

加息由提早變延遲？

永豐金融集團研究部主管

涂國斌

周二（14日）本欄開宗明義，問了一個問題：假如真有所謂退市加息時間表！如此一個表達方式，用上了假如一詞，言下之意，並非肯定沒有，卻不無質疑，真的嗎？如果真的有，我們可以知道嗎？怎樣確定我們知道？怎樣驗證我們自以為知的，其實真的是聯儲局主席的想法，而不是我們一廂情願的想像？

事實上，提出這問題還沒有幾天，外界又正在興起另一套說法，不再是過去兩三個月的提早加息論，而是延遲加息論！此之所以，當日一問，並不是吹毛求疵，而是真有困難。

投資者真金白銀造出形勢

可不是嗎？當大家開始習慣了，由今年夏季，大約是踏入7月以後，愈來愈多人加入的看好美元行列，認為美國聯儲局退市之後，加息甚至可能要提早，一時之間，你一言，我一語。大家言之鑿鑿，各有各的分析，贊成提早的局方人士未必很多，但外界卻已先行表決，透過真金白銀，在市場上天天買賣，造了個形勢出來。

說起來，大家跟進聯儲局相關的決策，由年初至今，不論是主席耶倫本人的言論，又或者聯邦公開市場委員會的議息會議紀錄，實在有哪一處可以具體指出提早加息？恐怕是沒有的。

相反，耶倫三番四次，在公開場合發言，表達的意願都是寧願

小心一點，目前一切按部就班，原有的退市減買債一切照舊；至於其他加息什麼的，要看數據，多一點數據，不是簡單一個通脹率 and 一個失業率，而是仔細得多的，各種層面都要兼顧。

耶倫言論小心不無原因

固然，筆者在本欄都不只一次分析道，耶倫如此這般小心，或多或少，跟這次是重大的決定有關，不是說其他時候的加息不重要，但放在過去幾年的事態發展中，便不難明白。由非常時期非常手段，過渡至正常時期正常手段，肯定是重大的，尤其相比起平日正常的加息周期，如今多了一重意義，就是美國經濟復甦已經相當穩妥，不必再做量寬等功夫之外，甚至足以開始加息，以免經濟過熱云云。

有了這一點同情的理解，耶倫的心意，難道大家真的不明白嗎？恐怕大家不是不明白，而是刻意的不想明白。因為投資者的天性，都是炒預期，炒可能性，炒陰謀論，炒大家所未見，可能會因此而過度解讀，此所以往往是過猶不及。但說到底，大家就是用如此這般的方法，去不斷表達意見，把資訊都公開出來，然後隨著事態發展，再一邊修正，達到大家都可以接受的均衡。

話說回來，如今又有人說，歐洲經濟不好，美國要考慮全球形勢，未必可以提早加息，甚至可能要延遲，個人看法認為，最終可能既不提早，亦不延遲，而是未有決定，何來提早或延遲呢？一切視乎數據決定，當然是不盡老實的門面話，但比起數據早得多便可以決定，倒也未必符合決策所需的事實局限。

探討油價急跌影響不同層面

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

國際油價近期連番下挫，執筆之時紐約期油已跌至80美元水平。油價今季以來，表現在令投資者大感失望。表面上，油價下跌是因為環球經濟增長較預期差。國際貨幣基金組織及世界銀行，近期已下調今明兩年全球經濟增長，特別指出歐洲、日本及新興市場經濟持續疲弱，拖累環球經濟增長不及早前預估。第二，國際能源署(IEA)下調了今明兩年石油需求增長預測，分別減少20萬桶及10萬桶。第三，預料11月美國主要頁岩油田日產量將按月增加10.6萬桶，令油價跌勢加劇。但背後是否另有原因？筆者傾向是有的。

首先，我們要了解油價下跌，對甚麼國家及行業有利。雖然新興市場經濟持續發展，對石油需求增加。但美國、歐洲及日本，仍是主要用油國。油價高企的話，對這些用油的國家，明顯處於不利的位置。因此，油價下跌，將有利這些國家的經濟復甦。

通脹未達標或需推新量寬

另一方面，油價一向對全球通脹有舉足輕重的影響。試問若油價持續下跌，通脹又怎可能上升呢？不知是巧合，還是裡應外合，美國三藩市聯儲銀行行長周三便表示，若通脹未能回升至聯儲局的2%水平，聯儲局應考慮是否需要推出新一輪的量寬措施。

