

聯儲局議息聲明字眼或有變

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恆

美國上周五公布的就業數據，再度成為市場焦點，主因11月的非農業職位大幅增加32.1萬份，遠較市場預期的23萬份為多。這個數字不但是近3年以來最多，且是美國就業市場連續第十個月的非農業職位增加超過20萬份。雖然失業率維持於5.8%，但要留意平均月薪按月大升0.4%，明顯較10月的0.1%升幅為高之餘，亦較市場預期增加0.2%為多。

內部加息聲音增強

是次美國公布的就業數據時間，剛巧是在今年聯儲局最後一次議息會議的兩星期前。本來聯儲局今年最後一次會議，不應有太大變化，但由於美國就業市場進一步好轉，美國整體經濟氣氛亦見持續改善，令美國加息的聲音增加。雖然明年聯儲局將會換出兩名鷹派委員，換入兩名鴿派委員，令聯儲局將由鴿派委員控制。

然而，就業數據真的很理想，令聯儲局內部加息的聲音轉強。早前聯儲局主席耶倫更表示，在停止購買資產後的6個月時間左右，便可能是加息的適當時間。因此，預料加息的時間將由聯儲局鴿派委員作調控。自1960年起，美國經歷了5次加息周期，未試過加一次息便停止。這可以反映，聯儲局

是要等待美國經濟確實轉入上升周期後，才開始加息行動，且是持續多次的加息。以目前環境看，由於美國經濟對聯儲局只屬溫和增長，故即使明年上半年開始加息，亦預料不會太急進，否則只會危及正在復甦的美國經濟。

料每次加息0.25厘

美國過去5次的加息周期，平均長達18個月，平均加息10次。按聯邦基金利率目前在0至0.25厘看，預料每次加息的幅度為0.25厘，即2016年底左右，美國的利率將會升到2.25厘至2.5厘水平。不過本部對這個加息方案有保留，美國經濟是從重創中復甦，非以往般由輕微衰退中恢復過來。因此，預料聯儲局在這次加息周期上，可能採取較審慎的加息步伐，以免影響經濟復甦。此外目前其他主要貨幣的央行，仍需要採取寬鬆貨幣政策一段較長時間，例如歐洲及日本等，亦令聯儲局顧慮到一旦美元獨強，影響美國貨品出口的競爭力及美國經濟增長。

既然已經知道美國加息的時間已逐步接近，那麼目前有甚麼重要經濟數據，會左右聯儲局未來的加息時間？從聯儲局主席耶倫，以至聯儲局公開市場委員會的言論，主要仍以就業數據及物價，作為未來加息的時間與幅度的重要考慮因素。因此，本部列下多個就業及物價數據，以觀察是否符合聯儲局加息因素。下星期聯儲局議息會議，可能剛改維持寬鬆貨幣政策一段較長時間。

國企改革蘊含投資機遇

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

十八屆三中全會之後，內地提出了新一輪國有企業改革的框架，預料明年將會進入改革深水區，國企改革有望成為貫穿2015年全年的投資熱點。相對民營企業，國企擁有絕對的政策優勢，因此在眾多行業享有壟斷優勢，對民營發展造成擠壓。同時，由於體制落後，國企普遍面臨經營效率低等問題，拖累整體經濟表現。今年內地經濟增速下滑，成為加快國企改革的催化劑，惟國企數量龐大，且改革涉及利益廣泛，非一朝一夕可以達成。筆者認為，國企改革任重道遠，但中間有望出現較大的投資機會，投資者值得關注。

據中國財政部公布的數據，截至2014年10月底，國有企業資產總額達到100.41萬億元(人民幣，下同)，其中中央企業資產總額為52.60萬億元，地方國有企業資產總額為47.80萬億元。營運方面，今年首10月國營業務總收入同比增長4.5%，但營運總成本卻按年上升4.8%；負債總額同比上升12.1%，亦高於11.9%的資產總額增幅，國企的營運狀況不容樂觀。毫無疑問，國企資產規模非常龐大，但糟糕的營運效率嚴重妨礙了國企的發展，更對整體經濟增長造成拖累。

