資金回流美國 有利當地經濟

涂國彬
永豐金融集團研究部主管

自今年下半年起，美元反覆向上，美匯指數在不足3個月內上升了逾5%，上升速度甚快，其間美國債息亦由跌轉升，商品價格則出現大幅下跌的情況，資金流入美元的方向明顯。

在上周公布的聯儲局議息會議上，當局決定繼續縮減100億美元的資產購買規模，至僅餘下150億美元。另外，雖然在議息聲明中，「相當長的一段時間維持低息環境」的承諾依然存在，但同時間，14名聯儲局官員均認為將會於下年加息，至於對2015年年底的利率預期更從6月的1.125%上調至1.375%，2016年年底的預測更從2.5%升至2.875%。

支持加息的委員人數增加，上調利率預測意味聯儲局對貨幣政策的取態，已經漸漸轉向鷹派，畢竟隨着美國經濟的持續好轉以及以目前僅餘下150億美元資產購買規模計算，聯儲局最快會於下個月的議息會議宣布停止買債，因此當局對加息的態度逐步積極亦屬合理。

不過，美國經濟仍有起伏，美國第三季的GDP可能無法重現第二季高增長，最近美國經濟領先指標連續7個月上升，8月領先指標月增0.2%至103.8，不過，由於8月增幅稍低於預期，亦較6月及7月領先指標各月增長為0.7%與1.1%為低，意味着美國第三季經濟或會放緩。

事實上，聯儲局亦並非一面倒看好經濟，在最新的議息聲明中，當局將2015年GDP增長率預測由3%下調降至2.6%，至於6月時的聲明則將增長率預測從3.2%降至3%。

可見，量寬對美國經濟的刺激已成為歷史，在目前當地經濟仍未能恢復自我增長的情況下，同時，面對歐日中這些經濟大國亦因自身問題未能有足夠動力推動環球經濟，美國只能找方法吸引資金流入，令其在後量寬時代亦能支撐其經濟有較快速度的增長。

有助穩固美元地位

而美國加息，這將會吸引資金回流美國，只要息率上升的速度緩慢，並不一定會拖累國家經濟，而資金回流美國，亦更可保住美元的強勢地位，免受後起之秀如中國的威脅。

可以預期，市場對美國的加息預期只會愈來愈強，因此美元升勢在未來幾個月只會加強，難以扭轉這趨勢。而資金流入美國，這勢必削弱歐洲及日本量寬的效果。假如歐洲及日本在推出大量寬鬆措施後，經濟仍不見起色，這將會令這兩個地方陷入進退兩難，這將形成一個循環，資金亦加快流入美國，令其在經濟上跑贏其他地區。雖然這最後是否成真，仍然充滿大量不確定性，但美國加息，美元走強的大方向，已成不可逆轉的事實。

日圓跌浪將持續

曾慶璘
AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁

自2012年日本首相安倍晉三上任後，為了挽救日本經濟迷失二十年的困局，積極提出「三支箭」的刺激經濟方案，其中實行超寬鬆貨幣政策，有意壓低日圓求刺激出口及改善通脹。受量寬措施影響，日圓大幅貶值，美元對日圓匯率由2012年低位76攀升至2013年高位105。今年上半年，受到地緣政局不穩影響，日圓發揮了其傳統避險功能，導致日圓稍為回升，但美元對日圓匯率仍上企100水平之上。直至9月開始，日圓再展第二波跌浪，衝破去年低位至近日108水平(9月18日)，市場普遍預料日圓跌勢將持續。

QE3料結束 美元勢走強

是次跌浪主要由於市場預期美國很可能於10月結束買債及日本再加推量寬所致。 美國經濟持續向好，聯儲局自今年起開始有序減少買債 ，9月如市場預期進一步減少買債100億美元 ，如步伐持續，QE3有望於10月結束。美元走勢隨着美經濟復甦及買債規模逐漸減少而向好，而聯儲局在最新的政策會議中雖表示結束買債後，仍於「相當長一段時間內」維持現有利率，但對利率的預估較前期及市場為高，反映聯儲局的加息步伐可能加快，消息進一步帶動美元走強。

另一邊廂，日本與美國的經濟增長及貨幣政策出現背馳。受累於4月上調銷售稅，日本第二季GDP按年下滑7.1%，令市場大跌眼鏡，亦反映日本經濟仍相當脆弱。日本過去長期受通縮及低通脹問題拖累經濟增長，通過大規模的量寬後，通脹已見改善，7月的核心通脹率為3.3%，可是，撇除4月上調消費稅的影響，卻僅增1.3%，離官方目標的2%路途還遠。

