

## 憧憬提早加息 市場真的對嗎？

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

近日，美元大漲，各式資產價格跌得急。九月份可以說是近年又一次財富大轉移，月底美匯指數衝上近期高位，金股匯商品不同領域，無不受壓，而踏入十月，美元升值速度暫時受控，美匯指數暫時在86關口停下來，連續好幾天回落。但誰也說不準，究竟這只是暫時緩和，抑或是轉向的開始。

無論如何，金融市場時常都有類似情況，大起大落，狂升暴跌，絕非奇事。有趣的卻是，參考過往經驗，可能有點鑑古而知今的機會。

去年中，當時的美國聯儲局主席伯南克預告，在去年底退市可能出現，投資者早已在炒作退市，去年五月起，受着退市因素的影響，幾乎所有防守性資產，包括國債或企業債，甚至公用股或房託，全球各地，都是一片的下跌，當然連帶股市，也有影響，管他防守不防守，總之便是跌。

### 買債尾聲 債市回穩

然而，到今年初開始，真的要為量寬退市，開始減買債，按每次聯儲局議息會期的時刻，逐次減買債100億美元，投資者反而不再炒作，債市年初便開始回穩。

如果類似情況重演，則不難想像，投資者大可以繼續炒作，憧憬加息提早，一直到聯儲局真的有行動，減完所有量寬額度後，直到第一次加息，才真的放慢腳步，不再炒

作美元向上。

誠然，以上次經驗看，最急速的下滑，只是一個月之間的事，就在去年5至6月完成，如今看來，今年9月的情況，也有點異曲同工之妙。

不過，值得注意的是，最新的聯儲局議息會議記錄顯示，局方認為，外間對於提早加息一事的炒作，已經是過度解讀，太過對號入座了。

是的，一切未必如此篤定，何以投資者卻勇往直前，單邊方向，如此信心滿滿的呢？最大可能是，投資者知道，要發生的事，總要發生，分別只在遲或早，但這個未必完全是聯儲局控制到。

### 投資者押注 非短息主導

一來，正如聯儲局現任主席耶倫多番強調，她需要更多數據，不會單單滿足於人所共知的通脹率或失業率。其實說起來，她需要更多時間和資料，才可以說服更多的人，這是由非常時期非常手段，轉移至正常時期正常手段的必然經過。二來，隨着投資者押注，市價反映的訊息，早已不再是聯邦基金利率所主導的短債孳息率，投資者自有本身看法，對錯也好，押注者都冒上風險，反而更準確。

無論如何，投資市場上，資產價格變動的速度，一般快於所反映事件的發生，而透過真金白銀的押注，不同投資者擁有的個別資訊，可以漸漸以至最終反映在價格上，大家縱有不同意見，不必共識，但最終總有平衡點，這處無關乎對或錯，雖然人人最終都有輸或贏。

## 內地穩增長 市場風險溢價降

太平金融、太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

經濟減速暫穩，改革預期再臨。國慶長假期間，政府出台地產政策與地方債管理意見，總理李克強前天提出六大舉措，年內在水利、環保、信息網絡等領域再開展一批重大項目，以及好好利用財政貨幣政策，適當時候適當運用定向舉措，有助規避系統性風險，穩定經濟預期，降低市場的風險溢價。經濟仍維持窄幅區間波動。9月中採製造業PMI仍為51.1%，但季調後資料則小幅回落，表明季節性因素對PMI水準有一定的影響。同時非製造業PMI回落至8個月低點54，勢頭偏弱但仍處於擴張中。從製造業PMI新訂單指數繼續下滑、出口訂單指數略微提升可以看出，內需放緩是拖累經濟增長的主因，而內需放緩的主因則是地產市場的持續下滑，銷量持續萎縮。

### 全面「放水」機會不大

整體上看，由於政府對經濟下行容忍度加大，年內全面寬鬆刺激可能性仍有限。總理李克強於9月9日2014夏季達沃斯論壇上表明，經濟增長依然處在合理區間，不會採用強烈刺激手段催谷經濟。有關言論進一步印證了我們的觀點。

我們一直關注貨幣傳導機制能否降低實體融資成本。目前政府正試圖採用二種方式降低利率：一是下調正回購招標利率；二是通過行政方式引導商業銀行降低首套房等優質信貸資產的利率。在我們看來，隨着利率市場化的推進，回購利率更為有效。9月18日，人行進行的公開市場操作中，14天正回購操作中標利率下調20基點至3.5%。人行正密切關注5,000億SLF與引導利率下行對經濟的實際作用。