提升國企效率 改革勢在必行

現時很多國企存在責任不明、管理低下、嚴重依賴財政補助等問題。由於政策傾斜，國企無論是融資，還是取得土

地，均比民營容易得多。這些不平等優勢幫助國企在眾多行業取得壟斷地位，民營資本的發展不斷被打壓，過去10年內地出現了明顯的「國進民退」現象。但是，無論是對GDP和稅收的貢獻，還是提供就業職位數量等方面來看，民營企業已經是內地經濟最大的貢獻者。因此，要實現穩增長的目標，一方面要為民企減壓，另一方面要提升國企效率，改革勢在必行。

或遇重重阻力 惟前景仍吸引

由1978年內地改革開放至今，國企改革先後經歷了放權讓利、利改稅、承包制為主導和全面改革4個階段，改革的最終目標是將國有企業改造成現代化公司制企業。十八屆三中全會提出深化國企改革的方向，如今改革思路已漸漸清晰，主要包括推動混合所有制、分類監管、員工持股及薪酬改革等方面。這些改革可以某程度上激發國企的活力，提高營運效率，同時提升了民企的話語權，惟推行過程可能會遇到重重阻力。

推行混合制雖然打開了民營資本進入國企的大門，但民營資本沒有決策參與權，積極性存疑；國企則擔心國有資產流失，且利益被攤薄，改革意慾不大。薪酬制度更是直接動了既得利益者的蛋糕，恐打擊管理層的積極性。儘管如此，國企改革的發展前景仍非常值得期待。由於改革涉及資產規模龐大，部分行業格局可能會被改變，投資機會大，值得留意。

美國經濟續現優勢

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

美國經濟繼續展現優勢：在持續增長下，我們開始看到市場領導地位在轉移。上周的經濟數據支持了美國經濟將繼續領先其他大多數已發展國家的看法。ISM製造業和服務業指數在11月的數值均遠勝預期。雖然初步的假期銷售數字令人失望(按年下跌11%)，但這較可能是由於消費習慣改變，而不是轉弱的跡象。最重要的是，11月的非農就業人數急升到32.1萬人，是2012年以來最大的單月增幅。三個月的移動平均目標目前近28萬，差不多是今年較早時候的兩倍。

經濟造好對美國的資產造成可以預見的影響。首先，雖然長期利率率依舊不振，但短期利率正在上升。美國兩年期國庫債券的利率率上升至超過0.60%，是2011年春季以來最高水平。其次，增長加快正開始帶動更多周期性股票取得較佳的相對表現。過去1個月來，道瓊斯運輸指數上升近4%，該指數亦是油價下跌的主要受益者；費城半導體指數則升約8%左右。與此同時，防禦類股的表現開始落後大市，道瓊斯公用事業指數同期下跌近2%。我們預期這股趨勢在2015年將會持續。

中國開始放緩

雖然美國經濟似乎靠穩，但其他經濟體正在放緩。中國上周令人失望的製造業調查就反映了這一點，中國的採購經理人指數下跌到8個月來的低位。德國的採購經理人指數在上月亦下跌至收縮的範圍內(雖然德國的工廠訂單遠超預期)。

內地通脹水平偏低

中銀香港發展規劃部經濟研究員

劉振華



資料來源：國家統計局、中銀香港研究

內地新公布的11月消費價格指數(CPI)總水平同比上漲1.4%，比10月下降0.2個百分點，創2009年12月以來新低。11月食品價格同比上漲2.3%，比10月下降0.2個百分點，為2012年11月以來的最低值。

在影響消費價格變動的各項因素中，食品價格影響居民消費價格總水平漲約0.77個百分點。其中，蛋價上漲16.5%，鮮果價格上漲14.0%，但豬肉價格下降3.8%，蔬菜

價格下降5.2%。另外，居住價格同比上漲1.4%，其中住房租金價格上漲2.4%。

另外，服務價格的上漲超過物價總體漲幅及同類產品價格漲幅。其中，衣着加工服務費上漲5.9%，超過服裝價格2.7%的漲幅；家庭服務及加工維修服務價格上漲7.3%，超過耐用消費品0.3%的漲幅；車輛使用及維修費上漲3.3%，交通和通訊產品類價格均有下降；教育服務價格上漲2.9%，旅遊價格則下降2.9%。服務價格的上漲反映內地經濟結構中第三產業佔比上升，以及勞動力供求變化的綜合結果。

