

分析歐美央行最新貨幣政策

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

上星期最令市場矚目的事情，莫過於歐洲央行終於宣布全面寬量計劃，由今年3月起，每月購買資產額600億歐元，直至明年9月，即規模達到1.14歐元，遠超出市場預期的5,000億歐元。另外，歐洲央行行長德拉吉更表明，一旦通脹未如理想，央行將可能延續寬量計劃。雖然央行的力度超出預期，令市場感到驚喜，但市場對計劃未來的落實仍有保留。

量寬難即時見功

保守派特別指出，若歐洲通脹重回正軌，央行需要走漫長的路，現在才是剛開始。歐洲央行亦要明白到，買債計劃需要採取開放式（即不設上限），才可以刺激大家的通脹預期。從美國聯儲局以至近年日本央行的寬量計劃顯示，央行作出了第一輪寬量措施後，未必可以即時拯救經濟。因此，若歐洲央行需要進行第二甚至第三輪的寬量措施，投資者實在不應感到意外。

美國由2008年金融海嘯至QE3，聯儲局的資產負債表規模，由不足1萬億美元，急升至近期的大約4.5萬億美元。若歐洲央行真的想擺脫通縮陰影，恐怕至少要推出大約兩三萬億歐元的寬量計劃，意味著歐洲央行未來仍可能推出至少兩次，規模逾萬億歐元的寬量計劃。另外，對比美國，歐洲目前仍未有推行有效的財政政策及結構改革，故外界對歐元區經濟前景不如美國般樂觀。此外，即使流動性充裕，但能否

引導資金流入實體經濟，亦有疑問。

兩指標反映成效

投資者可以留意兩大指標，以顯示投資者對歐洲央行QE的信心程度：首先，要留意德國與意大利及西班牙的息差會否擴闊。若果息差大幅擴大，意味著市場懷疑歐洲QE的成效。若歐元兌美元大幅回升至1.15，甚至1.18以上，意味著市場質疑歐洲央行QE的成效。

至於聯儲局議息方面，一如預期於是次昨日會議上，未有提出加息時間表。是次議息聲明中，除了維持對美國經濟及勞工市場前景保持信心外，亦指出勞工市場資源沒有被充分使用的問題正持續消退；家庭開支正溫和上升，近期能源價格下跌增加了家庭的購買力。此外，對於能源價格下跌，令消費物價出現下跌的問題，似乎預示環境將會有所改善，中期通脹將會逐步上升至2%水平。

這兩大點反駁了市場上提出的論點，包括能源價格下跌，會否對美國帶來通縮威脅，以及經濟前景會否受外圍影響。對於外圍多國央行持續推出寬鬆貨幣政策，聯儲局只於是次聲明中，提出了國際市場上的關注，但即使俄羅斯或希臘目前出現的問題，亦不會影響到聯儲局目前的貨幣政策決定。

耶倫於去年12月的會議後表示，聯儲局對加息時間將會更有耐性，並解釋加息時間可能在兩次會議後，暗示聯儲局將於6月便可首次加息。若依照目前環境來看，聯儲局最快將於3月會議後，在聲明上有字眼的改變。不過日前美債等金融市場完全未反映聯儲局可能於6月加息，一旦成為事實，可能為市場帶來影響。

美聯儲無懼海外風雨飄搖

路透熱點透視專欄作家

Daniel Indiviglio

熱點透視

當其他央行幾乎驚慌失措時，美聯儲局卻處之泰然。雖然美聯儲暗示有些擔心海外動盪，但似乎仍準備在未來幾個月逐步加息。換句話說，只要海外局勢沒有影響到美國就行。

FOMC對前景感樂觀

根據美國聯邦公開市場委員會（FOMC）1月聲明，一眾委員對美國經濟的看法變得更加樂觀。他們指出美國經濟已經以「穩健」步伐擴張，但6周前還稱經濟只是「溫和」增長。這可能是出於以下幾個原因。低油價已帶動支出和改善信心。就業亦持續改善，失業率有望在今年稍晚達到部分分析師認為的中性水平5%。

通脹問題有一點棘手。油價暴跌，意味著通脹率目前「進一步低於」FOMC的目標。不過，聯儲局用來衡量通脹預期

的指標，即扣除能源和食品的所謂「核心」物價，實際上在2014年的後半年要比頭幾個月小幅上升。即便這樣，11月個人消費支出物價指數同比升速為1.4%，仍遠低於局方的2%目標。

摩根士丹利認為，這兩個相互矛盾的信號不禁讓人懷疑美聯儲局是否會延後加息時間，最快要等到6月，甚至要等到明年。這與其他幾家央行形成鮮明對比。過去幾周，先是瑞士央行放棄瑞郎兌歐元匯率上限政策，接着加拿大央行宣布降息，然後歐洲央行啟動了最新量化寬鬆計劃。

