

## 金融市場多變 復甦藏在其中

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

過去一個多月，金融市場上發生眾多變化，貫穿其中的，其實就是復甦程度的不同。各地央行態度有異，引發投資者各種預期，帶來資產價格有這樣的走勢。

可不是嗎？無論是歐洲央行決定更多貨幣政策的刺激，抑或美國退市步伐以至加息是否提早，說到底，離不開最實在的復甦進度。經濟復甦有進展的，可以考慮改變非常時期的非常手段，回復常態；相反，若復甦動力欠奉，則只有再加努力，別無他法。

### 美形勢掌握恰到好處

事實上，萬變不離其宗，由金融海嘯至今，真正關鍵的，就是危機當下要怎樣處理，危機過後要怎樣善後。能夠在危機後屹立不倒的，就是贏家。今次事件，最終贏家，看來非美國莫屬。

在適當的時候，做適當的事，得到適當的回應和效果。當日量寬，今日退市，他日加息，盡顯美國財金當局對於形勢的掌握，雖然未可防患於未然，但在所有人倒下之時，其能再度站起來，不可謂不強。

坦白說，量寬之為物，大家明白，迫不得已才有此策。歐洲有歷史包袱者，絕不肯輕易動用，結果錯失最佳時機。如今看來，真正用得對者，只有美國，日本用得太早又太濫，歐洲用得太遲

又太少，只有美國，剛剛好。

無論如何，投資者今天猜想的，不久之後便會是事實。提早加息之事，不難想像，難就難在具體時間如何。央行行長的言論不是太難猜中，畢竟如此龐大的政策改動，由非常時期回復到正常時期，身在其中，不是說說便行，更要有更多一點數據支持。故此，即使大家可能認為有不少證據已經存在，但從官僚的辦事方式，從決策者背負的責任，難怪要保守一點，多看一點，又再多看一點。總之，這個那個數據均不夠，盡可能要說服所有人，要有壓倒性的證據，才走這一步。

問題是，投資者有投資者的本領，往往不必按牌理出牌，亦不會等到見真章才出牌，牌與牌之間可以有生存空間。總之，不必理會最終如何，因為只有很少數人押注到最終，重點是一點與一點之間，怎樣押注，勝過身旁的其他人。

故此，當日前聯儲局主席伯南克甫提出可能在2013年底開始考慮退市，大家去年中便急不及待，務求快過其他人，對於防守性資產，沽之而後快。到了去年底，亦就是今年初，真正執行退市減量寬，這些資產卻又見底回升。

最近，市場上先行猜想提早加息，於是金股匯債商品，芸芸眾多資產，獨旺美元，但到了聯儲局議息，卻又來一着先行收慢，說是媒體收風準確，其實不必甚麼報道，正常投機者均會在重大宣布前，先行減倉。

## 人行將採多政策組合撐經濟

太平金融，太平証券（香港）研究部主管

陳羨明

內地經濟數據不如預期，放鬆貨幣政策呼聲四起。在當前及未來一段時期，內地依賴結構改革來支持長遠經濟增長，貨幣政策應保持穩健，過度刺激只能解決暫時的問題，無異於飲鴆止渴，不利結構調整。我們本周二在本欄題為《中央調控政策料續加強》一文，強調中央「調控政策會繼續加強，但調控的根本着眼點肯定是品質」。貨幣政策調控為達到發揮市場在價格形成和資源配置作用的目的，應向更加市場化的方向轉化。

### 市場料最終全面降準減息

隨着經濟不斷惡化，包括房地產庫存上升銷售下降、外商直接投資減少、財政收入增長減速，市場預料中央勢將推出更積極的寬鬆政策。繼前日有傳人民銀行近日將向五大行實施5,000億元人民幣3個月期常備借貸便利(SLF)操作後，例行周四進行的公開市場操作，昨日14天正回購操作中標利率又下調20基點至3.50%。但不少機構仍預期人行最終會全面降準減息。

8月工業增加值意外滑落至6.9%，經濟下行壓力加大，但今年以來就業較為樂觀，全年7.4%或更低一點仍然是可接受的增速水平。相反，根據以往經驗，強刺激之後經濟短期可以高速增長，卻往往導致產能過剩等問題。例如2009年以來，內地的槓桿率上升速度快，地方融資平台和房地產等部門槓桿率尤其明顯，如果過度鬆動貨幣政策，就可能繼續推高這些部門的槓桿率，加大未來金融風險的隱患。

