

聯儲局轉重點關注通脹

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局一連兩日議息後，一如市場預期結束量寬計劃，並重申利率將會停留於低水平一段時間。會後聲明指出，經濟活動正溫和步伐改善，勞動市場已經進一步改善。多項勞動市場指標顯示，勞工資金沒有被充分使用的問題正逐步消退。家庭開支正溫和上升，而企業固定投資正在增加，但房屋環節復甦依然緩慢。至於通脹方面，持續低於公開市場委員會的目標水平，但長期通脹預期仍然穩定。

是次結束量寬計劃，但並未有收回已提供的資金，可暫時紓緩市場對資金緊張的憂慮。從會後聲明措辭來看，目前距離加息仍有一段時間，對市場氣氛亦有緩和作用。從市場推測，聯儲局有機會於明年第二季或最遲於明年第三季加息。聯儲局未來數月，將會密切關注美國經濟的情況。下個聯儲局關注的目標是在於通脹方面，而就業市場方面已不再太過擔憂。

頁岩油支撐美國經濟

但大家不要忘記，國基會及世界銀行於9月底下調了全球經濟增長預測。當時報告指出，日本、歐元區以至部分新興市場經濟相當疲弱。由於經濟疲弱所覆蓋的範圍頗大，對美國的經

濟可能帶來下行風險。因此，環球股匯債市場於9月底至10月底出現大幅波動的情況。惟從近期的情況看，美國經濟暫時仍可以獨善其身，主因發展頁岩油相關業務，令美國可能於未來數年，超越沙地成為全球最大的石油生產國。

新興市場憂慮超歐元區

從美國目前經濟復甦速度，筆者預期將以溫和步伐擴張。因此，聯儲局其實不會太急於加息，仍維持主席耶倫早前的講話，在結束量寬後大約六個月，便會進行首次加息行動。未來六個月，將會是聯儲局監察美國經濟情況的最關鍵時間。由於預料美國經濟只會溫和復甦，故對美國企業的前景較為有利。至於歐洲方面，要留意歐元持續疲弱，對當地出口的刺激作用，以及輸入性通脹問題的影響。由於預期歐洲央行將會於明年首季購買企業債，將可以紓緩企業融資出現困難的情況，對歐洲股市的前景採取審慎樂觀的態度。

至於新興市場方面，由於加息步伐未必太急，將可以紓緩資金流出新興市場的壓力。但是，部分財政較差的國家，例如俄羅斯、巴西及印尼，仍可能面對較多資金流出。因此，危機並未完全解除，只是由全球性轉為個別地區。但預料到美國加息前一兩個月，環球市場可能又出現另一輪的震盪。至於匯市方面，預料美匯指數有機會挑戰90水平，而金價將下試1150美元。

美國 QE 告終 美股波動難免

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員

卓亮

美國聯儲局公開市場委員會結束一連兩日貨幣政策會議，決定終止買債計劃。在利率調整方面，加息時間取決於未來經濟指標的表現。如果就業增長及通脹加快，聯儲局會提早加息，反之亦然。聲明內容顯示決策者對經濟前景審慎樂觀，而且並不擔憂通脹放緩。美國貨幣政策逐步收緊，有望繼續支持美元匯價，惟大宗商品、稀有金屬、股市等其它主要資產難免受壓。

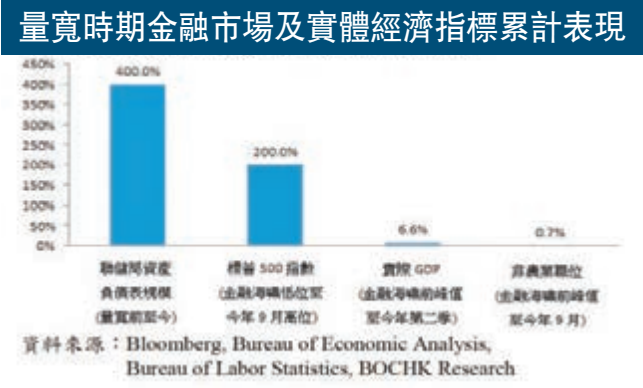
三輪量化寬鬆措施過後，聯儲局資產負債表規模大幅膨脹，所持有資產從2008年8月約九千億美元飆升至目前近4.5萬億美元的水平，升幅高達四倍。首輪量化寬鬆是在金融危機最嚴重之時推出的非常措施，期後卻逐漸演變成刺激增長的貨幣政策工具。三輪量寬足足持續逾六年時間，對實體經濟及金融市場有着截然不同的影響。