央行續維持定向調控思路

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管

陳羨明

人民銀行近日公布一系列金融數據，廣義貨幣（M2）增速基本上仍在年初預期調控目標範圍內，預計未來貨幣供應量仍會保持平穩增長。人行將在保持貨幣信貸總量合理適度增長的同時，加強結構調整，引導貨幣信貸向經濟薄弱環節和重點領域傾斜，增強經濟發展內生動力，促進經濟繼續保持平穩較快發展。

2014年9月份社會融資規模為1.05萬億元(人民幣，下同)，比上年多945億元，比去年同期少3,598億元。9月末，M2餘額120.21萬億元，同比增長12.9%，增速比上年末高0.1個百分點，比去年末低0.7個百分點。9月份人民幣貸款增加8,572億元，同比多增702億元。

9月份投放5,000億元常設借貸便利(SLF)，M2增速回升，反映9月貨幣政策放鬆效果。有關數據受存款偏離度管理要求，統計口徑由月末數調整為月均數，剔除不可比因素，也就是剔除去年同期存款衝時點的金額。新增信貸明顯改善，一定程度上減輕了市場對經濟形勢欠佳、貸款需求不足的憂慮。

嚴格監管助消除金融風險

整體而言，社會融資規模大規模萎縮，特別表外融資快速收縮值得注意，雖然監管層意願是提高表內融資佔比，且隨着房地產市場持續疲軟，影子銀行的活動持續減少。嚴格的監管的監管在長期內有助於消除金融風險，但大量表外融資主體由於資質問題，難獲得表內融資，影子銀行的快速收縮可能會惡化實體經濟的債務問題。

9月份內地居民消費價格指數（CPI）按年僅增1.6%，亦低於上月的2%；首9個月CPI按年增2.1%，遠低於政府全年目標上限3.5%。從CPI結構上看，食品價格同比上漲2.3%，較上月回

路透熱點透視專欄撰稿人

Ian Campbell

熱點透視

英國通脹率下跌至1.2%，顯示出歐元區的通縮病毒，英國亦無法倖免於難。以歐洲通脹率近零水平的新標準觀之，英國的通脹率仍算相當高，但也低到足以推後英國央行首次升息的可能時間。不過，真正的問題是，這股傳染現象是否會進一步擴大到國內生產總值(GDP)成長率。

通脹下滑已是全球趨勢。如今這股趨勢已經蔓延到大宗商品價格，損及許多新興經濟體的成長。但歐元區經濟尤其疲弱。歐元區8月工業生產較前月下滑1.8%，較上年同期下滑1.9%。在這樣的環境下，生產者無法調高價格。

歐元區對「低通脹」之苦已很熟悉，但每一個證實這股趨勢的英國數據，仍令許多投資人與分析師吃驚。英國央行貨幣政策委員會兩名成員在8月投票贊成立即升息，現在他們將會重新考

油價受控有利經濟復甦

第二，油價對當前各行各業的影響。先看有利的方面，國際油價下跌，對用油量較多的航空及航運業有利。因為油價持續下跌，將可降低這兩個行業的營運成本。但要留意，部分企業可能對油價做了對沖，令其享受油價下跌帶來的好處有所減少。當然，其他運輸業亦會受惠，例如貨車，以至消費者駕車的成本亦有所下降，可以留多點錢去消費，對經濟有利。

油價下跌，當然並非沒有不利之處，但可能需要從政治角度上去考慮。先談極端組織伊斯蘭國，這些地區的主要收入來源，是靠非法出口石油獲得的。美國及油組主要成員國可能已達成共識，表面上是爭奪市場佔有率，但實際上是協助西方國家推低油價，以打擊伊斯蘭國的石油收入，削減其購買武器的財力。

另一個可能被打擊的對象是俄羅斯，為何呢？這主要是因為俄羅斯政府的財政收入中，有大約一半是來自出口石油及天然氣。雖然歐美國家與俄羅斯就烏克蘭問題針鋒相對，但由於歐洲大約三分一的石油及天然氣供應是來自俄羅斯，令歐美國家對俄羅斯的舉動，似乎束手無策。在這情況下，似乎只好從油價動手，以逼令俄羅斯就範。唯一擔心的是，俄羅斯領袖普京會否就範，存在變數。

