

美股這輪升勢接近尾聲

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

滬港通開通後，相信投資者已知道市場反應，筆者不作評論。但觀乎環球金融市場方面，除了日本及歐洲股市表現較佳外，其他表現一般。聯儲局昨日公布10月份議息的詳細會議紀錄顯示，顯示委員於三方面曾經作出商討。

委員會較為關注美國通脹有下行的跡象。官員擔心，通脹將會處於聯儲局2%目標一段較長時間，亦有委員指通脹雖然於短期可能下降，但之後將會回升至目標水平。另外，委員亦曾討論全球經濟轉弱及金融市場震盪的問題，但由於避免市場錯誤解讀聯儲局發出悲觀的訊號，故最終決定不在會後聲明中談及外圍經濟及金融市場問題。對於利率的走勢，與會官員曾就應否保留維持低利率「一段長時間」作出討論。官員擔心，取消指引或被解讀為即將上調利率。但保留指出，不能夠如實反映就業及經濟情況的改善。

聯儲局對物價下跌憂慮增

根據是次的聲明，其實聯儲局對美國物價下跌，似乎的憂慮有所增加，特別是指有多名委員認為，要關注物價下行的跡象。對於環球金融市場及經濟轉弱的問題，似乎聯儲局委員亦有所關注，但程度上不及物價下跌。至於利率走向及所

用的字眼方面，聯儲局委員仍未有一致共識，但對於利率整體走勢，似乎仍以以上行為主。因此，在聯儲局公布聲明後，美股曾經上升，但美元一度下跌。

美國再遇強勁的北極寒流，多個地區出現氣溫急降的情況，而且有超過50%的地區被雪覆蓋。回顧去年年底至今年初，美國亦曾受到類似極端天氣所影響，令當時不少經濟數據出現下跌的情況。當中以在戶外進行的房屋動工較受影響，亦影響到非農業職位增長少於預期，令美國今年首季經濟曾經大幅收縮2.9%，是2009年以來最低。零售銷售於當時亦全面告急，首季私人消費只上升1%。此外，當時亦令石油及天然氣價格急升。目前要留意相關天氣是否持續，以及會否成為新趨勢，否則美國消費市場及經濟可能再度受到影響。

美貨幣供應M2增長放緩

除了天氣因素外，筆者亦關注到美國貨幣供應M2近月的增長持續放緩。若市場上資金可動用的增長減少，亦可能為美股帶來調整壓力。聯儲局的資產負債表升至4.4萬億美元歷史高位後，已經停止增長。若由於天氣因素令美國經濟出現增長放緩，甚至衰退的話，預料對美股構成的調整壓力增加。從技術走勢上，道指的喇叭形升勢亦似乎近尾聲，故筆者認為美股近期可能出現一些調整。

油價下跌 航空業仍受困

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理
何天仲

今年下半年，國際原油市場風起雲湧，國際油價突然開始大幅下跌。其中，倫敦布蘭特原油在今年6月見過高位115.71美元/桶之後開始下跌，9月份跌穿100美元/桶的重要心理價位後跌幅加大，目前已經跌至80美元/桶下方。

國際油價大跌，為低迷多時的內地航空業注入一絲動力，一眾航空股也隨出現明顯反彈。不過，筆者認為，油價下跌雖然可降低航空公司營運成本，但效果有限且難以長久維持，航空業需求疲軟的狀況並沒有改變，投資者需保持審慎。

需求疲軟 量價齊跌

近年內地航空業需求持續疲軟，中長期來看也難言改善。背後原因是，內地航空業經過多年的高速發展，已經出現明顯的運力過剩問題。運力過剩導致行業競爭日趨激烈，航空公司票價及客座率均出現下滑。以內地三大航空公司的東方航空(0670)、南方航空(1055)和中國國航(0753)為例，今年9月份，東方航空的客座率同比下跌1.4個百分點至78.7%，南方航空的客座率同比下跌2.2個百分點至79.0%，而中國國航的客座率為79.4%，也下跌了1.9個百分點。國慶黃金周之後，內地航空業進入淡季，料量價齊跌勢頭將會延續。