面對如此的經濟狀況，惟有加強量寬力度才能鞏固日本經濟。日本央行行長黑田東彥近日表示，若日本仍未達到2%的通脹目標，將毫不遲疑進一步放寬貨幣政策，暗示加碼量寬可期。黑田東彥的言論令人想起與歐洲央行行長德拉吉那種「不惜一切代價」的態度不謀而合，與此同時，日本亦似受到歐央行早前推出負利率所啟發，首次以負收益率買入高達5,000億日圓短期國債，以持續為市場釋放資金。以上種種因素均令日圓受壓，同時受到美元強勢衝擊，日圓終展開新一輪跌浪。

展望後市，隨着美國經濟復甦持續及勞工市場逐步改善，加息步伐加快，預料美元上升勢頭不變。日本現時的通脹水平仍低，如未來月份仍沒改善，相信日本終會加推量寬，加上全球規模最大的日本政府退休金投資基金(GPIF)有意於將日本國債投資配置比例由60%降至約40%，並增加外國債券投資，如政策落實將進一步加速日圓貶值。因此，鑑於現時日圓欠缺利好因素支持下，進一步下跌比反彈的機會大，市場普遍預料美元兌日圓會短期觸及2008年海嘯前高位110，投資者拭目以待。

內房限購鬆 治標不治本

黎智凱
時富金融策略師

截至今年8月，多間內地房企的銷售目標超額完成，環比增長亦見強勁，內地房地產市場依然是中國經濟高增長的重要一環。但最近住房價格有全面下跌的趨勢，當中上月的數據顯示，在監測的70個大、中型城市中，就有68個城市的新房價格環比下跌。有見及此，內地限購令逐步放寬，現時全國只有6個城市有限購令，包括北京、上海、廣州、深圳、珠海及三亞，反映除了一線城市外，房地產市場需要更多需求以支持發展。但限購令這一着不禁令人擔心：中國房地產市場還是「遍地黃金」嗎？

樓價現水平未見支持

過多的供應是因為要長期維持高水平的國內生產總值增長，唯內地樓價在這個水平未見支持，問題自會浮現。房價下行的原因有二。第一，在樓市供過於求的情況下，減價是內地房企最直接的方法去刺激新盤銷售，要達到所要求的銷售目標。作為一個物業投資者，筆者會在一個樓價明朗的環境下置業，但若在可見將來會有大量單位以較低價賣出，那我為何要在現在購入？這個是一個非常矛盾的發展局面，筆者認為這個供需的隙縫會逐步浮現，樓價可能會向兩個極端發展。

另外，減價亦反映出內地房地產發展商套現資金的問題。內地住房庫存日增，現時住房庫存需要超過20個月才能消化，加上新盤不斷推出 (除非中國經濟發展方針改變，否則房企還是要繼續興建新項目吧)，內房必須同時銷售新建項目及庫存項目，就算限購令全面放寬，在供需鏈上貫徹實行亦十分困難。

住房庫存亦會加深房企在資金鏈的斷裂問題。發展商及建築商流動資金不足，使得建設或受拖延，進度不佳亦令房企無法向銀行融資，在這個惡性循環下，庫存套現想必是內地房企的首要工作。近日房企亦進行開源工作，現時中央允許房企以發債方式進行融資，有多間企業已經積極在港發行票據，數額不少，或可解決短期及中期資金需要，但長遠而言，財務成本的壓力將會增加。

要長期支持樓市發展，不只是供應上要充足，需求上亦需要一定的價格支持。內地在「金九銀十」前放寬限購令，無非是想在內房供應高峰期解凍房企的庫存，好讓房企可在合理價格下進行成交，一方面可用以將資金回籠最大化，另一方面亦可支持2014年全年銷售數字。但這個方法治標不治本，樓價下行及供求失衡的問題將會在逐步2015年重新出現，到時中國政府又會否有能力支持現時的樓價水平？房企在負債高築的情況下又如何繼續發展？

內地谷經濟避強刺激手段

陳美明
太平金控・太平証券(香港) 研究部主管

道指在聯儲局議息聲明後創出新高，內地經濟數據欠理想，上證指數則因中國人民銀行發放常設借貸便利（SLF）及下降回購利率上周連升3日，昨天才作調整。數據偏弱，相當程度是中央主動調控的結果，中央未憂經濟變壞，穩增長政策未見大幅轉向。

港股恒指上周二止連跌8個交易日，累瀉1,181點，上周五反彈升137點後，昨天又再下跌350點，未脫調整期。市場除憂美聯儲局或提前加息，亦因最近公布的上月內地經濟數據，如工業、電力、投資等主要經濟指標增速有所回落，內地經濟下行壓力增，若中央仍拒強刺激，如全面減息、減存款準備金率等救市，下半年經濟增長恐再進一步下跌。不過，中央卻不為所動。總理李克強於本月9日2014夏季達沃斯論壇上表明，7月、8月用電量、貨運量、貸款供應量有些波動，但經濟增長依然處在合理區間，不會採用強刺激手段催谷經濟。