實體經濟 6 年增長有限

美國此輪復甦之所以被廣泛認為是戰後11次經濟周期最弱的一次，主要體現在整體經濟活動擴張緩慢。從2009年末至2014年第二季，實際GDP環比增長的年化率平均為2.2%。另外，如果與危機前高位相比，今年第二季GDP僅較2008

年初的衰退前峰值高6.6%。在勞工市場方面，美國今年9月非農就業人數為1.394億人。而在2008年初，總非農就業人數為1.384億人。換言之，在接近7年的時間內，非農業職位增幅只有0.7%。

相比之下，資產價格的受益則非常明顯。在2009年3月，標普500指數曾創下666點的日間低位，惟在今年8月下旬已升破2,000點，累計升幅超過兩倍。總結金融危機前後經驗，量寬措施並沒有解決美國經濟的結構性問題，卻令到資產市場對超寬鬆貨幣政策產生不健康的依賴。量寬盛宴結束後，美股波動難免擴大。



美聯儲退市難見驕人成果

路透熱點透視專欄作家

Martin Hutchinson/Richard Beales

美國聯儲局的量化寬鬆(QE)政策可以拿來炫耀的成果不多。本周三的政策會議聲明，給6年來實施的價值接近4萬億(兆)美元的三輪債券購買畫上句號。儘管採取激勵舉措，但美國國內生產總值(GDP)增長仍然僅略超過2%。唯一的明顯效果可能是推升資產價格，特別是股市價格。

2008年危機爆發後美聯儲隨即推出第一輪量化寬鬆計劃，



■美國本土就業改善情況遠不及美國股市表現。 資料圖片

智能手機行業洗牌在即

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

自2007年第一代iPhone和Android智能手機面世至今，智能手機市場經歷近七年的高速增長時期。期間，Apple和三星一直是智能手機行業的領軍者，華為、小米和聯想等中資品牌成為有力的追趕者，而曾經的手機霸主諾基亞則迅速墜落，早已退出競爭者的行列。時至今日，智能手機銷售增速開始放緩，技術創新也出現停滯跡象，行業毛利率和銷售量均面臨下滑挑戰，筆者認為，智能手機行業或已進入新一輪的洗牌周期。

出貨量下滑 三星地位動搖

據IDC諮詢公司發佈的數據顯示，今年第二季全球智能手機總出貨量較上年同期增加了23.1%，達到2.953億部，較今年第一季（2.815億部）上升4.9%。值得一提的是，與去年第四季的2.896億部相比，今年第一季智能手機的出貨量出現小幅下滑，行業增長亮起紅燈。今年第二季，Apple及幾大中資手機公司的智能手機出貨量均出現較大幅度增長，唯獨三星的出貨量出現下滑，按年下降3.9%，行業霸主地位出現動搖。

小米爭贏中國本土市場

從全球市場份額來看，截至今年6月底，三星的市場份額由上年同期的32%下滑至25%，Apple的市場份額由上年同期的13%小幅下滑至11.9%，不過隨着下半年iPhone 6和iPhone 6 plus開始發售，Apple的市佔率料可大幅反彈。華為、聯想和LG仍緊追其後，市佔率分別為6.9%、5.4%和4.9%，與頭兩位的差距開始縮小。而據Canalys諮詢公司發佈的數據，在中國這個全球最大的智能手機市場中，今年第二季小米智能手機的出貨量佔中國市場的14%，首次超過三星成為市場第一，國

當時樓市嚴重滑坡，購買計劃涉及抵押貸款債券。該政策作為金融恐慌情緒瀰漫、市場失靈情況下的糾正性舉措，連一些傳統貨幣分析師也認為行之有理。該政策可能幫助維持了抵押貸款供應，抑制房價下跌，並扭轉經濟狀況。

