

新興市場或再現資金外流

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局較早前議息後，基本上已經接近完成量寬工作，只欠10月份停止買債150億美元便可。然而，市場對加息時間、速度與幅度不一，才令是次會議變得更加重要。惟主席耶倫似乎仍在賣關子，未有明確表明情況。但從會後聲明、聯儲局的點陣圖利率及耶倫會後的講話，可以反映一切。

聯儲局明年加息幅度增

首先，會後聲明中對超低利率的看法，仍然維持「一段合適的時間」，意味聯儲局仍可維持早前主席耶倫的講話，在停止買債的六個月後，才可能上調利率。另外，會後聲明維持對就業市場一定程度的關注，仍然維持對工資增長率及勞動參與率雙雙維持偏低的情況，感到不太滿意。另外，由於當日公布的8月份消費物價指數按月出現負增長，反映美國物價上升壓力不大。

聯儲局未來加息的路徑，對不少投資者產生了興趣。依目前情況看，是希望把加息的時間進一步延後才開始加息，但利率上升的時間及速度將會加快。為何聯儲局採取了相關的策略？1.反映聯儲局對美國經濟復甦仍有懷疑，更恐怕一旦之後經濟惡化，可能需要更大力度減息，令政策出現混亂。2.維持低息及容許通脹高於目標水平，可舒緩通脹較低及增長緩慢，對經濟帶來的壓力。

聯儲局最早在明年次季加息

中銀香港發展規劃部經濟研究員

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，聯邦基金利率一如所料維持在0%至0.25%。會議後聲明的重點是委員會關於前瞻指引部分內容進行的修改，對未來利率調整的時間與步伐均有重要啟示。

在時間方面，聯儲局最早將在2015年第二季加息。最新一份聲明中刪除了指標利率在一段長時間內維持不變的字眼，取而代之的是聯儲局在利率調整方面將保持耐性。值得注意的是，主席耶倫提到很可能在未來兩次會議中都不會加息。聯儲局在明年四月未舉行第三次會議，屆時亦成為加息可能出現的最早日期。

加息步伐有望保持溫和

在幅度方面，加息步伐有望保持溫和。根據公開市場委員會成員的中位數預測，與上次前瞻指引相比，決策者認為未來加息步伐或有所放緩。按照其展望，在2015年、2016年、2017年年底時，聯邦基金利率分別升至1.125%、2.5%、3.625%。同時，耶倫特別提到不希望市場認為聯儲局會如上次加息周期一樣，每次會議均調升指標利率0.25%。由此推

軍工業發展前景廣闊

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，軍事改革受到中國政府高度重視，軍工板塊受益政策利好不斷走高，明年料將繼續成為市場關注熱點。雖然過去二、三十年中國國防支出持續上升，但佔GDP比重仍大幅落後世界平均水平，仍有較大的增長空間。此外，近年中國與周邊國家磨擦增加，軍事升級非常必要。目前軍工領域改革已由資產整合過渡到體制編制、政策制度改革和軍民融合三大方面。軍工行業發展前景廣闊，但對政策依賴性太高，行情容易出現反覆波動，投資者需保持審慎。

軍費比例低 提升空間大

2014年中國國防預算為8,032億元（人民幣，下同），按年上升12%，預計佔GDP（保守估算2014年中國GDP為60萬億元）比例為1.3%左右。而美國、俄羅斯、英國及日本等國，軍費佔GDP比重都在2%至4%之間。若以3%的世界平均水平為目標計，中國軍費支出還有過萬億元的增長空間，軍工行業發展空間巨大。據統計，截至2012年底，內地獲得武器裝備科研生產許可證的單位總數已超過1,800家，其中非公有制企業超過500家，上市公司超過70間，涵蓋領域眾多。軍工行業毛利率較傳統行業高，且仍擁有極大的增長空

供應未跟上 劊房環節唯有忍

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

長遠房屋策略報告，推算自2015/16年度起計十年的房屋供應目標為48萬個單位。比較去年長策會所公佈的47萬個單位增加了一個，主因是劊房數目最新數字上升，基層住屋需求增加，新增一萬個單位出售的資助房屋。最新的建屋目標被視為未來十年的公私營房屋的總需求量，要達致這個建屋目標，社會各界應與政府共同努力互相配合，才有機會完成這個艱巨的任務。

全港住屋欠佳戶增近兩萬

長策報告，最新評估全港居住環境欠佳住戶需求增加近兩萬戶，於是把公營房屋十年目標從去年的28萬修訂為29萬個單位，當中9萬個為出售資助房屋，而私營房屋單位維持19萬個。維持公營房屋供應為60：40，相信是不欲在這個階段改動公營房屋的供應比例。在應付基層置業需求這方面，或於稍後有針對性的資助房屋形式出現。

