

美明年加息幅度增 新興市場或再走資

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

聯儲局上星期議息後，基本上已經接近完成寬工作，只欠10月份停止買債150億美元便可。然而，市場對加息時間、速度與幅度不一，才令是次會議變得更加重要。惟主席耶倫似乎仍在賣關子，未有明確表明情況。但從會後聲明、聯儲局的點陣圖利率及耶倫會後的講話，可以反映一切。

美物價上升壓力不大

首先，會後聲明中對超低利率的看法，仍然維持「一段合適的時間」，意味聯儲局仍可能維持早前主席耶倫的講話，在停止買債的六個月後，才可能上調利率。另外，會後聲明維持對就業市場一定程度的關注，仍然維持對工資增長率及勞動參與率雙雙維持偏低的情況，感到不太滿意。另外，由於當日公布的8月份消費物價指數按月出現負增長，反映美國物價上升壓力不大。

聯儲局未來加息的路徑，對不少投資者產生了興趣。依目前情況看，是希望把加息的時間進一步延後才開始加息，但利率上升的時間及速度將會加快。為何聯儲局採取了相關的策略？1.反映聯儲局對美國經濟復甦仍有懷疑，更恐怕一旦之後經濟惡化，可能需要再度減息，令政策出現混亂。2.維持低息及容許通脹高於目標水平，可舒緩通脹較低及增長緩慢，對經濟帶來的壓力。聯儲局對加息採取這樣緩慢的態度，亦考慮到聯儲局的

資產負債表收縮速度的問題。若短期國債息率需要回升至2厘水平的話，聯儲局的資產負債表規模將需要大幅收縮。因此，聯儲局的退市將會非常漫長，而且態度不會太急進。

依目前情況看，美國經濟明年增長將較今年為高。較高的經濟增長預測，可望推升明年美股的企業盈利，推動美股向好。但目前在17,000點以上，未來美股的升勢，未必似自去年至今上半年的持續升勢，而可能出現反覆上升的情況。過去的研究顯示，當美國通脹在1%至3%時，美股的整體市盈率較高，但高通脹及通縮出現時，美股的估值仍隨之下降，反映溫和經濟增長是對美股最為有利的。

歐日經濟弱或需再放水

雖然美國收水已成必然之局，但歐洲及日本經濟非常疲弱，恐有再度放水的機會，令歐日央行的資產進一步增加。若歐洲央行最終大舉放水，預料對當地股市有利，而明年可能出現這個時機。始終美國開始收水的情況下，對新興市場帶來的壓力不容忽視。怎樣看指標，相信仍是兩大關鍵：兩亦問題經常及財政。可能較受影響的國家，例如是南非、巴西、印度、印尼及土耳其等。新興市場個別貨幣出現回落，或顯示部分資金流出新興市場。若美國加息的速度與幅度較預期快，可能令資金流出新興市場的情況增加。至於怎樣留意到？新興市場股匯債將會進一步的啟示。另外要注意的是金價可能受美元持續轉強的影響，將有機會跌穿1,200美元水平，而下個支持位在1,180美元。

海嘯事件證明 金融遊戲美國玩得好

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

年初至今，論金融市場主題，非提早加息的預期和美元強勢莫屬。事實上，全球一眾投資者，焦點都落在美國聯儲局主席耶倫身上，皆因其決定，影響重大，尤其當今之世，經歷金融海嘯後，有哪個經濟體系，可說是已經復元？

推量寬買時間 美股屢創新高

不錯，美國金融世界，一樣經歷危機，甚至百年老店倒閉，亦是人所皆知，但說起來，重點若不在絕對水平，而是相對水平，則經過連番加減，包括量寬再量寬的增加，到如今減買債退市的步伐一步一步來，稍後不久將來，踏入第四季，已是減買債最後一步，即使按耶倫早前所言，算準六個月差距，開始計其加息周期，未必很準，但很多人相信之下，預期的事，早已透過真金白銀，在債息上反映出來，在其他資產價格上，都反映出來，雖然聯邦基金利率，遠遠未到真正調升的日子。