當前內地經濟面臨困難，有些是宏觀調控政策能解決的，有些則依靠改革才能解決。因此，金融改革推

進的力度會繼續加強。貨幣政策則要和實體經濟良性互動，在保持總量穩定增長的同時，一方面推動產能過剩行業調整，另一方面定向支持薄弱環節和重點領域。

### SLF的確存在操作合理性

無疑，從目前的客觀環境看，SLF的確存在操作合理性。9月銀行流動性局部緊張，此舉可以平滑資金利率大幅波動。人行可通過SLF釋放短期流動性，平穩短期資金利率，進而啟動金融機構配置信貸的動力，力求降低實體融資成本。首先，SLF可以對沖外匯佔款缺口，可以平滑節假日取現壓力，以及緩解新股發行壓力。

但是，與定向寬鬆直接將基礎貨幣作用於實體則有所不同。雖然投放SLF令短期的流動性增多，但對長期利率的影響有限。目前實體融資需求偏弱，人行壓低流動性溢價但SLF釋放的流動性可能會更長時滯地停留在銀行間，不進入實體。

### 穩健推進利率市場化改革

內地正愈來愈依靠管理短期市場利率，以推進利率市場化改革。從降低實體經濟融資成本方面看，相比之下，由於公開市場正回購操作利率被普遍視為市場利率走勢的風向標，正回購利率更容易傳導至與實體經濟融資相關的長期利率，人行引導正回購利率下行意義大於向五大行SLF的注資。

內地金融市場的發展方向是由市場決定價格。現在利率市場化改革穩健推進，人行未來的政策組合拳很多，要堅守穩健的貨幣政策，同時預調微調、定向發力，支持經濟薄弱環節和結構調整重點領域。

## 美有望10月底完成退市

中銀香港經濟研究員

卓亮

美國聯儲局結束一連兩日貨幣政策會議，宣布繼續削減量化寬鬆規模，每月資產購買金額將從250億美元降至150億美元。如無意外，在10月底的議息會議後，聯儲局會結束量化寬鬆措施。

### 股市升勢面臨挑戰

會後聲明大致與上次相同，惟公開市場委員會成員對未來加息步伐的預期有所加快。2015年年底的聯邦基金利率預測中位數從1.125%升至1.375%，升幅剛好是四分一厘，顯示決策者認為明年加息的次數可能會增加一次。

## 美聯儲利率預期點陣圖的幻覺

路透社專欄作家

James Saft

美聯儲的利率預期點陣圖很像嬉皮士喜歡的那種老式視覺藝術海報，如果盯得太久，你會產生幻覺，看到表面並不存在的東西。

美聯儲周三公布的貨幣政策聲明，必須解讀為立場溫和，因為保留了「相當長時間」的措辭，這個詞在一些人看來，意思就是至少還要再等6個月才會升息（對於這樣的界定，美聯儲主席耶倫極力反駁，卻未具體解釋太多）。聯儲聲明還包括其他鴿派痕跡，其中值得注意的是聯儲承認「仍有大量閒置的勞力資源」，以及形容通縮持續「低於」聯儲目標的新字眼。然而，利率預期點陣圖，仍嚇到了一些擔心升息可能早於預期的投資者。所謂的點陣圖，就是美聯儲每位決策委員對未來利率預期的落點分佈圖。

鑒於明年美聯儲預定日程的安排，「相當長時間」或許意味著我們要等到6月才會看到加息。這很難與聯儲點陣圖對得上號，點陣圖顯示，美聯儲委員平均預期2015年底時利率料在1.27%，高於6月點陣圖的預期均值1.20%。由於聯邦基金利率目前位於0至0.25%的區間，如果6月開始升息，以每次0.25個百分點的幅度來算，美聯儲要平穩升息可有得忙了。

### FOMC內部存分歧

這與經濟增長放緩的環境，以及聯儲對2015年經濟好壞不一的預期也很難對上號。但就像往常一樣，點陣圖顯示的升息配置為先緩後急，比如新公布的2017年利率平均預期值料在3.54%。對於利率正常化承諾，總是令人半信半疑。畢竟，上個月美國通脹率出現了下降，且下降趨勢已經維持了一段時間。與此同時，就業創造雖說還過得去，但進程卻有起伏。