由於航空公司之間業務高度相似，業務上個別公司難以取得明顯的競爭優勢，行業競爭主要集中在營運效率和成本控制上面。航空公司對油價及外匯變化非常敏感，業績表現起伏非常大，主要是因為航空公司普遍需要承擔巨額的購機費用和維護費用，財務槓桿非常高。上半年全球油價處於高位，加上人民幣意外貶值，導致內地航空業上半年業績表現差強人意。

進入下半年，油價意外下跌，同時人民幣走強，有效彌補



國際油價大跌，為低迷多時的內地航空業注入一絲動力，一眾航空股過去一段時間也出現明顯反彈。資料圖片

票價及客座率下跌造成的負面影響。筆者相信，內地航空業下半年業績將會明顯優於上半年，但全年業績仍會遜於上年。筆者看淡航空業前景，有幾大原因。首先，預計未來幾年，內地限制公費出遊的政策不會改變，航空需求、尤其商務航的市場需求仍會持續疲弱。

外匯風險升 前景仍黯淡

其次，隨著內地高鐵網絡不斷完善，也會分流許多乘客，壓縮航空需求。再者，航空業面臨極大的外匯風險，因其債務主要以美元為主，一旦人民幣出現貶值，將會對業績造成較大壓力。美國已經停止QE，進入加息周期，但中國經濟即將跌入中高速增长「新常态」，此消彼長，人民幣貶值機會加大，換言之，未來航空公司的債務負擔可能會加重。再者，一旦國際油價出現反彈，內地航空業將會面臨四面受壓困境，行業前景不容樂觀。

人口老化 關注港社福爭議

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

統計處最新資訊，香港人愈來愈長壽，男性平均預期壽命81.1歲，而女性為86.7歲，這些數字比同為全球較低死亡率的日本和瑞典都高。就本地過去三十多年的死亡率變化，1981年每千人中有10.4人死亡，2013年已下降到5.7人。本地人長壽與醫療服務和社會福利等因素有關，並且香港長時間少受天災戰亂等侵襲，整體人民生活過得安穩舒適。

港人身在福中，但部分人卻藉口推動激進政治改革，故意抹黑香港現時「民不聊生」，上述數據正好提出活生生的反駁，假如真的民不聊生，人民又怎會愈來愈長壽？反過來說，歷屆特區政府，都在「以人為本」的大前提下，在醫療衛生設施以及對各個有需要幫助的社會群組和年齡層人士予以增加援助，這些在歷屆政府的施政報告中，都可以找到很多例子，故此上述數據亦可以作為歷屆政府在相關工作範疇成效的佐證。

新生嬰兒填補沒同步增

再看其他統計數據，1982年的本港人口年齡中位數為26.7歲，2014年的臨時數字為43.8歲，揭示了過去30年人口持續高齡化的趨勢，這當中涉及及兒童出生率下降。統計處研究15歲以下兒童撫養比率，1982年是355，2014年是158，計及2013年之前有約20萬左右雙非嬰，令撫養比率在2024年提升到183，但去年實施「零雙非政策」，估計至2041年，回落到163。簡單的說，我們的人口愈來愈老，新生嬰兒的填補卻沒有同步增加。

香港第三季GDP增長回升

中銀香港發展規劃部經濟研究處分析員
張文鼎

香港經濟增長動力回升，第三季GDP同比增長2.7%，較第二季增速加快0.9個百分點。另外，經季節性調整的環比變化，亦從第二季的0.1%萎縮反彈至第三季的1.7%增長。第三季經濟增長加快，是受內需及外需同時拉動。值得注意的是，外需對整體經濟增長的貢獻超過內需，是自2011年第一季度以來首次。

外需為第三季GDP增長貢獻了1.7個百分點，且逆轉了過去外需拖累整體經濟增長的情況。由於內地、歐盟等主要出口市場的經濟增長放緩，利淡相關需求，香港的貨物出口同比增長從第二季的2.4%減慢至第三季的1.3%。然而，服務輸出同比變化從第二季的2.0%萎縮大幅反彈至第三季的2.0%正增長，足以抵銷貨物出口增長下滑的影響。但是，服務輸出增長改善主要是受搶金潮的負面基數效應減退所致，且第三

季的同比增長仍不及第一季3.2%的增幅，暫時難言服務輸出有實質改善。

內需為第三季GDP增長貢獻了約1.0個百分點。私人消費開支增長從第二季的1.2%加快至第三季的3.2%，扭轉前兩季增長慢於整體GDP的勢頭。政府消費開支增長亦加快至第三季的3.5%。不過，私人投資方面趨向審慎，固定資本形成第三季同比萎縮4.7%，延續第二季5.7%的跌勢，主要反映機器及設備購置疲弱。

