

經濟憂慮 引發全球跌市

太平金控·太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

全球經濟疲弱，復甦緩慢，市場對全球經濟增長的疑慮持續增強，引發全球主要股市的調整。

全球PMI略下降，擴張趨勢放緩。全球9月製造業PMI為52.2，雖仍然保持擴張趨勢，但相對於8月的52.6繼續回檔，出現了連續3個月的下滑。主要經濟體中，美國製造業相對於上月只是略有回檔，仍然較為出色。不過，美國數據的微調對全球PMI的影響不小，是本月全球數據下滑的重要因素，其次是歐盟。

美國非農數據向好，出口增長帶動就業，經濟活動擴張速度放緩。1) 9月製造業PMI 57.5，同樣為三個月低點，但仍處高位，為近3年較高水平。9月企業活動擴張速度低於8月，但增速仍在較高水平。2) 9月非農就業人數大幅上漲，經濟復甦基礎進一步堅實。3) 9月非製造業指數為三個月低點，但仍然好於預期，且處於近7年較高水平；4) 8月貿易逆差收窄至7個月新低，出口創紀錄，外需增加帶動就業。

歐元區綜合PMI降至10個月低點，經濟衰退進一步確切。歐元區9月企業的擴張速度低於預期，表明三季度經濟增長可能依然乏力。從國家來看，法國與意大利衰退明顯，法國服務業在連續兩個月擴張之後，再次萎縮；意大利企業活動則出現進一步的收縮。德國雖然製造業活動處於萎縮狀態，但由於服務業的擴張，經濟有望在三季度恢復增長。

美聯儲9月會議紀要雖然偏鴿派，但加息趨勢不變。美聯儲9月會議紀要提及美國周邊經濟增長放緩以及強

勢美元有損美國出口和通脹前景，會議紀要整體意外偏鴿派，市場加息預期降溫，導致美元指數錄得三個月來的首個周跌幅。對於美元指數，上升的動能減弱，但上行趨勢延續。

通縮風險 增歐央行寬鬆壓力

歐央行刺激力度不及預期，市場失望之餘不改寬鬆預期。歐央行會議三大利率維持現狀，沒有明確未來刺激力度和目標，令市場失望。不過，10月2日歐央行公佈資產購買的細節，雖然沒有明確資產購買力度等關鍵資訊，但其中值得留意的一點，就是評級低於BBB的希臘和賽普勒斯資產原本不符合抵押品要求，但只要經過信用增級等技術處理仍在歐央行QE資產購買範圍之內。

從經濟面進一步看，歐元區通脹率已經連續第12個月低於1%，9月份CPI的進一步走低，加劇了歐元區通縮風險，疲軟的經濟資料和通脹率的進一步走低無疑將給歐央行的進一步寬鬆施加壓力。

美元走強 美資產吸引力上升

由於全球增長前景的下滑，這使得全球主要的股票市場出現下跌。從時點來看，中國經濟放緩首先導致了新興市場股市的下跌，隨後歐洲經濟的惡化進一步導致了歐洲股市的下跌，並拖累美國股市。同時，拋售明顯體現在與新興市場增長聯繫較為緊密的金屬價格上。儘管美股近期也出現下跌，美股仍能跑贏大部分國家的股市，使得美國資產的吸引力上升。儘管美元相對歐元已經大幅升值，然而仍未完全反映利率差的變化上。

原油供過於求 油價續尋底

AMTD尚乘財策策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

國際油價今年走勢相當反覆，布蘭特期油價上半年普遍在105至110區間上落，直至年中受到伊拉克政局動盪影響，市場憂慮原油供應受阻，油價曾升至今年高位115水平。但隨着地緣政治問題逐漸緩和、美國經濟轉強帶動美匯走高，以及國際原油供過於求下，油價由高位反覆向下跌穿90水平，跌幅達22%。

