。在投資氣氛向好下，淨資本流入增加有利支持人民幣走升。一旦滬港通開通後，由於國際投資者通過香港投資A股市場，需將外幣換成人民幣才能交易，意味着國際對人民幣的需求會隨着對A股的热情而增加，有利帶動人民幣升值。

更易受國際資金流動影響

不過，從今年人民幣波動的情況來看，人民幣單向走動的預期已打破，往後或逐漸走向雙向波動的新常態。預料今年第3及4季，人民幣還受各種有利因素推動下平穩向上，可是，未來內地經濟情況及外圍經濟環境變化帶來的不確定性，或會增加人民幣波動風險。美國增長勢頭持續，未來加息或壓抑人民幣的升勢；而歐洲經濟疲弱，地緣政治問題持續，或會影響未來中國出口增長。最後，滬港通雖加速人民幣國際化，但意味着往後人民幣匯率更易受國際資金流動所影響。

券商觸網的啟示

時富金融策略師

黎智凱

在監管層鼓勵金融創新的大好背景下，券商們積極回應，動用各種資源拓展新奇特業務。當前券商主要選擇跟傳統電商合作，銷售金融產品以及在旗下平台開設網上商城，作為介入互聯網的主要模式。例如方正證券選擇在天貓商城搭建其網上旗艦店，將旗下50種金融產品陳列於網上貨架，供投資者自主選擇。華創證券推出的網上商城與其他券商開拓網上金融超市不同，其首推的是非金融產品，例如手錶珠寶、化妝品、服裝皮包、奢侈品、生活用品等。

從事電商前景不容樂觀

券商「觸網」最值得期待的，莫過於能有效盘活客戶本身的閒置資金。券商客戶可以通過「證錢支付」功能，用戶可以將自己證券帳戶裡的現金轉移至電子錢包中，以支付商品所需費用。但筆者認為，券商客戶當中的「閒置資金」，作用並不同於銀行體系的閒置資金。券商所積存的閒置資金，基本目的還是在等待投資機會。筆者同意券商可在其平台銷售低風險現金型產品，但對於鼓勵其閒置

資金購買消費商品的客戶接受程度十分懷疑。另外，之前有不少銀行的信用卡分部旗下開設網上商城，其效果也不盡如人意。券商客戶的資金根本用途更不一樣，從事電商的前景不容樂觀。

另外，筆者認為，當前網購市場越來越大，產業鏈發展越來越成熟，進入門檻上升速度更是幾何量級的上升，所以競爭激烈以及風險高。券商發展網上商城，首先面臨的難題就是找合作的物流配送公司，既售前售後服務、充足的貨源、客服人員培訓問題。相對起傳統電商，券商在貨源、物流、管理等方面存在經驗不足的問題，此外缺乏配套的電商服務體系、直屬物流公司等。

應注重提升自身投資能力

所有券商的核心競爭力應該是為客戶帶來財富增值的能力。故券商應注重於自身投資能力，研究能力，量化交易能力，以及利用各種金融工具為客戶提供符合自身不同時段風險承受能力的投資組合。互聯網券商的形態不應該是將互聯網現有商業模式套用於券商的框架，而是利用互聯網來低成本的獲取用戶，透過大數據深度投資行為分析，更有效去管理客戶及券商本身的風險，以及更快速地回應監管體系的要求。

右。這樣一來，獨立後蘇格蘭經濟的可持續性將會增強，萬一再碰上進一步的危機，銀行業紓困這一塊的成本可以免了。

不利的方面在於，蘇格蘭大銀行的運作將會聽命於海外。如果英國央行覺得獨立後的蘇格蘭商業風險較高，就會而且也應該要求在那裡經營的銀行增加資本。銀行自己可能也會決定減少那裡的業務。最起碼，這可能拉高蘇格蘭消費者的信貸成本，限制信貸的投放量。

問題到底會有多嚴重，最終取決於蘇格蘭採用什麼貨幣。如果愛丁堡當局使用英鎊但不加入貨幣同盟，就需要實現預算盈餘，以積累防範市場衝擊所必需的儲備——而RBS等銀行還往倫敦，沒有了這些銀行的金融服務業稅收，這項任務就會變得更加困難。如果蘇格蘭自己發行貨幣，而且這種貨幣兌英鎊大幅貶值，蘇格蘭抵押貸款的借款人就會發現，自己的利息成本在急劇飆升。