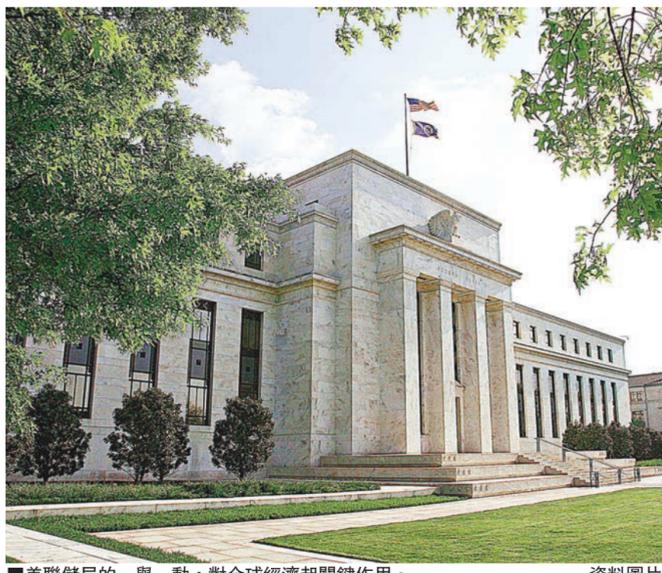
事實上，金融市場上，資產價格走勢，雖撇開非常短期的，可能被隨機因素左右的，若集中看中長期，其實反映的內容挺多。例如，金融海嘯後，隨着量寬推行，買時間，爭取空間去增加投資和消費，讓就業復甦，這些最終都反映在美股持續回穩，繼而向上，甚至屢創新高。

到了去年中，前主席伯南克一聲說可能退市，投資者震了一震，主要是幾年來的防守性工具，之前漲得特多的，都有調整，但到了今年初，真正退市開始，反過來，又有不同程度的回穩，主要原因，實拜經濟復甦，美國做得好之餘，其他各地，例如歐洲和日本，都不甚出色，如今尚要更多刺激，恐怕亦無甚功效，皆因錯過時機，即錯過一切，在合適的時間做合適的事，力要出在刀口上，才是有效。

全球實力排位美國繼續第一

無論如何，身處今次金融海嘯後，全球的實力排位，美國繼續是第一，而且把其他再地離遠一點，說穿了，就是金融遊戲玩得出色，上至美國聯儲局諸君，收放自如，明白非常時期，得用非常手段，特效藥要特別時間做，對症下藥才是；下至一眾投資者或投機客，深明炒作之道，對於全球各地資產價格，都不外乎是資金流向的總和，經濟政策也好，短期消息也好，都是可供借力打力的工具。能不佩服乎？

故此，若要看通局勢，多一件事要看，就是全球金融市場走勢，把它與各國政策，尤其美國的財金政策，以及該國局限去思考，自當明白透徹。



美聯儲局的一舉一動，對全球經濟起關鍵作用。

資料圖片

港府推地「追數」有道理

香港專業人士協會副主席及資深測量師 陳東岳

港府前日公布下季賣地計劃，預算可提供6,700伙住宅，本財政年度首三季的供應量可達16,800單位，約佔年度供應目標的九成，料今年度私樓供應達標。

新一季供應將依賴港鐵及市建局項目為主，當中前者的天榮站及日出康城共提供4,600伙，後者的海壇街項目提供850伙，兩者共佔新一季供應約80%。

增供應遏抑樓價乃治本之策

近期中小型住宅樓價創新高，但成交量持續低企，高成交價一方面是由於市場二手供應不多，另一方面現時入市者都是負擔能力較強人士。最治本之策遏抑樓價上升還是持續增加供應，令供求恢復平衡。發展局早已洞悉箇中道理，銳意尋覓可供住宅發展的土地，並按序推出市場以招標方式出售，發展成為私樓的新增供應。

按照長策會所訂下的目標10年需求47萬單位，當中40%為私樓，即是每年平均需求約18,800伙。港府各相關部門已互相協調，為達成這個目標而共同努力。今次公布賣地計劃後，有評論指是港府「追數」急推地，筆者對此不作否定，但認同港府有必要這樣做，而且要持之以恆，繼續「追」到夠為止，否則一旦缺口打開，累積數量愈大愈難追回。房屋供應不能只靠政府推地，半政府機構如

港鐵、市建局及房協等亦肩負一定責任，彼此配合推項目時間，以達致上述建屋年度目標。第三季推地側重「一鐵一局」，當中尤以港鐵佔較大比重。較為矚目的是曾試過流標的港鐵天榮站項目，再推能否成功標售，是整季能否達標的關鍵。較早前市建局觀塘市中心項目修訂條件重推成功，繼後港鐵大圍站也引入A、B餐發展商選擇，初步獲得積極反應，相信有關當局已找到解決「流標」的答案，首先港府評估地價會否因應市場變化包括建築費攀升而作出調整；其次是降低龐大項目的風險，當中包括拆細項目、入場費設限以及一些市場稱為「減辣」的技術上修訂，比如允許改細單位及延長一些指定建築物的完成期限等。