產油國打減價戰 加劇跌勢

美國經濟加速復甦，聯儲局如無意外將於本月結束買債，加上勞工市場持續向好，私人企業新增職位連續半年超過20萬個，美元7月開始明顯走強，成為油價止升回轉的主

要催化劑。油價與美元走勢從過去的數據來看呈負數相關，由於國際油價以美元計價，美元上漲能為石油輸出國帶來匯率上的額外收入，因此為原油產出減價空間，同時亦有助提升出口國的競爭力。全球最大石油出口國沙特阿拉伯便由10月開始調低油價，有意打價格戰以增加市場份額，此舉更加速油價跌勢。

此外，原油供求不均亦為油價造成壓力。國際原油供應持續增加，石油輸出國家組織(OPEC)宣佈在9月產量升至2年新高；美國能源資訊署(EIA)亦公布上星期美國的原油庫存增加500萬桶，遠高於市場預期的210萬桶。另一邊廂，近年美國頁岩開採技術不斷提升，據EIA 9月數據顯示，美國頁岩油至2008年以來由日產不足50萬桶激增至近400萬桶，顯示原油短缺情況不再。

全球經濟減速 美元升添壓

然而，需求並未趕上供應，全球各國經濟增長不均，歐洲、日本的增長停滯尤其令人憂慮，中國在改革下經濟增長漸見放緩，均拖累環球經濟，國際貨幣基金組織(IMF)更年內三度下調全球經濟增長預估值，意味着原油需求將逐漸放緩。EIA及國際能源署(IEA)均調降今年明年原油需求增長預測，因此，原油在供過於求下，油價繼續下行壓力大。

美元強勢及原油供過於求情況持續，預料油價現時還未見底，除非美國經濟增長急劇放緩，以至美元回軟利好油價、中日歐經濟明顯轉強帶動原油需求、或原油供應下降，才能穩定油價。現時最有可能令油價回軟的因素是油國減產，相信需等到油價跌穿生產成本價後，OPEC或美國才會有所行動，支撐油價回升。



美元強勢及原油供過於求情況持續，預料油價現時還未見底。

內地需堅持解決污染問題

時富金融策略師
黎智凱

內地污染問題一直引起社會關注，不論是霧霾、廢水處理、碳排放等問題，都已經發展到非常嚴重的地步。解決這些問題當然不能一概而論，但中國政府在處理問題的切入點上，卻是不著邊際。

稅制安排打擊排放力度不大

最近，內地跑出了「環保警察」的風氣，不少省、市都開設這個「環境犯罪偵察大隊」部門。以前只有中國環境保護部直接接受投訴，到現在公安部門亦受理環境投訴，對積極打擊環境污染犯罪上的確是一大進步。雖然如此，但中國經濟部門在決策時，考慮因素依然只有經濟成效，政府為了能盡快達到相關目標水平，以反映出經濟發展的成效，通常會妥協環境破壞，就算經濟部門違反了環境相關法規都可以用經濟任務作擋箭牌，就算出動「環保警察」，在這情況下也難以被追究。再者，「環保警察」屬執行部門，隸屬各省、市公安局，和環境保護部的立法及執行功能依然分立，監督工作及主動執法依然由環境保護部主導；而協同執法的成效，亦需要時間證明。其實，中國多個政府部門最近都有奇招，例如醫院出現和諧護士以減少醫院暴力事件，這個「環保警察」，我相信也不過是一個以作粉飾、有法不能執的部門而已。

另一方面，中國環境保護部及發改委在上月調整排污費徵收標準，預計在2016年底前貫徹實施。可是，相關標準沒有全面覆蓋所有排污物類別，標準亦指明管制國家重點監控企業及發達地區，對其他二、三線工業區的落實力度不足；而汽車排放依然不在管制之列，可見這個稅制安排對打擊整個污染排放鏈的影響不足，但作為試行方案則可。

中國政府一心要經濟發展，終於在上星期成為了世界第一大經濟體，但在碳排放量及污染處理方面卻十分樂意稱自己為發展中國家。中國一方面指發達國家在應對氣候變化方面只講不做，把其他國家的責任浮面，但另一方面卻不斷指出中國在經濟發展過程中已經做了「發達中國家」能力及所及的環境保護措施。這個世界污染的源頭根本不打算讓別人管，而上月在哥本哈根舉行的氣候峰會就是一個例子。出席峰會的國家發改委副主任解振華表示，中國會爭取在2020年前實現減低碳排放強度。