不明朗因素仍然困擾

短期展望，「佔中」對本港經濟造成一定的干擾，本地私人消費及服務輸出的改善勢頭能否持續有待觀察。另外，政府基建開支可大幅增加的空間有限。此外，外圍經濟不明朗，內地宏觀數據顯示經濟仍具下行壓力，歐、美、日經濟未見明顯起色，本港的外貿環境仍具挑戰。在內需及外需均減弱的情況下，本港第四季的經濟增長可能放緩至全年最低點。

熱鬧過後 平常心看滬港通

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

經過幾天的冷靜下來，投資者不難發現，只要本乎平常心，整個滬港通的表現一點不賴。作為一套機制，監管當局最關注的，應該是機制運作是否暢順，例如技術操作上，會否出現故障或意外，結果是，一切運作正常，相當順利，無驚無險。

可以說，技術細節的報行，才是最值得重視的。畢竟事前的種種準備工夫，始終沒有辦法保證真正開通時，有甚麼情況，而落實後的穩定表現，正好反映前期工夫的認真，更說明了，不以外界猜測或估計的時間表急於開通，才是負責任的做法。

開通初參與程度非關鍵

隨著時間，大家把當日看熱鬧的心態平復下來，慢慢觀察具體的遊戲規則，真正運作如何，加以時間，在適當時候，投資者不必邀請，也會自己找到獲利良機，那時候，才不怕大家不參與。故此，一開始以參與程度多少，無論以南下或北上額度是否用盡或何時用盡，又或者開通前後的股價大盤走勢來量度，都不可說明真正的關鍵。

说到底，多了一個方便法門，有個渠道去投資，不等於應該立即蜂擁而上。而若然當日純粹趕潮流，大家追漲殺跌，製造出異常波動的市況，股價狂升暴跌，財富瞬間轉移，那才對於散戶投資者來說是不利。

無論如何，投資者是聰明而理性的多，應該明白，資本市場上，一切離不開理性預期，雖然人的情緒時而樂觀，時而悲觀，帶來很多短線的波動，但萬變不離其宗，最後仍是看經濟增長如何，企業盈利增長如何，股東價值增長如何，這一切才是股市投資最關鍵。

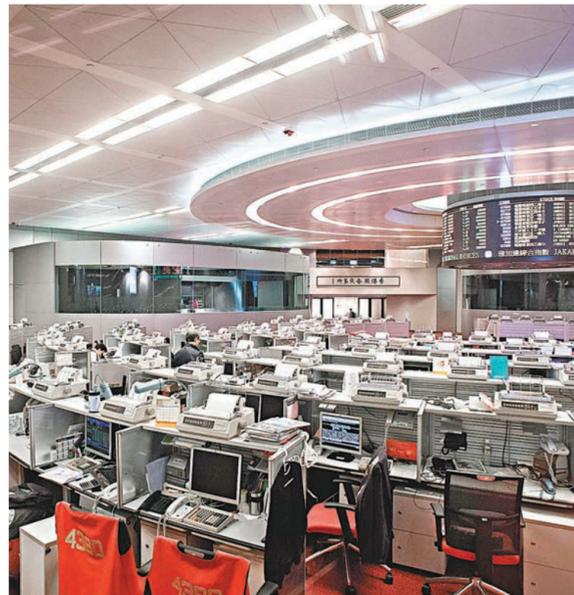
退一大步而言，當初於4月公布滬港通一事，2月和3月已有投資者炒作，可能4月公布時已先行獲利離場。及至5月和6月沉靜下來，7月和8月再有炒作，9月港股高位時，亦顯有大量獲利沽盤源源不絕的出現，離出不用太多理由，升不上去可以是最重要一個。

然後，10月了，外界一直想像中的六個月期限，這個那個星期挑來選去，最以為是的是最後一周的星期一，結果沒有發生，那又有何稀奇？當時，應該又有不少人選擇減持。

好消息出貨力量漸消化

故此，投資者理性的選擇，都是且戰且退，時快時慢，有時看好，有時看淡，不會一部通書看到老。這樣一來，不難估計，好消息出貨的力量，在最近幾日，其實威力已大減，起碼被當日好幾次的衝高回落，都給抵銷了。