上周人民銀行向五大行投放SLF的傳聞和下調正回購利率的消息引起了市場的廣泛關注，市場將此解讀為人行再次向市場傳遞寬鬆的信號。繼上周三傳人行將向五大行實施5,000億元人民幣3個月期SLF操作後，例行周四進行的公開市場操作，上周四的14天正回購操作中標利率又下調20基點至3.50%。然而，財政部部長樓繼偉日前出席20國集團（G20）財長和央行行長會議時表示，當前中國經濟總體上平穩增長經濟運行保持在合理區間，需面臨增速放緩的壓力，但1月至8月就業情況良好。在此情況下，政府的宏觀經濟政策將繼續着眼於綜合性目標，特別是保持就業增長和物價穩定，不會因為單個經濟指標的變化而做大的政策調整。有關言論再次打擊了市場對於中央大力放鬆政策的期望，恒指昨天再創出兩個月低點。

我們8月18日在本欄題為《內地穩增長政策取向不變》一文已指出，「我們認為，貨幣政策短期不會轉向，4月以來的一系列定向調控的穩增長微刺激政策需要繼續加強貫徹落實，政策的核心仍然是降低社會融資成本。」

管理短期利率 推市場化改革

其實，上周無論是調降正回購發行利率，還是SLF低利率投放，人行意在引導利率下行，從而降低社會融資成本。在貨幣政策框架轉型背景下，人行不降息而降正回購操作利率，估計其試圖在基準利率之外形成更為市場化的政策利率。正如我們本周二在本欄所述，「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。」

短期內，相信就算中央為防經濟進一步下行，再出招穩經濟，亦只會是具針對性的刺激措施，而非部分市場人士力倡的全面降準、減息，投資者要避免錯誤解讀中央釋出的訊號。因此，與其關注中央會否強刺激，不如掌握好中央的宏觀政策風向，關注中央會推哪些定向微刺激措施，哪些行業或股份更受惠，從而捕捉市場機會。

經濟因素擊倒蘇格蘭獨立

張宏業
山西省政協委員、特許測量師、中國房地產估價師 百家觀點

■蘇格蘭選民以一人一票方式決定留在大不列顛王國。 資料圖片

蘇格蘭地處英格蘭北方，人口約530萬(佔英國人口8.3%)，但土地面積約78,387平方公里，已佔上整個英國的三分之一，素來予人悠閒安逸的感覺。不過，今年夏季蘇格蘭地區顯得格外熱鬧。今年7月底，格拉斯哥市主辦英聯邦運動會，市政府特別斥資興建五哩長的環市公路，並吸引投資者興建約三百萬呎商業樓面。接踵而來的8月，首都城市愛丁堡主辦國際藝術節，吸引了大量遊客來臨這座蘇格蘭二大城市。但是更加重要的是9月18日蘇獨公投活動，蘇格蘭合資格選民以一人一票方式決定她還會留在大不列顛王國嗎？

蘇格蘭歷史上是一個獨立王國，並與英格蘭進行兩次獨立戰爭，1707年被英國合併為聯合王國。現任英女王的一半血統是來自蘇格蘭王族，有着密不可分的關係，作為大不列顛王國的「共主」，英女王有着精神上和憲制上的責任，她渴望維持現狀是可以理解，這也是英格蘭人民和英國朝野的共同願望。踏入2014年，蘇獨公投日子臨近，當地人民對獨立的意見出現大逆轉，由原來今年初只有約四分之一人贊成獨立大幅上升至近兩個月的超過40%，甚至一些民調更表示超過一半人民贊成，換來英國政府甚為不安，內閣成員以至在野政黨領導人物更同意統一立場而四出拉票促使蘇格蘭不會成功地獨立。

本土發展依賴英格蘭

根據蘇格蘭政府2013年出版的《蘇格蘭獨立指南概要》，當地主要經濟支柱行業是建築業、石油開採業及創意工業，而蘇格蘭威士忌出口去歐盟各國是該地主要外銷商品。但是蘇格蘭地區是全英國國防駐軍重地，尤其是海軍設施，其改變成為一個獨立王國對英國整體防務部署起了不少的未知數。另一個行業是金融業，但不容易被分開量化，因為如英國兩大銀行，包括萊斯及蘇格蘭皇家銀行，總部註冊於蘇格蘭，但主要業務源於英格蘭本土，在蘇格蘭本土僱用不少員工和擁有大量固定資產。如果蘇格蘭獨立於英國，她們已表明把總部遷往英格蘭，以保障銀行的借貸能力和減低銀行因轉變貨幣結算所帶來的經濟及政治風險。