統計處去年調查，推算劊房為86,000個，比對去年長策會委託機構所做調查的67,000個，大幅增加三成，基層住房欠理想或許是社會怨氣的來源之一，在公營房屋尤其出租公屋未能大幅增加之前，在現行政治氣氛下，不宜在劊房環節做太大動作。

運房局否決了長策會及部分委員提出的租務管制、過渡性住房和劊房登記等建議。筆者理解亦認同其決定，重設租管

聯儲局對加息採取這樣緩慢的態度，亦考慮到聯儲局的資產負債表收縮速度的問題。若短期國債息率需要回升至2厘水平的話，聯儲局的資產負債表規模將需要大幅收縮。因此，聯儲局的退市將會非常漫長，而且態度不會太急進。

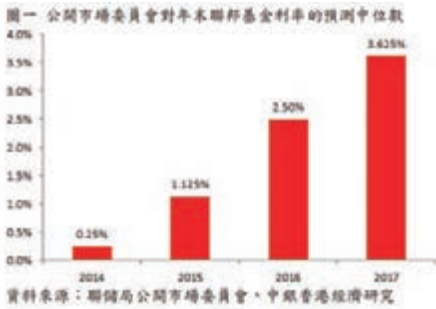
依目前情況看，美國經濟明年增長將較今年為高。較高的經濟增長預測，可望推升明年美股的企業盈利，推動美股向好。但目前在17,000點以上，未來美股的升勢，未必似由去年至今上半年的持續升勢，而可能出現反覆上升的情況。過去的研究顯示，當美國通脹在1%至3%時，美股的整體市盈率較高，但高通脹及通縮出現時，美股的估值仍隨之下降，反映溫和經濟增長是對美股最為有利的。

歐日或有再放水機會

雖然美國收水已成必然之局，但歐洲及日本經濟非常疲弱，恐有再度放水的機會，令歐日央行的資產進一步增加。若歐洲央行最終大舉放水，預料對當地股市有利，而明年可能出現這個時機。始終美國開始收水的情況下，對新興市場帶來的壓力不容忽視。怎樣看指標，相信仍是兩大關鍵：兩赤問題(經常帳及財政)。可能較受影響的國家，例如是南非、巴西、印度、印尼及土耳其等。新興市場個別貨幣出現回落，或顯示部分資金流出新興市場。若美國加息的速度與幅度較預期快，可能令資金流出新興市場的情況增加。至於怎樣留意到？新興市場股匯債將會有進一步的啟示。另外要留意的是金價可能受美元持續轉強的影響，將有機會跌穿1,200美元水平，而下個支持位在1,180美元。

斷，美國未來加息的幅度與頻率有望相對溫和。

無論聯儲局是否在明年次季開始加息，零利率政策早已不合時宜。將指標利率降至下限，是金融海嘯最危急時期的非常手段。惟美國經濟已連續五年擴張，失業率反覆下跌，股市徘徊於歷史高位。增長雖然算不上強勁，但與危機時的狀況相比存在天淵之別(見表一)。從制定貨幣政策的角度考慮，可能永遠也不會出現利率正常化的完美時刻及條件。然而，零利率政策的壽命顯然已經超過其有效期。



	2009年	2014年
GDP	-2.8%	2.4% (預計)
失業率	10.0% (最高位)	5.8% (最低位)
標普500指數	677 (最低位)	2,075 (最高位)
聯邦基金利率	0%至0.25%	0%至0.25%

資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

間，行業前景非常吸引。

軍民融合 扶持特殊領域

相比發達國家，中國軍工企業體制落後，市場化程度低，雖然軍費支出增速較快，行業發展仍相對緩慢。為提升企業效率，改革是唯一出路。資產證券化是軍工企業資產整合的主要方式，證券化可以降低企業資產負債率，提升其科研能力及市場競爭力。但由於軍工屬較為敏感行業，短時間內難以全面推行證券化，現階段或會配合混合所有制改革進行過渡。通過混合制引入民資，實現民參軍、軍民融合，一方面可以為行業注入新資本，另一方面也可改善企業營運效率，完善管理制度，實現雙贏。

對於一些特殊領域，中國也不斷出台政策進行扶持。航空發動機作為重點發展對象，中國已經成立千億級專項資金來支持其發展。此外，中國也大力支持北斗導航系統的發展，不斷拓寬民用市場。上月更試點開放1,000米以下低空空域，鼓勵通用航空產業的發展。這些措施充分顯示出中國發展軍工產業的決心，料未來有更多利好消息釋放出來。