招標條款增彈性減流標風險

萬變不離其宗，假如能夠吸引更多發展商參與競投，愈有機會做到較好標價而成功批出機會愈大。天榮站項目能否成功標出，將視乎招標條件有哪些修訂，包括針對項目本身的情況而作出的調整。

今次新一季批地包括一幅葵涌工業地，這是14年來所末見，發展局陳茂波局長指這是回應業界要求，有本地商家考慮把高增值項目回流本港，筆者亦樂觀其成，假如成功標售，顯示香港有機會獲得新增工作崗位，如果趨勢持續，這將扭轉當年工廠工序北移對從業員所造成的負面影響。對市場及業界來講，葵涌工業地所做的成交價亦是久違了的工業地地價市場指標。

香港通脹壓力繼續放緩

中銀香港經濟研究員 卓亮

政府前日公布的綜合消費物價指數顯示，2014年8月份整體消費物價與一年前同月比較，上升3.9%，較7月份的4.0%升幅稍低。剔除所有政府一次性紓困措施的影響，綜合消費物價指數在2014年8月份的按年升幅（基本通脹率）為3.2%，亦較7月（3.3%）稍低。政府發言人將通脹進一步放緩歸因於旅遊費用跌幅擴大及租金成本壓力減退。

由於整體消費物價變化相對波動，基本通脹率較能反映價格趨勢。8月份3.2%的基本通脹率為19個月以來低位，是2013年1月至今最慢的增速。回顧近年走勢，基本通脹率在2010年1月為零，之後不斷攀升，於2012年1月升至6.7%，其後則反覆下跌。

值得注意的是，有跡象顯示通脹主要来自服務業。從零售銷售的價值與數量同比變化可以看到，自2012年第四季開始，兩者的差距相當小。換言之，零售商品的價格在最近兩年變化並不顯著。由此推斷，香港近期整體物價的波動主要受服務業價格影響。

內地電視企業轉型求發展

比富達證券(香港)高級策略研究員 何天仲

近年內地互聯網行業發展迅速，不斷衝擊甚至顛覆其它傳統行業，電視業是其中之一。近年互聯網電視(OTT TV)成為電視業的攪局者，因其可跳過傳統電視營運商，直接為用戶提供各種節目和服務。不過，隨着近期中國廣電總局開始整頓互聯網電視市場，叫停了眾多視頻APPs，傳統電視企業迎來了難得的追趕機會。筆者認為，內地電視數字化進程幾近結束，行業未來發展將會趨向互聯網化，提前轉型及部署的公司值得關注。

用戶及ARPU增長停滯

據中國廣電總局公布數據顯示，2013年內地廣播和電視行業的總收入達約3,735億元(人民幣，下同)，按年增長14.26%。雖然廣電行業仍保持一定增速，但行業ARPU(Average Revenue Per User, 每用戶平均收入)及用戶增長均面臨停滯，行業發展瓶頸或已到來。2013年底內地有線電視用戶數已經達到2.29億戶，但用戶增長率已經進入個位數水平；2013年行業ARPU為191元，同比增速僅為0.74%。

內地傳統電視業發展之所以陷入停滯，一方面是內地自2003年開始的電視數字化整轉已經接近結束，有線電視用

戶覆蓋率已接近飽和，市場發展空間不斷收窄。令一方面，互聯網電視以豐富的節目及靈活的收看方式迅速佔領市場，對傳統電視業ARPU造成擠壓。此外，近年家庭電腦及智能手機迅速普及，也改變了許多電視用戶的生活習慣，電視在人們日常生活中的使用頻率有所下降。

多政策扶持 轉型可期

儘管互聯網電視發展勢頭咄咄逼人，傳統電視企業仍擁有巨大的競爭優勢。首先是傳統電視公司擁有龐大的用戶人群，且流失率低。其次，內地電視公司與電訊商向來合作緊密，電視公司取得額外寬帶收入的時候，也具備迅速發展自身互聯網電視和平台的條件。另外，國家政策鼓勵通過「融合發展」、「建成幾家」綜合性傳媒集團，隨着政府逐步加強對互聯網電視的規管，傳統電視企業有望從後趕上。