貨幣政策有調整空間

11月的CPI和食品價格遠低於3.5%的目標，反映未來貨幣政策仍有較大空間。另外，物價漲幅持續走低反映當前經濟運行仍然存在有效需求不足。

11月內地工業生產者出廠價格指數(PPI)同比下降2.7%，比10月的跌幅擴大0.5個百分點。

工業生產者出廠價格中，生產資料價格同比下降3.5%，比10月的跌幅擴大0.5個百分點，生產資料價格下降基本上貢獻了PPI全部的跌幅。其中，採掘工業價格下降10.7%，原材料工業價格下降4.7%，加工工業價格下降2.3%，跌幅均比10月擴大。

助基層置業

縮貧富差距

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

「佔領」運動進入尾聲，社會上支持清場之聲愈趨壯大，相信執法者清場會在不久的將來完成。特區政府一方面為「後佔領」繼續推行政改新一期工作作準備，另一方面着手研究緩解部分人不滿社會現狀的深層次矛盾，當中包括提升年輕人向上流動的機會，以及想辦法解決基層人士置業難的問題，後者亦被視為收窄貧富懸殊差距的其中一個答案。

港府在資助房屋範疇方面，早已落實推出新居屋計劃，並於早前宣布會在明年中加推「白居二」名額。「佔領」行動的參與者多屬年輕人及基層人士，隱約反映這些群組的社會人士較為不滿社會現狀。有需要對症下藥，舒緩他們所不滿的問題。

有評論認為新居屋雖然以市價七折發售，定價仍達幾百萬元，繳付首期及按月還按揭供款，對本港入息中位數只得每月二萬多元的普羅家庭來說，仍是負擔不起，更遑論剛投身社會工作的年輕人，就算擁有專業人士資格，要上車仍是談何容易。況且你一邊節衣縮食希望儲蓄首期，但樓價仍在跑動不等人，一般家庭的收入追不上樓價升幅。

工聯會倡推「新夾屋」

近日有消息傳出，政府有意在居屋之下引入多一層階梯，傳媒報道焦點在於研究新建公屋整幢出售的可行性。適逢這個時候，工聯會亦提出建議政府推出一項名為「安居易」的新夾心階層置業計劃(下稱新夾屋)，以建築成本價出售，每單位實用面積250方呎至400方呎，即是售價約100萬元至160萬元不等，期望每年推2,000戶至3,000戶，建議首期為樓價的3%，即首付3萬元至5萬元，即可上車。

能產生接駁橋作用

姑勿論將來是否真的推出上述「新夾屋」計劃，而假如推出的話，具體方案又會否與工聯會所建議的一樣。筆者認同在今天的環境，置業階梯在新居屋之下引入一個緩衝層這個概念可行，假如做得好，的確有助產生接駁橋的作用，有利於緩解社會上源於置業難的怨氣。這是一個值得深入研究的方案，以整幢公屋出售，可免卻以前租置計劃中出現的一苑兩管的爭拗。把公屋以全免地價方式出售，表面上是政府豁免了小業主地價的全部，這樣做會否太慷慨？但想深一層，你原本做出租屋就根本是補貼地價及建築費，且這些補貼差不多是永遠收不回的。而把新建公屋出售，可以讓房委會即時收回建築成本，有助於資金周轉，地價亦可以在禁售期過後，如小業主選擇出售單位，可到時要求其補回給房委。

有效加快公屋流轉

議論中的「新夾屋」以免地價出售，可考慮拉長禁售期到10年甚至15年，將來禁售期滿，需要向房委補回當時市值的地價才可在公開市場出售。至於應該優先售予那些人士，可以考慮按照目前推「新居屋」綠白表的60:40比例，只不過是入息上限調低至現時本港家庭入息中位數，好讓中低收入家庭有較大機會較快速上車。綠表客購入夾屋後，把原本租住的公屋單位交回房署，可供編配給輪候中的申請者，於是公屋亦可加快流轉。