點陣圖或許只單純反映了聯邦公開市場委員會(FOMC)內部存

於2008年8月，聯儲局資產負債表規模約為9,000億美元，經過一系列量寬措施後，目前總資產規模已膨脹至逾4.4萬億美元，升幅接近4倍。量寬很可能在一個半月後結束，對資產價格走勢的影響不容忽視。在匯市方面，美國貨幣政策雖然仍相當寬鬆，但未來有望逐漸收緊，與歐元區及日本截然不同，支持美元匯價。惟股市的升勢將難免面臨挑戰。美股從2009年3月開始反彈，至今標普500指數升幅超過170%，期間走勢一直與聯儲局的資產負債表規模吻合。

由此判斷，由於美國退市並不代表減持資產，量寬結束未必會導致美股即使時下挫。然而，存量不變，但流量將劇減。新增流動性大幅收縮，很可能令股市失去繼續上升的動力。

在分歧；分歧在這次會議上的具體表現則是有兩位委員投下反對票。目前還沒有甚麼讓人覺得經濟已為強勁增長和正常化做好了準備，所以我們亦不應對此抱有期待。還要記住的是，市場的利率預期水平一直低於點陣圖。這種環境預計還會繼續。

美聯儲最大的問題在於，想同時做兩件也許彼此矛盾的事情：貨幣政策回歸「正常」，且最好是在下一次衰退來臨前完成；同時在勞動力市場略顯強勁下，通脹率要接近2%。

更具體地說，美聯儲需要有效讓市場為升息做好準備，儘管這次升息也許永遠也不會到來，至少在「相當長時期」內不會到來。

### 低利率正積聚泡沫

考慮一下美聯儲當前政策的代價，目前來看不算很高。別的不說，現在美國能夠承受強勢美元的影響，儘管低利率可能正在積聚泡沫，但和當前的麻煩相比，那些泡沫是未來的代價。

借貸成本目前處於低位，儘管近期略有上翹。許多投資人對美聯儲並不擔心。相反，金融市場的持續上揚外加上低通脹，讓他們死心塌地相信，美聯儲就算不能帶來全面的經濟繁榮和2%的通脹，至少亦會讓他們在金融市場上賺得盆滿鉢滿。

或許歸根究底這還是因為作為前瞻指引，「相當長時期」這個詞語完全要看環境。如果美聯儲開始發現通脹上升或就業市場突然有所表現，這個相當長時期就會立刻結束。聯儲絕不會拒升息，或拒絕維持低利率，尤其如果是實現就業和通脹雙重目標所需要，維持低利率的可能性更高。

因此，需要密切關注的是經濟預估，不必那麼看重利率預估；美聯儲對明年經濟預估已經沒那麼樂觀。目前而言，通脹率太低，就業市場亦太疲弱。後者正在緩慢改善，通脹卻積弱難振。除非你有理由認為那些狀況將發生改變，否則對升息的預期最好不要像點陣圖所暗示的那麼大。

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

繼市建局觀塘市中心項目迅速修改條件成功招標後，港鐵近日亦作類似做法，大圍站項目兩年前流標後，最新修訂招標條款，並於截收意向書後馬上推出招標。證明今時今日，這些大機構管理層均能夠順應市場環境變化，調整策略並迅速作出行動。

港鐵大圍站項目位於沙田新市鎮、大圍鐵路站旁，其位置優越。沙田本身是香港新市鎮的樞樞，各種各樣城市設施配套成熟齊備，內外交通網絡四通八達。此項目佔地面積52萬多方呎，可建樓面共約271.7萬方呎，當中包括約205萬方呎住宅及66.7萬方呎為商業及專上學院樓面。項目於前年推出時，獲批補地價為127億元，預計投資總額達290億元，由於資金門檻高，只收到3份入標，未達港鐵要求未能批出。

### 下調補價料可批出

雖然項目本身投資額龐大，但較早時候重推時收到23份意向書，除了發展商積極回應之外，較為意外的是以持有商場收租為主要業務的領匯亦表示對項目商場部分有興趣。因應近期市場趨勢，一手樓盤銷量相對去年有較佳表現，發展商較以前積極爭取發展項目。