電視公司互聯網化將會對自身及其他相關行業帶來顯著影響。首先是廣告的形式和平台將會更加多元化，電視公司的廣告收入有望取得進一步提升。其次電視節目將會更加多樣化，節目質素也會提高，在線視頻、點播、高清電影及遊戲等業務將會成為行業未來盈利的主要增長點。筆者認為，內地電視市場仍有較大的發展空間，已經開始佈局和轉型的電視公司有望突圍而出，投資者值得關注。

馬雲與巴菲特：兩種致富之道

路透社專欄作家 James Saft

馬雲和巴菲特在金融領域代表了兩種重要又截然不同的生意。一個是賣「彩票」，另一個是賣保險。

馬雲創辦的阿里巴巴上週完成了史上最大首次公開上市(IPO)，這或許可以稱之為史上最成功的「彩票」，至少從彩票的賣方立場來看。

但我的意思並不只是說阿里巴巴被炒作得過熱。阿里巴巴的上市，以及整個IPO市場而言，具體和技術上都是一種彩票，而且他們之所以這樣設計，是因為市場瘋狂追捧所致。

阿里股票狂熱似買「彩票」

與之形成對比的是巴菲特，巴菲特是靠賣保險致富，保險有點像是彩票的相反；保險不會給你致富的微小機會，它給你的只是降低變窮的機率。

IPO和保險，這兩種產品本質上就是要錯價(mis-priced)，正因為錯價，IPO和保險才能這麼興盛。當我提到錯價的時候，我所指的，並非「所有生意都必須賺到合理利潤否則無法繼續」這個現實，而是這種錯價為賣方帶來極大的不合理利潤，與提供給買方的好處不成比例。

「實際證據非常清楚：在各式各樣的投資條件下，賣保險及賣彩票提供了正面長期回報。相反，購買巨災保險及持有像彩票一樣的投機性投資工具，長期回報表現卻很差。因此，承受微小風險，往往得到豐厚回報，而承受巨大風險則不然。」AQR資本管理執行董事Antti Ilmanen在2012年一項相關現象調查中寫道，這份調查刊載於金融分析師期刊。

其中的核心概念叫做「偏態(skewness)」。偏態是用來評估結果不對稱的程度，以投資而言，也就是回報不對稱的程度。

彩票具有正偏態，因為雖然多數彩票的結果是賠錢，但少數彩票買主會得到巨額獎金致富。另一方面，賣保險的業者則接受發生極端事件，必須進行巨額賠付的機率，但這麼做能換來穩定的小額回報。

「彩票型」IPO回報多損手

有些投資看起來像樂透彩票，小型成長股與IPO新股就是兩個絕佳的例子。儘管少數小型成長股表現強勁，但達特茅斯學院教授Kenneth French的數據顯示，1926年-2011年間，這類股票表現不及其他五種主要類型股票，例如，一年落後小型價值股表現的幅度將近6個百分點之多。

2012年另一項研究發現，就像阿里巴巴

這樣，被預期很有機會提供彩票股投資回報的IPO新股，上市後的1-5年間出現異常負值投資回報。

對於投資者為何鍾愛樂透式的投資，有一些不同理論，但一個明顯的可能就是以小博大的想法，令人很容易深陷其中。只要看看每次彩金累積到新高，街角排隊買彩票的人龍，就不難理解。

部分也可能是因為風險/報酬的決定已經交給委任的資產經理人，而這些經理人所重視的又是不同的一套。既然大家都愛樂透，基金經理人也樂得投其所好，持有阿里巴巴或其他熱門個股，美化自己的基金。

出於恐懼買保險願付高價

以巴菲特而言，賣保險的成功關鍵，比較不在於以小博大的希望，更多是出於恐懼，而恐懼往往也會被高估價格。投資人以及他們的基金經理人，有非常充分的理由，不希望市場崩盤或任何其他黑天鵝事件發生時，受到拖累而虧損慘重，因而願意支付高價保險費，減少這種可能性。

一些偶爾失效但常有穩定表現的策略，像是外匯利差交易與合併套利，所呈現的長期正向報酬往往高於一般股票風險溢酬。當然它們也有一敗塗地的可能性，尤其是考慮到至少在金融市場上經常是禍不單行。

另外，也要記得，巴菲特賣得極好的保險，不光是只有車險或房屋險之類的，他歷來多次的注資行動也是一種保險，就像2008年金融危機時，他對高盛注資50億美元的那次。

沒人知道高盛是否能撐過來，正如沒人知道加州下次何時發生大地震。

所以，保險很貴，因為很難決定價格，而彩票也很貴，因為每個人都愛做夢。



阿里巴巴在美國成功上市，造就馬雲財富水漲船高。 資料圖片