民間環保企業將成主要力量

總括而言，中國在法治上、經濟上、外交上的姿態都是不利環境發展的，但我相信中國政府絕不會放手不管這個問題。中國堅持不會「硬著陸」，我相信中國會透過民間環保企業(如中國光大國際)作為解決環境問題的主要力量，既有利經濟發展因素，亦可讓中國政府在環境問題上獨善其身。

美加息預期料續震盪金融市場

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

過去一周，投資市場最關心的，莫過於聯儲局的議息會議紀錄，公布之前和公布之後，帶來不少震盪，而直到今日為止，這種震盪似乎還沒有完全消化的跡象。

踏入下半年，不約而同地，全球投資者都向着提早加息這一方向炒作。最初不甚明顯，但隨着幾個不同市場的走勢，開始出現共通點，即不可謂不一致，而趨勢形成之後，愈來愈多原本未參與的，後知後覺的，都加入一起，令有關趨勢更強勁。

的確，7月時大家已開始說提早加息，但說不響，因為當時的美國經濟數據，有別於過去幾年，實在算不上十分強勁，但趨勢上卻改進得非同小可，近日公布的失業率低至5.9%，是六年多以來的低位，足可證明這一點。這樣一來，難怪投資者都預期，任憑聯儲局主席耶倫如何想一拖再拖，都不可能在退市後拖得很久。

是的，目前已是2014年第四季，按目前已有的量寬質債額度，根據過往的時間表，每次會期可減100億美元額度，如此下來，大膽估計，10月可能已減完，若保守一點，12月總可完成。若以耶倫之前回應記者的提問，在減債債動作完成後，到加息之間，會有一段時間，這段時間究竟是多久呢？她的答覆是大約六個月；那麼，投資者不難自行對號入座，若是10月減完，則加息大約在3月，若是12月減完，則加息大約在6月，如此類推，不難計算。

經濟復甦前景仍然不明朗

問題卻是，真的有這樣一個時間表嗎？投資者希望有，但希望是一回事，現實往往是另一回事。耶倫只是說大約六個月，為何大家都忘記了，這是大約，不是準確，換言之，有前有後，有長有短，最終真的公布時，都可以說得通，因為，這句只說大約，不說準確。

更重要的是，恐怕連耶倫本人，其實也沒法說得準，究竟何時才能加息。當然，局方有各種研究人才，不同的數據和模型，對於各方資料的掌握，無出其右，但因難卻是，今時今日，處理的不是死物一堆。

經濟數據從表面看來，總是可以掌控的，可以調模的，可以改動的，對，這是因為已知已發生的，大家儘管可以怎樣做都行，即使在原則上未必正確，未必合理，未必合乎學術精神。

數據變化影響投資者期望

換個角度看，數據是過去式，經濟復甦是現在進行式，而投資者的期望是將來式，而困難卻是，正如前任聯儲局主席伯南克的比喻，改動經濟有如修理一輛汽車，但卻是一輛行駛中的汽車。對，一邊行駛，一邊修理，不是把經濟完全停下來再修理，而是希望保持着可以見得人的速度，但又要盡快修理，這是何其困難的任務。

尤其困難的是，牽涉前瞻的和預期的，則將來式的期望，反過來影響現在進行式的復甦，最終化為下一期看來是過去式的數據，而大家再從後者這些數據，去再作一次預期，如此循環下去！



踏入下半年，全球投資者都向着美國提早加息這一方向炒作。

內地樓市末季料價量平穩

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

今年年初起，內地樓市持續不景氣，幾乎所有內房公司於三個月度後銷售總額都未達標，更有些連全年六成銷售額還未完成。作為百業之母的房地產業，持續的低成交量也深遠地影響其他相關的行為，大大增加整體經濟下行的風險。