有人認為財團入標意向書數量多，並不表示最終入標數量亦多，但今次港鐵的確在調整入標條件上花了很多心思，筆者料今次入標財團將會多於前次，成功批出的機會亦較大。首先，項目最新批出的地價為103.56億元，較前年下調約18%；另外，港鐵史無前例提供兩個方案供選擇，市場稱套餐A及套餐B，讓不同類型發展商均可考慮，中小型發展商可考慮合組財團競投。

### 組財團競投降風險

傳媒報道，今次不設入場費，發展商可選擇A餐，條件是全部支付103.56億元地價，並取得整個項目發展權；或B餐，即是由港鐵支付75億元地價，餘下28.56億元由發展商支付，但商場歸港鐵擁有。至於分紅方面，以未來單位銷售達成本（補地價加上建築費）的七成開始分紅，最低比例15%，隨後的分紅比例由發展商提出，為了更加有彈性，港鐵讓發展商可選擇A餐或B餐甚至同時參與兩種發展方式。

綜觀上述，對發展商來說，門檻降低了不少，當中尤以B餐，港鐵願意支付75億元，即是103.56億元的大約四分之三，顯示對項目的信心。假如發展商對住宅項目較有把握，可以選B餐，中小型發展商亦可合組財團入標，每一家合夥的發展商所承受的風險亦較細，這亦等同拆細項目。

無論如何，大圍站項目預計提供約2,900伙，每戶實用面積700餘方呎，假如成功批出，即是市場落實有這個數量的新增單位供應，有助舒緩市場供求的不平衡狀態。



港鐵積極修改條件為大圍站項目招標。圖為大圍站外觀。

資料圖片

## 移動支付 先發展贏未來

比富達證券（香港）高級策略研究員

何天仲

隨着互聯網和智能手機普及，市民購物和支付的方式發生巨大轉變，移動支付漸漸成為重要的支付方式。所謂移動支付，即是手機支付，用戶可以用移動終端（通常是手機或PDA）對所消費的商品和服務進行賬務支付的一種支付方式。相比傳統的支付方式，移動支付具備可移動、實時及簡單快捷等優點。筆者認為，移動支付正在塑造新的消費方式，贏得先機的公司有望贏得未來。

### 增長快競爭激烈

諮詢公司EnfoDesk（易觀分析）公布數據顯示，2013年內地移動支付的交易規模已經突破1.3萬億元（人民幣，下同），同比增速高達800%，發展速度驚人。中國是全球智能手機用戶最多的國家，預計今年智能手機用戶將會超過5億人，客戶群體巨大。同時，內地正在大力推行3G和4G網絡，亦為移動支付的發展創造了條件。全球來看，網購正在由PC端向移動端轉移，移動端消費進入高速增長期，移動支付作為其中不可缺少環節，發展潛力驚人。移動支付可以起到聯通支付閉環的作用，同時亦是O2O（Online-to-Offline）的重要組成部分，因此吸引眾多科網巨頭進入布局。形成支付閉環，可

以幫助科網企業減少競爭，提高客戶黏性，實現利潤最大化。蘋果公司（Apple）在本月初的發布會中發布了Apply Pay，正式宣布進軍移動支付市場。除此之外，Google亦擁有自己的移動支付軟件Google Wallet，騰訊（0700）有財付通，阿里巴巴擁有支付寶，移動支付市場競爭非常激烈。

### 安全程度待提升

一直以來，安全問題是阻礙移動支付發展的最大障礙。隨着科網巨頭先後進入，為移動支付帶來了許多創新技術，支付安全程度不斷提高，推動了移動支付的高速發展。不過，由於國際上沒有統一的安全標準，目前不少企業採取的保護方法相對簡易，整體安全程度不高。

蘋果採取的是NFC（近場通訊）技術，消費者只需要在iPhone 6、iPhone 6 Plus及Apple Watch中加上一個NFC芯片，就可以使用移動支付，安全便利。NFC技術是國際認可較為安全的技術，內地三大電訊商目前亦正積極推廣。不過由於NFC需要硬件支持，市場上支持NFC功能的僅有酷派、小米、三星及iPhone 6等部分智能手機，發展相對緩慢。不過筆者相信，Apple的加入有助推動NFC技術的發展和滲透，移動支付安全問題的解決只是時間問題，其發展前景仍然非常樂觀。

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。