獨立後的蘇格蘭將如何減輕這些嚴重風險，蘇格蘭選民有資格要求一個交代。別指望這些問題在9月18日以前會變得清晰。

議息取態倘溫和 過度憧憬防逆轉

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

本周最受矚目的事件，當屬周四凌晨公佈的聯儲局9月議息結果。近期市場對於聯儲局提前加息的擔憂越發加重，美國10年期國債孳息率由8月中的2.3厘上升至目前2.6厘的水平，而美元亦維持凌厲升勢，躍上84關口整固。然而，今次議息會議，未必有太過鷹派的言論，投資者應小心，部分金融市場對近期的行情，可能出現逆轉。

耶倫取態暫仍保守

雖然聯儲局即將在10月結束買債，但當局是否會發生由鴿派至鷹派立場的大幅轉變，令人質疑。上任聯儲局主席伯南克，曾經小心翼翼地引導市場預期，而今屆主席耶倫，到目前為止，仍像是比伯南克更為鴿派的人物。即使在經濟數據更加振奮人心的第二季，耶倫還是堅持要多看更多數據，不單看大數，也要看細項分類，包括勞動參與率和時薪增長偏低，並以此作為基礎，認為高度寬鬆的貨幣政策仍應推行一段時間。

說到底，這是可以理解的，畢竟由非常時期的非常手段，過渡至正常時期的正常手段，作為決策當局的領導人，要說服絕大多數甚至是全部人，都要多花點時間，多找點證據。

在這背景下，8月份美國非農就業人數大幅低於市場預期，來得正好，大可成為維持寬鬆政策的較好理由。8月美國非農就業增加14.2萬人，遠低於前值20.9萬人及市場預期的23萬人；同時，8月份勞動參與率從金融危機前的66%左右持續下降到目前的63%，而名義工資亦未出現加速增長，勞動力市場的周期性和結構性問題仍然沒有得到徹底解決。故此，有理由相信，聯儲局在9月的議息會議上，未必那麼快出現大幅度轉變。

歐寬鬆勝預期緩憂慮

這邊廂，聯儲局即將退市結束買債，那邊廂，歐洲央行卻於9月4日議息會議宣布將關鍵再融資利率調降10個基點，至0.05%的紀錄新低，並將存款利率和邊際貸款利率分別降低10個基點，至負0.20%和0.30%。德拉吉同時宣布，在10月份開始購買銀行發行的資產支持證券和擔保債權，寬鬆幅度可謂超出預期，並在時間上剛好緩解投資者對聯儲局退市的憂慮。

事實上，歐元區經濟在今年第二季出現停滯，PMI、經濟景氣指數、消費者信心指數等領先指標全面下滑，不得不再加點刺激，否則，通縮風險增加，反而更難控制。經濟面臨下行風險，失業率維持高位，通脹則再降至0.3%的五年新低。由此可見，預期歐洲實施量化寬鬆，以刺激經濟增長和對抗通縮風險，將成為一項長期政策。

的確，隨着9月份歐洲推出進一步的寬鬆措施，已令歐元重挫，推升美元。鑑於美國和歐洲、日本的經濟基本面和貨幣政策將背道而馳，美元在未來一段時間將維持強勁升勢。加上美元本身又是投資者對聯儲局加息預期的指標，亦對以商品形成壓力。反過來說，若本周四聯儲局表態未如市場預期中強硬，投資者應小心部分資產逆轉近日的走勢，無論如何，周三先行減倉，都是適當之舉。



■這次聯儲局議息會議，未必有太過鷹派的言論，分析提醒投資者小心，部分金融市場可能出現逆轉。圖為聯儲局大樓。資料圖片

澳門酒店業何去何從？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

回歸以來，澳門旅遊事業一直是上升勢頭。根據澳門統計局數據顯示，入境旅客數目已由2008年上半年1170.41萬人次增至2014年上半年1528.38萬人次，期間大幅攀升逾三成，按年增幅為8.1%。雖然7月份遊客受世界盃賽事影響，但其間仍逾275.3萬人次，按年增7%，當中尤以內地旅客按年升13%，情況比預期理想。如再仔細分析，入境過夜旅客由2008年上半年531.15萬人次續升至2014年上半年708.7萬人次，6年內增三成三，按年微升3.4%，反映過夜旅客增長呈現飽和情況，這與當地酒店價格持續上升不無關係！