谷 GDP 就業成效不彰

2010年末和2012年秋分別展開了第二輪和第三輪量化寬鬆，目的是促進GDP增長，進而降低失業水平。但這方面成效有限。

美聯儲可能辯稱，如果不採取量化寬鬆，情況會更糟。而且至少大量向市場注入低息資金，沒有導致很多批評人士擔心的通脹。不過相比QE2和QE3超過2萬億美元的價值，回報確實較小。

另外需要指出的是，QE3剛推出時，正趕上聯邦政府削減支出。這次削減支出部分是華盛頓達成多項妥協的結果。時任美聯儲主席伯南克稱，沒有財政激勵舉措並行實施，貨幣政策只能達到這麼大的效果。

但仍然很難找到有力證據，說明量化寬鬆明顯扶助了產出或就業。最明顯存在關聯的是資產價格上升，尤其是美股飆升。標準普爾500指數自QE1實施以來漲逾一倍，較2009年3月的最低點更是上漲接近兩倍。

在金融危機肆虐之際，數據支持了購債是美聯儲一項有力工具的觀點。但此後QE的效果就越來越小。這應該會阻止需推出QE4言論的出現。

內智能手機的行業格局已出現較大調整。

毛利率下滑 行業洗牌加速

事實上，經過幾次較大的技術創新之後，以Android為平台搭建的智能手機品牌同質化問題日趨嚴重，Apple也同樣缺乏令市場振奮的創新，智能手機市場無可避免地陷入苦戰。現時發達國家及中國等市場已經接近飽和，智能手機的競爭開始轉向軟件及外觀設計等方面，激烈的競爭拖低行業整體毛利率。其中，成立僅三年的小米之所以可以迅速佔領市場，與其放棄硬件利潤、依賴軟件盈利的策略有極大關係。憑藉出色的手機性能及接近製造成本的售價，小米手機的性價比在同類手機中遙遙領先。

筆者認為，儘管不少新興市場，如俄羅斯、印度及印尼等智能手機市場仍有相當大的增長空間，但這些市場的購買力和市場空間無法持久支撐智能手機的高增長。智能手機的行業格局時刻在發生變化，而小米手機將成為行業洗牌的催化劑。筆者預計，中資品牌或可憑藉低成本、高性價比的優勢繼續提升市佔率，但軟件等方面的競爭將成為重塑智能手機格局的決定性因素。



■三星智能手機佔全球市場份額跌至25%。 資料圖片

市場看量寬加息 央行做期望管理

永豐金融集團研究部主管

涂國彬



■央行和市場之間，無休止地存在着一場博弈。圖為美聯儲主席耶倫。 資料圖片

都這麼多年了，大家都已經習慣了，忽然離開，會不會有點不習慣了？說的不是什麼別的，是金融海嘯以來的量化寬鬆！這個QE的動作，可算得上是曠日持久的嘗試，在非常時期才能用得如此出神入化的非常手段，終於也完成了歷史使命，可以宣告終結，周四（30日）香港時間凌晨，一如外界預期，聯儲局的議息會議完成，一切都是公眾的關注焦點，但又來得非常自然，沒有什麼大幅波動，沒有什麼意外，只是平淡的，好像大家早已明白，日子終究是會來的，早來遲來，都是今年第四季吧！

說來容易，真的要做到這個境界，讓大家的心理有充分準備，沒有太多的震撼，不容易的，甚至說得上是困難。可不是嗎？去年中，當時的聯儲局主席伯南克，跟大家預告要在去年底進行退市，金融市場一夜之間突然變色，之前幾年漲價不停的防守性資產類別，急速下滑，連帶各地不同市場都有相應的變化。

美聯儲早籲調節心態

但說起來，伯南克那次的預告，卻是做得極為成功的期望管理的一部分。若沒有那一次，大家仍然沉醉在不斷有新錢的夢裡，希望央行可以無止境滿足大家的奢侈願意，把錢注入再造成泡沫，一次又一次，讓金融海嘯後本來是救市用的手段，變成純粹投機主題的重複。是的，那一次的預告後，即使不是立即做，大家已可以調節心態，到了真正退市時，也就是去年底和今年初，美債價格反而站穩向上，反彈不少！