港府在資助房屋範疇方面，早已落實推出新居屋計劃。資料圖片

油價跌利經濟增長恐誇大

路透社點透視專欄作家

Edward Hadas

熱點透視

油價下跌為全球經濟成長帶來紅利，這種說法可能有些誇大其詞。外界普遍認為，原油價格暴跌有利已步履維艱的經濟。然而其主要影響不是利好全球整體產出，而是改變了收入分配。即便如此，國內生產總值(GDP)由產油國向石油進口國的轉移規模亦可能遠低於1%。

石油供求相當穩定

如果油價充分反映了生產成本，那麼自6月以來油價40%的降幅肯定會顯露一些重大訊息：要麼發現新的、便宜得多的原油來源，要麼就是需求大幅萎縮。需求萎縮很快會導致產量銳減。實際上，此次油價下降(布蘭特原油價格從每桶115美元降至68美元)之時，供需面相當穩定。

據國際能源署(IEA)資料，雖然需求增速減緩，但2014年整體石油消費量較年初預估值水平降幅不到1%。不為人樂見的供應過剩規模同樣微不足道：IEA報告顯示，庫存仍低於平均水平。平均產油成本亦未大幅下降。就算是生產成本有變化，或許也是在上升。油價之前3年多時間裡基本保持在100美元以上，這激勵鑽探公司持續投資成本較高的油源。

的確，在實體經濟方面，石油產業似乎與這波跌勢開始前並無兩樣。原油產量基本不變，且不包括開採稅(Royalty)和其他稅費的總成本亦幾乎相同。行業專家稱，目前對於幾乎所有原油產出來說，油價在每桶70美元甚至60美元均可以帶來利潤。

如果油價繼續保持偏低水平，高成本的產出投資將減緩。西方一些大型上市油企將難以承受，因為其低成本儲備資源很少。但國有油企可以輕鬆滿足全球需求，即便油價再低一些亦能接受。

資金轉移規模可觀

油價下降對現金分配產生嚴重影響。消費者手中的資金將更多，生產商資金減少。資金變化規模相當可觀。據英國BP的2013年能源業年度統計數據，每桶降價40美元令生產商現金流減少約1.3萬億(兆)美元，或相當於全球名義GDP的

1.7%。這聽起來像是對經濟的一大助力，但並非所有油價下跌的節約效應能盡數傳導。首先，對全球原油產出的三分之一而言，其生產和配銷均在同一國內完成，所以其轉移效應並不會那麼明顯。油價下跌恐怕不會對全國GDP成長率帶來太大影響，因為消費者所得到的好處或多或少將被生產商的損失所抵銷。

中東地區主要輸家

全球約有三分之二的原油產出是屬於跨區域消費。以BP的數據來看，油價每桶下跌40%美元，跨區域支付將減少8,000億美元左右，相當於全球GDP的1.1%。最大的贏家是歐洲，可以節省1,450億美元，美國則可以省下950億美元，中國省下920億美元。主要輸家為中東地區及前蘇聯國家，將分別減少2,680億美元及1,240億美元的收入。

然而消費和投資的變化幅度將小於8,000億美元。對於出口國而言，有很大部分的原油銷售收入一直是用於儲蓄而非支出。原油產生的現金收入往往會借貸給進口國，或在進口國投資，這將推升進口國資產價格，並帶動當地消費。油價下跌首先將會降低這部分資金流動。

就進口國而言，並非所有油價下跌所帶來的財富均會花在其他替代消費財(消費品)上。油價下跌所釋出的資金有很大部分將會用於還債，或者是推高金融資產價格。在為發達的原油進口經濟體中，油價下跌的收益用於財務目的的比重可能會特別高，這些經濟體幾乎全部有老齡化及財務槓桿過高的問題。

不幸的是，無法取得原油出口國資金外流的確切數據，同時無法預測進口國的消費者行為。對於多數大型原油進口國而言，油價下跌的紅利可能不多，遠不到其GDP的1%，且這只會發生單次效應。唯有油價在2015年續跌，這種效應才會重演。

油價下跌受到歡迎有許多個理由。油價下跌是公平的，這消除了超額獲利，亦阻止那些不必要的高成本原油投資，同時還減少了一些毫無經濟意義、但在全球各地四處流竄的游資。然而油價下跌恐怕無法長時間大幅提高經濟成長。

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。