9月30日，人行和銀監會的新政重申了利率下限為基準利率0.7倍。一方面，托底房地產行業不會出現斷崖式下跌，有助刺激信用、緩解短期經濟快速下行的壓力。另一方面，新政同時再次強調鼓勵銀行業金融機構通過發行住房抵押貸款支持證券（MBS）、期限較長的專項金融債券等多種措施籌集資金用於增加房產貸款投放。

政府通過各種金融創新，讓市場自發調節起主導作用，將建立起房地產市場長期健康發展

的基石。

### 冀讓市場自發調節

不過，房地產行業是基礎產業而非政府刺激經濟增長的核心，房地產市場下行調整格局難以改變。我們關注利率市場化下，銀行對資金的收益越來越看重，房貸利率能否真正下降。

10月2日，政府發布《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》，結合9月份新《預算法》的修正，以及財政部發佈的《關於推廣運用政府和社會資本合作模式有關問題的通知》等政策，完善新的政府信用體制，地方政府市場化、透明化融資，逐步解決地方政府財政收支的不匹配，最終消化存量地方政府債務，並使其走上可持續道路。打破潛在的部分剛性兌付，進一步引導經濟整體的無風險利率水平降低。

全球各國基本面向貨幣政策前景的異同構成了近期美元持續上行的基礎。美國9月就業市場等經濟指標表現強勁，而歐洲經濟領先指標PMI則顯著回落，大部分新興市場近期經濟也較為疲軟，反映出全球經濟復蘇的顯著差異。歐日繼續寬鬆，美聯儲的利率上行信號更為清晰。

美元進一步攀升，全球資產出現重估。資本流動，高估值且基本面弱的新興市場資產面臨調整壓力。美元攀升加上需求疲軟，繼續利淡商品與貴金屬；但對內地整體市場而言，由於資本帳戶尚未完全放開，經濟的穩定與改革繼續前行，全球資本流動和匯率變動對內地資產價格的影響有限。

雖然「佔中」衝擊了市場情緒，引發短期風險溢價上升和市場波動，截至上周三止過去一周中國內地與香港股市再度出現資金流出，規模達2.12億美元。儘管短期內市場仍可能繼續波動，但總體而言，決定股市長期走勢的基本因素並沒有出現明顯變化。

在股市風險溢價大幅攀升，市場大幅調整後，MSCI中國指數的12個月動態市盈率目前已降至8.9倍的較低水平，我們認為進一步下行的空間有限。總理李克強現正部署六大「定向」舉措，中央政府穩增長，以及防止經濟出現系統性風險的決心和能力不容低估。10月滬港通即將開通，四中全會即將召開，改革的正面催化劑將進一步降低市場的風險溢價。

## 油價波動下對全球經濟的影響

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

國際貨幣基金組織本星期下調了環球今明兩年經濟增長預測，主要是因為歐洲、日本以至新興市場經濟出現停滯不前的情況。環顧全球金融市場近期的情況，亦可以看到新興市場及商品價格持續下跌。當中，俄羅斯的情況最受投資者關注。另外，油價持續下跌之際，沙特阿拉伯卻突然打減價戰。究竟對環球市場有何啟示，以及往後的走勢將會怎樣發展？

### 歐洲復甦動力仍弱

環球經濟雖然持續復甦，但主要是美國方面推動為主。惟美國經濟復甦並非全無隱憂，特別是工資升幅仍未明顯，以及勞動力參與率仍然偏低的情況。但歐洲經濟仍然值得投資者憂慮，歐洲自2010年開始爆發歐債危機後，經濟復甦的動力仍然相當疲弱。今年以來，受到烏克蘭政局影響，與俄羅斯的關係惡化，雙方更宣布互相貿易制裁，令投資者憂慮俄羅斯可能暫停向歐洲提供石油及天然氣。目前，歐洲的石油及天然氣供應中，有三分之一是來自俄羅斯。

環球能源的產量分佈方面，目前出口的石油的主要國家中，以中東為主。俄羅斯亦是全球主要出口石油及天然氣的國家。另外，美國近年大量開發頁岩氣及頁岩油，亦令本土產量大增，並且接近達到自給自足的情況。歐洲方

面，以往能夠提供較多石油的北海油田，已經出現產量下降的情況，反映北海油田的產量已經過了高峰期。

由於供應量充裕，與及需求較預期疲弱，令全球最大石油出口國沙特阿拉伯的國家石油公司Saudi Aramco於本月1日開始，對所有出口石油產品減價。當中，對亞洲出口價格降至2008年以來最低水平。沙特作為油組內最重要的成員國，竟然推出打減價戰的策略，而非以減產應對石油供應過剩的情況，值得投資者深究其原因。