無論如何，投資者的心態是非常難捉摸，一時非常樂觀，一時非常悲觀，情緒大上大落，忽然由好端端似的，跑到了完全絕望的地步。可幸的是，如果金融海嘯這一場風暴有教曉我們什麼的話，那就是，世事不斷變化，但更大的變化是我們自己的內心，而明白這一點，就明白資產市場價格為什麼永遠都在波動，沒有一刻真的找到所謂平衡點，不是太高就是太低，投資者的心裡不是買得太早就是買得太遲，貪婪和恐懼之間，一廂情願的人總是控制不了心念的流轉，那比事態發展的流轉，更快更大，更難控制。

進退左搖右擺損信心

正因如此，央行和市場之間，無休止地存在着一場博弈，兩者互相猜度，信任不容易建立，唯其如此，才突顯出央行決策的難度，既要尊重市場的訊號，投資者真金白銀的投進資金買賣，必有所圖，亦必有所恃，但另一方面，也要明白，不能凡事以投資者的心態來轉移，左搖右擺，只會令大家更難找到信任。

今次，大家可以由伯老年代到耶倫年代，猜想到退市的一步步，然後再軌至加息周期在退市完成後大約六個月後開始，央行官員的工夫，值得嘉許！



■金融海嘯以來的美國量化寬鬆政策終於完成歷史使命。 資料圖片

「佔中」衝不衝散樓市？

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

「佔中」行動已持續超過一個月，社會上反彈的聲音愈趨普遍，但行動對本地固定資產價值尚未造成太大衝擊，相信業主們十分理智，沒有因政局不明朗而割價拋售物業，料整體物業市場仍然穩健。但旺區持續受佔，對受影響店舖的租金及價格帶來負面影響，料今年第四季度下調幅度可達5%至10%。

佔領區商舖雪上加霜

有某連鎖店租務大員向筆者表示，受影響旺區的分店生意額大幅下調，最嚴重的下跌五成，雖然租約未滿，已想要求業主減租，假如該些地區長期受佔，最壞打算足落網離場。其實今年年初以來，就算未出現「佔領」行動之前，內地遊客消費受反貪腐等影響已見回落，如今再遭逢「佔領」，購物區如旺角、銅鑼灣及尖沙咀等，由於租客生意下跌，商舖租金面對不小下調壓力，不過該些區域暫未見到出現大規模吉舖出現。

物業投資市場方面，在政治市之下，交投明顯趨淡靜，單就寫字樓交投來說，受「佔領」堵塞影響較大的一些區域，區內物業的吸引力或因而降低，但租客會轉移到他區而令後者區域的需求上升。在現時市道下，偶有錄得寫字樓、工貿樓或工廠樓成交個案，有些年前購入的分層物業，

現時成功脫手獲利，有人認為是擁有資金者趁市道淡靜的時機吸納心頭好。

住宅價格未見大打擊

住宅市道暫時是企得最穩的一環，當中尤其一手樓市，新樓樓盤保持不俗銷情，或許與美國加息預期續降溫，住宅樓按揭利率持續低企有關。二手樓成交則維持一個「價高量跌」的局面，但個別成交卻以出人意表的超高呎價出現，西貢相思灣一間海景村屋，以破紀錄的1.3億元成交，以其2,100方呎面積計，平均呎價達六萬多元，是同類住宅的全港歷史新高，據悉買家屬意此屋多時，考慮包括其高品味裝修及附設私家花園等，最終於此時議價成功，購得心頭好。

現時不乏買家入市，他們何以不懼政治形勢出現惡化？筆者這樣看，不要忘記港府現時以辣招壓抑需求加上增加供應，樓市始得以穩定下來，萬一樓價因政治或其他原因大幅回落，必要時港府可以酌量「減辣」甚至同步減少供應，令市道回穩，「有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場」，近期有跡象內地發展商比以前積極進軍港樓市，假如真的出現樓價大幅回落，或將造就中資進佔本地市場空間的機遇。既然如此，大家不宜對港物業看淡，尤其是只得一間樓的自住業主，奉勸千萬別因「佔領」行動擾攘多時而心煩，貿然以低價在此時售樓，以免將來後悔莫及。



■旺角「佔領區」有人紮營，附近商舖生意「拍烏蠅」。 資料圖片

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。