最後，筆者認為以油價近期的下跌速度觀察，可能在本月見到低位後反彈。目前支持區間在75至80美元，而阻力在85至90美元水平。

落了0.7個百分點。因為去年基數比較高，這一回落幅度是合理的。值得關注的是最能反映經濟景氣度的非食品價格上漲1.3%，漲幅回落0.4個點。

與此同時，工業生產者價格指數（PPI）持續下跌，9月份按年跌1.8%，跌幅大於上月跌1.2%。國統局解釋稱，這主要是原油、鋼鐵等價格進一步面臨下行壓力造成。PPI同比回落0.6個點和環比回落0.4個點，同期大宗商品價格回落的輸入效應可以作一定的解釋，但其影響並非全部。通縮效應的顯現意味着當前經濟景氣可能比預期要差，產能過剩的矛盾和需求不足的程度都比預期嚴重。

當前CPI相對平穩，PPI跌幅擴大令人擔憂，對穩增長政策不但不能構成制約，反而進一步確定了當前穩增長的主要政策基調，因而引發市場的通縮預期和政策寬鬆預期，類似全面降准降息的呼聲較多。但應該看到，政府仍繼續強調定向調控思路，全面的總量貨幣政策調整不會輕易出台，短期內，PSL、SLF和正回購利率下調等工具成為人行首選。

人行不願直接干預存貸利率

對於降低市場利率的問題。隨着中國利率市場化的推進，人行可能越來越不願直接干預存貸款利率，而選擇調控貨幣市場，譬如下調回購利率等。實際上今年以來人行已多次下調回購利率。

一般上，央行不會直接干預商業銀行的存貸利率，而只是通過調控央行與商業銀行之間的利率來間接影響實體經濟利率。如果央行仍直接干預存貸款利率，那利率市場化則是名不副實的。

目前政策利率和上海銀行間同業拆放利率（Shibor）保持低位，但實體經濟借貸成本仍然高企，原因不是政策利率太高，而是商業銀行沒有將流動性傳遞到實體經濟中去。當然在貨幣政策機制轉型過渡期內，存貸款基準利率名義上存在仍然合理。

慮。如今要在2015年升息看起來也很有問題。

英製造業勢頭不太好

一切將視英國經濟成長情況如何而定。最新的製造業勢頭不太好。英國是透過它的出口而受到歐元區通縮壓力影響，過去一年下滑了5.9%。此外，價格下跌雖然有利於消費者，但通縮的環境對將使得薪資成長困難。英國醫療人員為了爭取僅僅1%的加薪而發動罷工，但很可能達不到目的。

英國還可能從歐元區學到另一個痛苦的教訓。通脹率偏低的時候，很難縮減預算赤字，因為在物價與薪資漲不動的情況下，政府稅收勢必減少。與法國和意大利不同的是，英國並沒有受到歐盟當局要求降低赤字的壓力。但英國政府希望阻止債務上升，而它將會發現這項挑戰日益艱難。

歐元區最大的憂慮在於，通脹下滑預告着經濟衰退與更多債務問題將紛至沓來。英國最大的憂慮，則是歐元區將會把它拖下水。

今年新批住宅供應達標可期

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

繼市建局變招成功批出觀塘市中心項目後，港鐵亦以提供不同選擇的「A、B餐」方案，剛宣布成功批出大圍站項目。由於這兩大項目共約提供4,600伙住宅，成功批出令本年度首三季推出可建單位已達1.68萬伙，達到年度目標1.88萬伙的九成，連同港府包括通過賣地等增加供應渠道，料今年度新批住宅供應可以達標甚至超標完成。

今次港鐵重推大圍站，靈活變通創新採用讓發展商可選擇純住宅或同時發展住宅及商場的兩種方案，獲得八組財團共九份標書競投，這項改革是成功的。中標取得發展權的發展商新世界其實入了兩份標書，即是除了選擇純住宅發展外亦希望一併取得商住發展權，唯港鐵最終決定接納新世界取得前者。

大圍住宅項目料受歡迎

項目住宅樓面約205萬方呎，料發展兩至三房單位，共可建2,900伙，假如因應近期市場趨勢，細單位佔較高比例，則單位數目或會更多。項目位置及交通條件優越，沙中線通車後，大圍站將成為貫通南北及東西兩大鐵路走廊的交匯點，南北走廊指由金鐘至羅湖鐵路線，而東北走廊指烏溪沙連接至屯門的鐵路線，以這些優越條件，加上沙田本身是本港樣板新市鎮，基建及配套社會設施成熟完備，項目的住宅理應受到市場歡迎。