### 沙特打減價戰為「搶客」

表面上，沙特打減價戰是因為在亞洲區的市場份額被侵蝕，近年委內瑞拉及哥倫比亞等南美國家，近期對亞洲原油出口大幅增加。另外，伊朗及伊拉克亦增加石油出口，令國際市場的石油供應量亦見增長。其實，自金融海嘯後，沙特曾提出多次減產，以阻止油價下跌。

海灣國家計劃於今年年底前，維持石油產量於每日960萬桶，而8月份油組的減產幅度，是二十個月以來最大。若油價進一步下跌，可能令美國頁岩油的生產商需要減產，主因頁岩油的生產成本價格較高，而油價已經逐步降至生產成本價。

若油價持續下跌，似乎對俄羅斯的經濟影響較大。因此，若俄羅斯向中國及其他國家提供能源，或可舒緩對其經濟的影響。另外，投資者亦要留意烏克蘭危機能否緩和，從而有利當地經濟。能源價格持續低企，將令美國通脹升勢壓力減輕，以及可以壓低生產成本，促進經濟復甦。

# 「佔中」久拖 樓市添變數

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

「佔中」行動自9月28日開始，持續多天，主要交通幹道受到阻塞，多個商業區被癱瘓，社會民生受到打擊，受影響行業遍及零售、餐飲、運輸、物流、旅遊、保險等。來自各區市民包括經營者及從業員的反對聲音愈來愈大，抗爭搞手應該適可而止，為伸張政治理念而長期損害大眾利益，是本末倒置。曠日持久，所造成經濟民生損失愈來愈大，必然得不到廣大民意支持。

近期無論在甚麼場合，不論碰到甚麼人，都問筆者同一問題，「佔中」對樓價有何影響？筆者都趁機會反問他們的看法，藉以做一個迷你的民意測驗，今天借本文跟大家做一個初步分析。

對於已置業人士來說，房地產都是他或她的最重大資產，而且可以說，絕大部分業主的置業過程，都經過畢生努力先儲足首期，再向銀行作最長可達30年逐月供款還按揭貸款，很多人供完按揭之時，已屆退休年齡。能夠成功供滿所住那一間屋，是一項成就，對小業主來說樓價穩定跟生活穩定基本上同等重要。

表面看來，「佔中」行動影響最直接的是道路使用者和在受堵塞區域的營業者，但其實，更影響大家的是信心問題，對普羅已置業家庭，最焦慮的問題是：樓價會唔會跌？如果跌，跌幾多？「佔中」示威人士以年輕人居多，絕大部分未有機會經歷父母當年節衣縮食供樓兼捱大仔女的苦況，於是就在應否參與「佔中」這個話題上，已足以引發出兩代意見分歧甚至家庭糾紛。

### 觀望氣氛濃 買家卻步

就短短過去十天的情況觀察，房地產市場表現可算平靜，一手市場新盤開售避重就輕，在售中的樓盤繼續進行，部分未及開售樓盤或會押後，靜待事態發展，再作部署。二手市場方面，預約看樓及成交數字均受拖累，原因很易理解，在政治局勢不定時，任何人作重大投資決定都會作反覆考慮，憂慮假如樓價下跌，應否在跌定才入市呢？

### 關注銀行資產質素下調

至於樓價方面，暫時尚見企穩，未見任何割價拋售，證明香港人現時都很理智。但長遠來說，還是要觀察事態發展，才能進一步評論。筆者不希望見到「佔中」行動久拖不決，因為拖延時間一拉長，可能出現的變數更多，比如旅遊零售數據。而對於經濟的負面影響，銀行在政局不定的時候，或會收緊甚至暫停信貸（包括房貸）服務，做生意的都靠物業取得信貸，樓價下調會做成銀行資產質素下調，收緊甚至停止信貸則會令企業經營困難，收縮規模及裁員。拖得愈長，愈有機會對香港造成結構性損害。

還望示威人士作理性分析，不要作長期無謂非法抗爭，整體社會已因為他們強佔交通要道而付出代價，他們要抒發理想目的已達，是時候收手，以免對香港造成不可挽救的更大損害。



■「佔中」行動已持續多天，在政治局勢不定時，任何人作重大投資決定都會作反覆考慮，也令樓市去向增添變數。圖為香港住宅大廈。 資料圖片

## 國策支持 煤炭業或弱勢反彈

比富達證券（香港）高級策略研究員

何天仲

煤炭在內地一度被視為「黑色黃金」，但近年光環不再。由於開採過度，內地煤炭產能嚴重過剩，導致煤價持續走低，不少煤炭企業都出現虧損經營狀況，整體行業處於寒冬時期。不過今年下半年以來，國家發改委先後召開十多次煤炭行業脫困會議，並出臺政策限制煤炭供給數量，以提升煤炭質量及價格。筆者認為，儘管下半年內地工業用煤的需求仍然疲弱，但冬季火電需求上升有望刺激煤價反彈，再加上有國策護航，煤炭行業或可迎來弱勢反彈。