筆者認為，近年中國與周邊國家領土紛爭日趨激烈，國防壓力不斷增大，料強軍政策較長時間內不會改變。軍隊現代化建設需要大量先進軍事裝備，軍工板塊將長期受惠，發展前景惹人憧憬。惟軍工行業受政策影響大，業務上也非常依賴政府訂單，企業發展前景分化，投資者需要留意。

和登記劊房兩者皆影響供應，貿然實施這兩項措施，未必收到舒緩租金上升壓力的效果，甚至出現反效果，最根本的答案還是增加整體房屋供應。另外，假如找到可建過渡性住房的土地，何不索性直接建出租公屋？

有評論指建屋十年新目標只提出了問題，卻未有為怎樣達致所指的公私營房屋目標提供完整的答案。正如當局指出，目前覓得的土地，只能提供2015/16年度起計十年內的25.4萬個公營單位，比對十年目標29萬個，即仍欠3.6萬個單位未有着落。另外，在私營房屋供應方面亦可能有類似問題，有人估計，港府在未來十年的頭五年，每年出售可建1.9萬單位的住宅用地問題不大，但後五年的可出售住宅用地，則視乎目前推行中的各類包括改劃用地及新市鎮開發等的進度。要滿足各類房屋需求，「地」從何來？還是需要社會各界共同努力，互相配合才能解決的問題。

應盡量支持政府開發新市鎮

房屋問題一環扣一環，穩定樓價及租金需要持續而穩定的土地及房屋供應，能夠讓基層人士置業，亦可舒緩社會上的貧富差距，傳聞中的整幢公屋出售予綠白表人士值得深化研究。筆者呼籲社會各界應更了解及體諒政府在解決房屋問題所面對的困難，在開發土地方面，地區人士應給予政府各部門支持，比如把已發展地區周邊的「綠化」地及「棕」地，改劃成住宅用地時予以支持，在政府開發各新市鎮方面亦盡量合作，未來始有機會達致中長期房屋供應目標。

美鋪路加息 投資者應留心風險

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

美國聯儲局於本港時間周四（18日）凌晨公布議息會議結果，一如外界所料，把維持低利率一段時間的字眼刪去，而對於加息一事，主席耶倫的說法亦很簡單直接，未來兩次議息機會都甚微。故此，大家不約而同，可以估算得到，應該還是絕大多數人過去幾個月的猜想，明年年中，即大約6個月的時間，可能是第一次加息的時間。

油價反彈只是趁低平淡倉

結果公布後，金融市場的反應很正面，連續幾天走低的美股終見大幅反彈，而美元也回復早前強勢。相比之下，金價未有太大受壓，而油價由低位反彈，都只說明了，此前的商品市場拆倉活動急而勁，短線已有人趁低平倉，而不代表加息不重要，更不代表美元不再強勢。

當然，能夠達到這樣的一如外界所料，絕非易事，而是聯儲局作為中央銀行的重要一步棋，為了調節大家的預期，做好期望管理。過去幾年，由伯南克到耶倫，可以用得上的工夫都用上，為的是大家可以不太偏離央行希望得到的路徑。

說起來，那不單是透過相熟傳媒放風那麼簡單，因為放風是一回事，最終如何又是另一回事。隨著金融市場有不同解讀，可能迫使央行對於本身打算執行的事有所改變，或延遲或提早，或加大或減少，都是應該要預算在內的潛在壓力。

央行做得好，主要是言行一致，透過不斷的以具體行動，回應市場的想法，而從旁以言論直接或間接地修正大家的想法，讓市場參與者自行形成本身的預期，而這種預期又是央行所樂於見到的。

無論如何，由過往的非常時期非常手段，過渡到將來的正常時期正常手段，少一點耐性都不可以。此之所以，聯儲局最新的說法是，對於加息，將會有耐性，換句話說，是不急於加息。當然，不急不急，不等於應加時不去加。故此，大家要從話中聽到話，弦外之音不可漏聽。

從數據實況而言之，美國經濟復甦有力，失業改善，當前最大隱憂是通脹未回到局方期望的水平。但近期所見，已有不錯表現，只是短期的能源價格走低可能拖低了這方面，不可完全作準。

正由非常時期回到正常

以此觀之，一切只是時間的遲早問題，不加不加還須加，才可真正由非常時期回到正常時期，但由於之前的金融海嘯和伴隨而來的量寬和退市，都是如此大規模，故此，一切必須計及市場反應。寧願慢一點，不能操之過急，不能隨便而行，一切要在掌握中，那必須小心計算市場的期望，盡量調較，務求不出亂子。