有見樓市成交低迷，各地紛紛推出穩定房地產業措施。現時，僅餘北京、上海、廣州、深圳和三亞市仍未鬆開限購行政指令，不過限購令的撤銷並未能令當地樓市止跌。

金九失色，加保銀十！國家及地方於末季頭加碼推出第二輪救市措施，包括放鬆房貸、財政支持用家入市及加碼鬆綁限購。當中，最重要的要數算「銀十」來臨前一天人民銀行及中國銀監聯合發布房貸新政，首套房最低首期三成，最低貸款利率低至七成，同時若首套房貸款額完全清繳後，家庭購買第二套普通商品住房時，可享受首套房貸款優惠。今次文件中，在已取消或未實施限購令的城市，對擁有二套及以上住房並已清還房貸的家庭，銀行可因應借款人財務能力、信用狀況等具體確定首付比例和利率水平，並根據當地城鎮化發展規劃，向符合條件的非本地居民發放住房貸款。這等於完全放開對第三套房及非本地居民的限購和對二套房的限貸。內房被打壓的時代告終了！

房貸新政提振 樓市氣氛改善

雖然中央通告後地方的四大商業銀行的具體實施辦法仍有待落實出台，但是黃金周的樓市氣氛已明顯改善，各大主要城市包括北上廣深地區的新開樓盤的參觀人龍再現。為了追回還未達標的銷售額，開發商增加開盤項目數目，並提供較多優惠措施，實行「以量取價」營銷策略，令「沉寂」多時的各地樓市加添不少生氣。

縱然「銀十」開始前，中央政府替內地樓市打下支強心針，但是今年國慶黃金周的銷售情形仍是最近五年最差勁的。以廣州市為例，2010年至2014年的5年間，今年國慶假期網簽量跌至五年來最低的468套56,980平方米交易成績，而且銷售總額只有68億元，均價達11,923元/平方米。綜合近五年黃金周交易走

勢，成交量呈基本向下趨勢，2010年達22萬平方米，去年約8.2萬平方米，今年只有5.7萬平方米，同比跌37.9%。在均價走勢上，2010年達1.2萬元/平方米，後來一直徘徊在萬元/平方米左右，今年則反彈回1.19萬/平方米，同比漲幅達28.1%。但是如果減除五年的通脹因素，其實「實質」均價還未回到五年前水平。

需求仍大 北上廣深後市看好

如果將限購令撤銷與房貸政策放鬆相比，後者的影響較具體和深遠且房貸放鬆則要看具體借貸條件。根據新政，被確定為首套房後，貸款利率可以低至七折！但是從現今各大主要商業銀行資金來源成本去考量，則房貸利率再次一步回歸至七折的可能性幾乎是零，盈虧的平衡點應是八折至九折，可以預計銀行的主流房貸利率是八五折吧！

既然房貸利率下調的空間不大，在今年末季開發商追回樓市目標採用手段必然是降價求售，尤其庫存量高企的城市中，她們只有大幅削價才可以「去貨」。相對而言，北上廣深四大一線城市，因為長期受中央和地方政府密切監察，供應量處於合理水平，剛性需求較有保證，後市價量穩定是可以預見的。但是經濟還未大發達內陸省份的第二三線城市則是高危險區，縱然限購令已經完全放開和房貸政策較為寬鬆，只會令其房價跌幅減少及成交量放大，全面回到正常水平還要等待幾年時間。

放鬆適度 支撐樓市健康發展

房貸新政未能惠及黃金週銷情，是可以理解的！房貸放鬆的效應會陸續在今年末季至明年首季於市場體現，但是不可能一下子將房市回復至正常水平。內地樓市已經度過了二個「黃金十年」，可以負擔起購買人士的剛性房屋需求已基本上被滿足了，金融機構房貸利率不可能短期回復到較低水平，房市成交量難衝上歷史高位。面對高庫存，內地樓市風險不低，但是中央/地方政府不願意看見樓價大幅回落，她們只會適度放鬆各種房屋政策去支撐其健康發展。

末季內地樓市會呈現價量平穩局面，但以北上廣深房市較為樂觀，二三線城市房屋投資則小心為上。中國正朝向全球最大經濟體方向邁進，房地產市場持續發展是可以預見的，短期的動盪局面是可以承受的。

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。