### 政策支持力度大 數據好轉

近期國家發改委出台的政策主要集中在「控制煤炭總量、淘汰落後產能、減輕企業負擔、規範煤炭進口、建立煤礦退出機制、調整完善企業考核機制、加大金融支援」等方面。控制產量方面，中國神華（1088）、中煤能源（1898）等行業龍頭都先後表示將下半年的煤炭產量縮減10%-20%，減幅顯著。限制進口方面，今年目標是全年煤炭進口量減少5000萬至1億噸左右，主要在四季度落實。這些措施短期內可以有效抑制煤炭供給數量，增加煤價上升動力。

受政策提振，8月份以來煤炭進口、庫存及價格等指標均有所改善。8月份全國煤炭進口數量環比下降了18.1%至1,886萬噸，主要港口的煤存量也同比下降了8.3%。動力煤價格在8月份下降10元/噸之後，9月份開始出現企穩微升跡象。同時，9月份秦皇島5,500大卡動力煤指數已經穩定在482/噸水平，較8月末微漲5元/噸。政策提振效果雖然明顯，但筆者憂慮，行政手段抑制煤炭供給的方式對煤價提振的時效性較短，惟有實質需求上升才能為煤價帶來實質性支撐。

### 電力用煤需求升 支撐煤價

儘管目前內地工業用煤需求持續疲弱，但電力用煤即將迎來需求旺季。中國電力行業耗煤量季節性規律明顯，四季度歷來都是發電需求旺季，也即是煤炭需求旺季。目前火力發電佔內地總發電量比重超過七成，煤炭雖然不是清潔能源，但仍然是不可替代的最主要的發電燃料，電力用煤需求上升是煤價回穩的最大動力。

筆者認為，雖然煤炭行業短期內有望出現反彈，但反彈力度有限，持續時間也難長久。長期來看煤炭業供過於求問題仍有待解決，行業整合勢在必行。其中，龍頭煤企享有技術、資金及政策等各方面優勢，有較大機會成為行業整合的贏家，投資者值得留意。

## 德癡迷削支出 不撞南牆不回頭

路透社點透視專欄撰稿人

Olaf Storbeck

熱點透視

德國正慢慢醒轉，開始認識到經濟復甦可能受挫的嚴峻現實。但總理默克爾的經濟政策可能依然我行我素：在國內和歐洲進行財政整固是她的優先事項。德國選民對節節節節的癡迷，遠遠超過對可能再發生經濟低迷的擔憂。除非爆發全面的就業危機，才可能促使柏林對政策路線做出根本性改變，但目前發生這種狀況的可能性不大。

### 企業景氣持續不振

德國經濟繼在第一季實現增長之後，第二季國內生產總值(GDP)萎縮0.2%。此後公布的一系列經濟數據意外低迷，已經動搖了這只是短暫異常現象的希望。8月新訂單和工業生產的下降速度均創下五年多來最快。判斷未來3-6個月GDP增長狀況的可靠指標——9月IFO企業景氣判斷指數連續第五個月下降，這預示經濟將持續低迷。

但別以為默克爾會對此很快做出反應。默克爾把迫

求預算平衡作為剩餘任期內的優先事項，已經使自己沒有其他的選擇餘地。她對2015年預算沒有增加新的負債引以為豪，這是1969年以來的首次。她與社會民主黨人的執政聯盟已經承諾未來要再創佳績。

但默克爾也非常聰明，沒有在經濟低迷之際支持進一步削減支出。但也別期望太高，能不犯下順景氣循環的大錯已經很難得。她不是那種能主動擴大公共支出來應對經濟放緩的領導人，因為這將與政府先前的承諾自相矛盾，而且與德國對經濟政策的普遍共識相對立。德國人普遍接受的一種錯誤看法認為，凱恩斯的經濟政策是不起作用的。當前的問題頂多讓默克爾更願意接受法國和德國民眾要求增加財政靈活性的呼聲，以換取實施真正的改革。

倘若德國真的面臨一場全面爆發的就業危機，或許能讓政府對長期以來的政策進行徹底反思。但目前還沒有出現這種狀況的跡象。儘管失業率已經不再下降，但就業人數上升至紀錄水平。即便2014年下半年經濟表現令人失望，仍需要半年時間經濟增長疲弱的影響才會傳達到就業市場。默克爾仍有很長時間繼續執行受到誤導的反赤字政策。

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。