然而，說到底，加息既然勢在必行，則美元過往半年的明顯強勢，當然是正常現象，這段日子所見，各種資產價格在拆倉潮下，無不大幅波動，由目前至外界期望的6月加息日期之間，美元強勢之下，恐怕仍有更多波動，投資者要當心風險才好。



■圖為美國聯儲局。

資料圖片

俄戰略反擊或讓世界大吃一驚

路透社專欄作者，中國商務部國際貿易經濟合作研究院研究員

金柏松

當前全球油價暴跌，引發俄羅斯盧布崩跌，股市急挫，經濟遭受重創，這是烏克蘭事件爆發以來的第二回合。第一回合，烏克蘭政權突變，俄羅斯搶奪克里米亞，支持烏克蘭東部地區獨立，在地緣衝突中佔取上風。但第二回合美歐日對俄羅斯實行經濟制裁，引發油價暴跌，則西方優勢得到發揮，扳回一局。如果有人認為由此俄羅斯將再次發生政權更迭、政治動盪，恐怕得出的結論尚早。

一、關於俄羅斯民族的資質

首先，從歷史上分析，俄羅斯民族在面對外部強大壓力時，往往抗壓能力也會隨之增加。早在拿破侖東征、二戰德國重兵圍困莫斯科、斯大林格勒，俄羅斯都以絕地反擊大獲全勝。其次，俄羅斯不乏戰略人才，精英團隊往往在關鍵時刻可以發揮聰明智慧，如二戰時期的朱可夫元帥。俄羅斯總統普京也是傳奇性人物，將在人類歷史上留下濃重的一筆。

二、總結前兩回合經驗教訓

在第一回合，俄羅斯發揮地緣優勢，長期與烏克蘭保持密切關係，熟悉情況，因此，可以迅速作出反應，駕輕就熟地採取行動。而西方沒有預料到俄羅斯當時會採取哪些行動，所以，應對行動遲緩而力度有欠缺。

在第二回合，採取經濟制裁，初期的措施，俄羅斯並未感到「疼痛」，受到傷害不大。然而，當美國以金融制裁為先，拿起「石油武器」，一再打壓油價時。美國立刻感覺到信心滿滿，如做空盧布，全球媒體炒作，心理戰等。

作為俄羅斯，在第一回合應該汲取教訓就是烏克蘭東部發生的那起空難。俄羅斯或是暗中運作，或是對東部亂軍失控，總是負有重要責任。此事件一出，全球輿論嘩然，無論俄羅斯如何辯解，已經於事無補。

既然油價打開下跌通道，一方面令俄羅斯經濟遭受重創，另一方面經濟運行慣例就是周而復

始。此番油價上漲始於2002年，同時還發生美元長期下跌，以美元計價原油、大宗商品價格相反運作，以及中國經濟規模巨大的同時增速在10%左右，吃掉全球新增供給約50%等等，三大因素引發一場歷時10年油價上漲周期。

三、油價下跌何時休？

此次油價下跌，恰逢美元走強，進入上升周期，中國經濟增速將長期放緩，或許能企穩在4%至6%水平，世界新增資源、能源需求將呈現長期疲弱態勢。此外，全球碳減排強約束下，油價如何下跌，各國都不會明顯恢復或增加對資源、能源的需求。因此，三大因素將引導油價長期下跌，直到生產成本、與生產量、與需求達到新的平衡。預計應該在30美元至40美元之間。

四、俄羅斯反擊路線圖

筆者既不是俄羅斯人，必然不知道其反擊時間、內容等情況。但不妨猜猜看，以饕餮者好奇心之。

首先，我們分析俄羅斯優勢領域，軍事、政治、大國戰略思維、克格勃，與西方擁有長期對陣經驗，對西方戰略戰術了然於胸，可以做到知己知彼。

其次，俄羅斯將以優勢領域在西方陣營薄弱環節下手。例如，歐盟希臘債務危機隱患，意大利國債疊疊，德法在維護歐盟財政紀律、以量寬政策救市等方面有意見分歧。歐元區為制裁措施已經付出巨大代價，經濟復甦出現曲折，甚至再次進入衰退。因此，歐盟有休戰意願，與美國意見、步調和期待達到的目的存在明顯的溫度差異。這些都是俄羅斯可以下手實施反擊之處。

其三，烏克蘭成為此次爭端最大受害者。不僅冬季取暖成問題，經濟大危機，日常生活都已經非常困難。烏克蘭國民應該反省究竟大家追求、嚮往的是什麼？付出代價的結果實際上就是必須自立。既不能依靠俄羅斯，也不能依靠歐美。世界上沒有免費的晚餐。一旦烏克蘭自己崛起，積極自立發展經濟，實現經濟獨立，則一切地緣爭端都有望煙消雲散。