截至今年首季，全澳共有66幢酒店，當中五星級酒店為27幢(40.9%)、四星級酒店為14幢(21.2%)、三星級酒店為13幢(19.7%)、二星級酒店為12幢(18.2%)。近七成酒店位處澳門半島、氹仔及路環分別有27.3%及3%酒店，但路氹一帶會成為未來幾年新型五星級酒店的主要產地，並引用以多功能酒店為主流，將非博彩業元素引入酒店整體設施內。

入境旅客較鍾情五星級酒店

今年六月酒店平均房價為澳門幣1,524元，按年升10.3%，而首6個月平均入住率則為86.5%。五星級酒店是獨領風騷，其入住率是眾酒店類別之最，縱然六月的平均房價為1,823元，雖按月下跌4.2%，但按年仍有8.3%的升幅，反映入境旅客(尤其是來自中國大陸)仍然較鍾情五星級酒店。

工務局公佈數據顯示，第二季施工中的酒店有18項，仍在審批中的酒店28項，合共46項，初步可提供約25,600個客房。在18項興建中酒店內，預期可供應約9,800個房，澳門半島9個項目會有1,000個客房，路氹城之5個項目約有7,600個客房及氹仔和路環之4個項目約1,200個客房。同期仍在審批中酒店以路氹城的5個項目約12,000個客房佔上約76%，是未來主要供應地。在劇烈競爭情況下，各大酒店營運商各出奇謀，紛紛引用特色設計構思，包括擴大會展/會議設施，着力打造特色客房類別，加重家庭/休閒旅遊成份、整體酒店主題以電影、外地風情等等背景，以吸納非博彩旅客為主要導向。

不過，在總入境旅客繼續上升之下，博彩收入和總零售收益(尤其高檔次商品)近月間不升反跌，並且有持續冷卻情形。根據統計局公佈，受博彩服務出口逆轉，按年跌0.5%影響，澳門第二季經濟增長放緩，本地生

產總值按年實質增長8.1%，較首季的12.4%下跌，已是2013年來六個季度中表現最差的。

為了體現中央對澳門的適度多元化總思路，特首於今年競選連任的政綱中強調了步向非博彩化的中長遠目標，做大做强非博彩的相關行業如酒店業、會展業、零售業及其他服務行業是唯一進路。酒店及會展等是相互拉動關係，興建新型酒店成為多種功能的群體將成自然產品。

回顧澳門酒店業發展歷史，大家會同意以往的豪華五星級酒店內含巨大娛樂場是成功的模式，但隨着高檔市場的飽和，未來的新型酒店會朝向那個方面走呢？

改變「偏中輕外」尋新商機

按澳門專業導遊協會指出，內地與外用遊客旅遊方式及需求有很大差異，內地人期望購物或到賭場，傾向觀摩現代化的大型娛樂場，但外國人等崇尚休閒式旅遊，多了解澳門舊城區文化、食用本地特色食品、觀賞大自然景色、採購具澳門特色的手工藝和設計產品。今天的澳門旅遊業發展已經「偏中輕外」，內地旅客未來增長幅度有限，但外國旅客則前景廣闊，而且增加澳門特色景色也可吸引旅客重來，這未嘗不是未來活路。

最近，澳門政府有意發展「民宿式」酒店，尤其是將舊式低層物業進行全面內部翻新，提供一些較便宜「深入住宅區」的另類酒店選擇。「民宿式」酒店提供住宿和早餐服務，業主更可親自煮做傳統葡萄牙午晚餐，可以吸引「背包一族」年輕人及想深入體驗本土文化的旅客，幫助推動「澳門文化、澳門出品」的文化產業。

會展業與酒店業是息息相關的。現在當地會展業仍處於起步階段，主要依賴政府金錢資助。相關會展組織人才不足，會展主題不夠明確，大部分會展規模較細，這會結合成本地未來發展會展業的重大阻礙。其實轉變以酒店提供合適場地，透過引入國際性會展組織公司，運用市場力量去扶助會展業應是較為有效的路路。

經過十五年高速經濟增長後，澳門未來會迎來更大經濟發展的挑戰。本地人口的工資水平已經經歷急速增長，本土土地資源被充分使用，本土人口差不多全民就業、大量輸入外勞未必政治上容易通過等或是明屆特首必須正視及理順的問題。博彩業出現飽和之後，開發其他行業包括酒店、會展、零售、保險業是必須的道路，但如果解決基層和管理人才不足是先決條件。

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。