另外是棘手的貨幣問題，究竟蘇格蘭會沿用英鎊，還是自行發鈔？雖然主獨的蘇格蘭政黨已表明會沿用英鎊，但換來是蘇格蘭的利率要跟隨英國，利率的調節未必因應當時當地的經濟實況。如果如蘇獨分子預料未來幾年蘇格蘭經濟增長會跑贏英國，則經濟政策的不協調情況只會愈趨嚴重，對當地發展不是好事。英倫銀行行長警告，蘇方若單方面使用英鎊將需龐大財政儲備，有研究把數字估算不少於400億英鎊，意味蘇格蘭避不過緊縮其他主要開支，財獨派倡議的更加完善的醫療、教育、社區服務系統不容易實行，還有可能差過留在英國的原有水平。

北海油田收入年年跌

蘇格蘭獨立的主要經濟來源是石油業，期望獨立後北海油田的稅收全數歸入蘇格蘭政府。不過如果仔細分析，當地石油業前景遇到不少挑戰。現在北海油田主要開採商是美國公司和歐美國家聯合公司，主權的易手會引發開採公司對政治風險的重新評估或會採取應變行動。《經濟學人》指出北海石油蘊藏量不斷下降(約三分之二已獲開採)，總稅收由2008/09年的124億英鎊的高峰降至2012/13年的65億英鎊，更被預測至2017/18年只有34億英鎊，是蘇格蘭主獨的民族黨樂觀的石油稅收預測不及一半。

再者蘇格蘭的蓬勃建築業資金有不少是來自英格蘭及外資企業，作為一個獨立於英國的王國幾乎可以肯定英國的資金會大幅減少。有着豐富的人文和旅遊資產，當地旅遊業為蘇格蘭創造了2013年的約9億財政收入，蘇獨行為會使英國遊客數目短期內大幅下降。如英格蘭本土一樣，蘇格蘭眾所著名大學也為當地經濟創造不少就業機會，現時整個英國報讀大學是採納一個共同電腦程式系統，蘇獨後會令當地大學脫離英主體而減少吸引力。

以上種種表明蘇格蘭獨立於英國是經濟上一個錯誤決定。可喜的是蘇格蘭人民最終決定仍留在英國內。蘇格蘭人明智的選擇必然會喚醒港獨分子及「佔中」一群，齊同心放下分歧，努力再做繁榮香港。本港政制發展只能建基於穩定經濟情況，且必須循序漸進。何不「先袋住」人大常委會定下的2017年普選特首的方案，當成功落實並運行順利後，再改革政制發展方是上上策。

阿里大股東軟庫估值困境

Una Galani
路透熱點透視專欄作家

■軟庫首席執行官孫正義(右)入股馬雲旗下阿里巴巴或是歷史上最成功的投資之一。 資料圖片

阿里巴巴首次公開發行(IPO)一路高歌猛進，也將市場注意力轉到日本企業巨頭軟庫(Softbank)的估值困境。在阿里巴巴成功於紐約上市後，軟庫持有的32%股份超越它的其他業務價值。9月22日早盤，軟銀股價下挫5%，提醒着人們這筆投資既是幸福又是包袱。

2000年，軟庫入股阿里巴巴2,000萬美元，可能是歷史上最成功的投資之一。按照阿里巴巴上市首日收盤價93.89美元，持股價值接近750億美元。不過，軟庫即使想要賣出，也無法以該價格出手。但是，即使打折20%，持股價值也達到約600億美元。

四大投資價值超越本業

孫正義的軟庫也持有其他大型上市公司股份，其中最重要的是美國移動運營商Sprint、互聯網門戶雅虎日本和在線遊戲開發商GungHo Online Entertainment。軟庫控股這些公司，持股市值共計約350億美元。加上阿里巴巴，軟庫的四大公開交易投資項目就超過該集團920億美元的市值。

券商Jefferies稱，這說明投資者認為軟庫有利可圖的日本電信業務價值不大甚至價值全無。該券商還指出，阿里巴巴只是軟庫1,300多項投資之一，而軟庫投資了眾多處於不同增長階段的互聯網企業。其中部分企業可能也會成為佼佼者。

擴張性入股 協同效應低

讓人擔憂的是，只要軟庫還維持這樣的擴張性投資策略，投資者就不太願意看好該集團的這些投資，原因是如阿里巴巴和軟庫其他業務之間並無太多明顯協同效應。軟庫此前曾為投資者提供了對阿里巴巴的間接投資方式，但他們現在可以直接購買後者股票了。

孫正義已經明確表示，他希望維持軟庫在阿里巴巴的持股。不同於雅虎，軟庫沒有在IPO賣出股份。但除非軟庫能找到簡化業務架構的方式，否則該集團的真正價值仍然讓人捉摸不清。

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。