值得留意，過程中，每一次都可以有當時的近因或導火線，對春江鴨而言，有可能是公布時的好消息出貨，對普通人而言，可能是炒作後要看世界盃，又或者其後美元升勢加據，又或者本地事件的事態變化，不一而足，換言之，根本很難說得上，是不是真的因為某件單一事件，便觸發了跌勢，起碼客觀上不行。



圖為港交所大堂。

資料圖片

安倍經濟學難救老齡化

路透社專欄作者
James Saft

熱點透視

日本試圖以安倍經濟學戰勝人口狀況演變的影響，可能到最後是徒勞無果的。

日本已經陷入了2008年以來第四度經濟衰退，第三季經濟環比年率為下滑1.6%，對財政和經濟激勵舉措，輔加上放寬監管而調和成的安倍經濟學將足以解決問題的希望，因此而遭遇挫折。

儘管資產市場大漲，通脹雖然不盡人意但確實也打亂了經濟勢頭。

現在的話題基本是老調重彈：不僅是日本央行採取更多激勵舉措，政府還有可能增加支出，推遲二次加稅計劃，以及提前選舉，讓首相安倍晉三有機會繼續掌權。

除了推遲原定於2015年10月二次加稅的計劃外，其他的討論都是在問一個問題，為什麼迄今採取的舉措沒有效果。

「要是日本經濟就是不能再維持理想的通脹怎麼辦？要是這種預期可行的歷史時代已經結束了怎麼辦？」特別關注人口統計學的經濟學家Edward Hugh寫道。

「顯然，如果上調消費稅，帶來一定程度的消費物價通脹不是難事，如果不斷貶值貨幣也能達到同樣效果。但我們現在看到的情況是，上述方法需要不斷重複，並沒有一個準備好的可以啟動的根本性機制。」

支持安倍經濟學的理論是，日圓貶值，將能刺激投資，並在其他措施的幫助下結束通縮的思維模式，進而帶來自我維繫的復甦。這種復甦不僅能帶來通脹，而且能促進經濟增長使得日本債務負擔減輕。

然而Hugh認為，日本的問題特殊，具有人口減少迅速老齡化的特點，可能讓上述理論效果打折。

事實上，我們可能想要考慮大蕭條時期的經濟學家漢森(Alvin Hansen)的研究。他提出「長期停滯理論」，該理論最近被薩默斯擴展。漢森認為，企業要增加投資，需要看到強勁的獲利及市場增長前景，而不只是融資成本低。

家庭購買力縮 存投資風險

日本企業在考慮投資時就面臨這樣的處境。企業充分意識到，由於家庭購買力不斷縮水，不僅國內市場遠談不上穩健，而且日本本身也處於長期持續的人口縮減及人口情況帶動的消費轉型趨勢中。

雖然日圓貶值肯定會增加投資的吸引力——日本製造產品將在國際市場上更具競爭力，但這種情況無法永遠持續下去。所以，競爭性貨幣貶值才被叫做「以鄰為壑」策略(beggar-thy-neighbor)，因為這是一個零和遊戲。

日本企業此前已經經歷過匯市波動，也充分意識到這不是長久現象。與日本關係一般的巨大鄰國——中國只需要下定決心，就可以通過人民幣貶值將日圓/美元貶值完全抵消。

所以，日本未能實現可自我持續的復甦，也許算不上完全出人意料。

央行印鈔票易 人口增長難

這些情況下，不論貨幣還是財政政策的作用似乎都有限。畢竟日本央行只能發行日圓，卻不能製造人口，尤其是能夠盡情消費的人口。

儘管日本央行最近擴大寬鬆的決定在內部僅以5-4的微弱優勢通過，但是央行和安倍晉三都很可能堅持己見。畢竟，該問題可能只是關乎規模，最終或許會找到足夠強勁的寬鬆舉措。

更確切而言，並不存在明確的替代方案。結構改革當然有所幫助，尤其是日本政府增進勞動力參與度的努力。不過這些辦法都需要時間。

日本擁有巨大的公共債務，所以恐怕沒有太多時間可等。總有一天人們會發現，日本沒法靠加稅來償債和促進增長。

可以預見，日本將迎來更多刺激、更多流動性和日圓進一步走軟。