這些行動實際上可能為美聯儲按原定計劃前進，及專注於國內職責提供了部分支持。但是，1月聲明提到會考慮「國際」形勢，亦為聯儲創造了少量迴旋餘地。如果油價下跌和海外央行的行動均為美國帶來衝擊，那麼美聯儲可能會拋棄原定計劃。不過，考慮到美聯儲局主席耶倫和同僚對美國經濟抱有信心，因此倘若貨幣政策轉向，則可能會讓市場大感意外，造成最大的衝擊。

聯儲局議息 債市卻不為所動

中銀香港經濟研究員

卓亮

在最新一份貨幣政策聲明中，聯儲局公開市場委員會提升了其對經濟表現的評估，同時亦不太擔心通脹下滑的影響。從聲明具體內容來看，基本上沒有任何跡象顯示聯儲局有意推遲利率正常化。

對通脹前景有信心

在措辭方面，聲明對經濟增長動力的描述從「溫和」提高至「穩固」。關於職位增長的評語，更從「穩固」進一步改善至「強勁」。另外，聯儲局對通脹前景異常有信心，表示通脹即使在短期內可能繼續下跌，亦不會影響到中期回升至2%的目標。決策者甚至一反常態，強調低能源價格有助增加消費者購買力，所謂通脹過低的擔憂無跡可尋。

雖然今年公開市場委員會中有投票權的成員多屬鴿派人士，但這份聲明卻充滿鷹派氣息，表面上顯示今年加息勢在必行。從經濟指標的表現來看，美國理論上已有加息的必要。泰勒法則（Taylor rule）是根據聯儲局的就業最大化以及通脹穩定兩項政策目標來推算聯邦基金利率正常水平的工具。根據聯儲局三藩市分局研究所得的泰勒法則參數來推算，基準利率目前理應處在約2.5%，較實際水平高出一大截。

然而，債市卻完全不為所動。昨日美國十年期國債息息曾低見1.7%，收報1.72%，為20個月低位。三十年期債息更跌至2.29%，單日跌幅高達11個基點，再創歷史新低，顯示債市對利率正常化的進展表懷疑。債市與聯儲局誰對誰錯，將在年內見真章。如果聯儲局最終決定推遲加息，就證明決策者對經濟前景過於樂觀。

另一方面，如果聯儲局堅持加息，近月已不斷收窄的長短息差將進一步縮小，逐漸扁平甚至倒掛的息息曲線一直是經

內地煤炭業前景仍黯淡

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

隨著美元逐步走強，今年全球主要大宗商品價格持續走低。煤炭是主要的能源商品之一，前景亦不容樂觀。內地煤炭行業已積弱多時，去年7月中國政府開始干預市場，除了減少內地煤炭供應和進口量，亦為煤炭提供稅費優惠，減輕其負擔，以扭轉頹勢。上年內地煤炭年產量14年來首次下跌，但由於需求疲弱，煤價亦持續下滑，行業虧損嚴重，發展前景仍難言改善。筆者預計，內地煤炭業今年較大機會會持續低迷，行業洗牌或會提速，龍頭煤企的表現值得關注。

限制產能 煤價喘定

去年7月，內地煤炭價格創下新低之後，國家發改委迅速採取措施應對。首先，將內地煤炭全年產量和進口量分別削減1.5億噸和0.5億噸，效果顯著。去年1月至7月，中國煤炭產量同比增2.5%，但1月至11月，煤炭產量卻同比減少2.5%至36億噸。其次，政府開始徵收煤炭進口關稅，以減少進口量。自去年10月15日起，中國取消多種煤炭燃料的零進口暫定稅率，對應煤種恢復實施3%至6%的最惠國稅率。據海關公布數據，去年內地煉煤淨進口量同比下降17.12%至6,156萬噸。

儘管如此，內地煤炭產能上壓力仍然非常大。按照原計劃，內地2014年至2015年煤炭新增產能可以達到7.5億噸，

實際上雖然政府叫停不少項目，但產能基數仍然巨大，短期內難以大幅下降。另外，內地煤炭進口主要來自澳洲和印尼，去年1月至10月兩國分別佔中國煤炭總進口量的41%和21%，由於這兩國均與中國簽訂了自貿協議，可豁免煤炭進口稅，徵稅對其進口影響有限。

新規減稅 救助煤企

政府限制煤炭供應的同時，亦為煤企減輕稅費負擔。去年12月，內地啟動煤炭資源稅改革，從以量徵收變為以價徵收，稅率為坑口價的2%至10%，同時取消一些地方稅費。由於煤價持續下滑，新規定可以明顯降低煤企整體稅費，有助行業渡過難關。在多重政策刺激下，去年底煤價迎來小幅反彈。上年12月底，秦皇島山西西混煤價格達到每噸525元人民幣，比年內低價高出11%，下跌走勢得到緩和，惟長遠來看，行業供過於求問題仍未改變，煤價恐欠缺支撐。