今次項目能夠成功批出的另一個因素是地價，港鐵獲調低地價18%至約103億，如財團只選擇發展住宅部分，只需負責當中28.56億元地價，無疑風險相對降低了不少，於是在競投時可給予港鐵較高分紅比例。有人認為港鐵欲保留商場部分而在這方面定下較辣條件，如果財團選擇一併發展商住方案，除了要支付全數地價外，港鐵有權在十年後以市價1.6倍購回商場，筆者認為這是否加辣屬於見仁見智，或許這個條件令財團認為較不吸引，從而出價較保守而不獲港鐵接納。

規模地域性商場具吸引力

項目的商場部分約66.7萬方呎，建成後是具規模的地域性商場，比較圓方的49.3萬方呎及日出康城商場的53.2萬方呎都大。其實港鐵旗下商場已發展成為知名品牌，比如圓方、德福及青衣城等各有特色，租客組合及形象設計都有很高水平，由港鐵自行管理大圍站商場，憑藉其過往成功經驗及業績，相信很大機會是「生金蛋的鵝」。

將來大圍站項目落成後，可望與沙田站的新城市廣場等區內商場，形成對香港境內其他購物區的分流熱點，而對於該站的住宅樓盤來說，有一個成功的商場在項目基座，亦有相輔相成的效果，除了方便住客購物消閒之外，亦會對項目的住宅樓價有所裨益，成功的例子如圓方及太古城等。



■將來大圍站上蓋項目落成後，可望與沙田站的新城市廣場等區內商場形成對香港境內其他購物區的分流熱點。 資料圖片

《意見》規範地方債 短痛長好

比富達證券（香港）高級策略研究員

何天仲

自2008年金融海嘯以來，內地內需持續疲弱、出口增長放緩，基建和房地產投資成為中國經濟增長的引擎。為推動投資建設，地方政府大行舉債，但由於監管缺失，債務透明度低，地方債已經成為一筆數額巨大的糊塗賬。本月初中國國務院發佈《國務院關於加強地方政府性債務管理的意見》（下稱《意見》），對地方政府發行債券作出了新規定，地方政府的融資模式將會出現顯著改變。筆者認為，《意見》着重規範地方政府融資手段，對解決地方債問題沒有明顯幫助，甚至會提高地方債違約風險。

債務增長勁 違約風險升

現時內地地方債總額巨大，地方政府債債壓力巨大。據中國國家審計署公佈數據，截至2013年6月底，地方政府債務由2010年底的10.7萬億元（人民幣，下同）增長了67%至17.9萬億元，政府債務總額佔內地國內生產總值(GDP)的比重也達到了58%。內地地方債之所以大增，一方面因為地方政府是基建投資的主要承擔者，資金需求量大；另一方面由於缺乏監管，出現許多違法違規融資的行為，債務規模增長失控。

其中，銀行是地方債「最大債權人」，所佔比例超過六成；而地方債超過一半是靠土地財政來償還。今年內地樓市疲弱、經濟增

速放緩，地方政府賣地收入大幅減少，償債能力下降。此外，銀行信貸收緊，令地方政府融資難度及融資成本升高，進一步推高了債務違約風險。新出台的《意見》，長遠來看裨益良多，短期內卻無助解決已經存在的地方債問題。

融資模式轉變 地方債仍可控

根據內地之前法規，地方政府沒有發債權力，因此地方政府一直主要藉助地方融資平台來借錢，而《意見》將會終止這種融資模式。《意見》內容包括：賦予地方政府發行債券規範舉債的權限，同時剝離融資平台公司政府融資職能；吸引社會資本參與公益性項目建設並獲取合理回報；實行限額管理；地方政府須切實履行償債責任等。《意見》雖然賦予了地方政府發債權力，但關閉了其他諸多融資渠道，且對融資額度及用途有明確限制。可以說，《意見》能夠有效控制地方債的增長，但卻削弱了地方政府的短期融資能力。

《意見》雖然賦予地方政府發債的權力，但明確規定不能用新債還舊債，同時中央政府不會為其兜底，一旦出現違約情況，將會交由市場解決。客觀而言，中央政府不可能會對地方債違約坐視不理，且過渡期內地方政府仍可從銀行等渠道融得資金，因此地方債問題不需過分憂慮。惟長遠來看，透明及可控的地方債對內地經濟及社會穩定正面作用大，改革屬短痛長好。