目前煤炭下游需求低迷，短期內難有改善。據統計，去年1月至11月，內地火力發電量僅同比增長0.3%，生鐵產量同比增長0.4%，水泥產量同比增1.9%，尿素產量更按年下跌1%，下游需求極之疲弱。另外，長遠來看，清潔能源是內地未來發展重心，煤炭消耗量或會持續下降，行業前景不容樂觀。在此背景下，行業整合將會不斷加強，行業龍頭有望以較低成本收購小煤企，提升市場佔有率，重塑市場格局，值得留意。

聯儲局聲明外的真正關鍵

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

聯儲局最新的議息會議，終於在本港時間周四（29日）凌晨有決定，大家不感意外的，當然是利率維持在現水平；萬眾注目的，自然是聲明內的字裡行間，究竟有何微言大義，讓人參透聯儲局主席耶倫和一眾央行大員，心裡在想甚麼。

不過，公道一點，金融海嘯至今，聯儲局決策的透明度很高，且是刻意讓大家知道，建立決策的可信性，讓市場和央行博弈起來時，沒有那麼大的破壞力，反而是順着央行的意思去玩，則大家可以長炒長有。

不錯，今次聲明內，已沒有再提甚麼一段日子內維持低利率環境的說法，但這一點當然不稀奇，畢竟人人都在估何時加息，還說甚麼低利率呢？

數據改善 加息有期

相比之下，是當要大家對加息決定有耐性這一點，成為市場的焦點和標題。究竟有耐性，是說不會加息？抑或是延後加息？抑或乾脆大家不必猜甚麼時候加息，一切自有分曉？

是的，配合上聯儲局對於經濟的展望和數據的理解，不難發現，油價在過去一段日子大跌，自然降低了通脹的短期水平，但重點是中長期，那就未必足夠讓央行改變加息決定了。

另一邊廂，以失業等一眾數據而言，是有改善的，這一點有目共睹，如此一來，很難說得通不去啟動加息周期的。

當然，大家在一眾數據裡鑽，很容易會迷失了，究竟是甚麼關鍵因素，左右大局？答案當然是聯儲局本身。

後市發展 要看「預期」

誠然，很多人傾向認為，甚至聯儲局官員亦傾向聲稱，他們的決策是數據為本，這一點亦在很大程度上是對，但數據只不過反映了過去一段日子內，貨幣財政是否執行得當。對於前景，重點是預期，怎樣調節或改變外圍的預期，令市場的想法和央行一致，讓央行的每一步決定可以輕鬆奏效，這才是重點。

的確，由伯南克時代至今，這一點，從未改變過，數據重要，但不及人心對數據的解讀重要，更不及人心對數據解讀後的預期重要。

有了這一重了解，不難發現，外界往往是錯放了重點，見樹不見林，在聲明裡鑽了又鑽，得到的結果，通常甚滿意。相反，若把握了央行在跟市場博弈中，要建立可信性和雙贏的結果，有此一重點在手，不難順着思路，猜對央行大員的心思。

由去年9月至今，強美元之強，顯然是市場參與者的預期作祟，既退市完成，自有加息，不在本質之別，只在遲早之異。果如是，炒到近期，再以數據不濟云云，或歐洲央行量寬，帶起各國央行減息引發所謂貨幣戰云云，再論證聯儲局的決策大受影響，是不到位的。因為，一切要看預期，投資者的預期，早已在資產價格中反映了好幾個月，如今真正難度，是央行怎樣在市場近來的不加息預期，重新扭轉。



市場關注聯儲局議息會議所用字詞背後的意義。圖為聯儲局主席耶倫。資料圖片

九龍東成投資熱點

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

特首《施政報告》提出在九龍東發展「智慧城市」概念，該區定位為香港的CBD。適逢此時推出招標的觀塘鴻業街商業地，由領匯夥拍南豐以高於市場預期的58.6億元投得，創出買地歷史最高額單幅商業地皮的新紀錄，平均樓面地價約每方呎6,630元，亦是該區商業地呎價新高。

鴻業街地皮約7.36萬方呎，可建樓面約88萬方呎，限作商業/寫字樓用途，地段毗鄰前由花旗銀行斥資54億元購入的ONE BAY EAST，項目建成後，可享有維港包括郵輪碼頭等地標的景觀。該地一共有11家財團入標，兼以高價售出，證明業界看好該區前景，料九龍東未來會成投資熱點，大手物業成交或將陸續有來。

領匯策略轉型矚目

今次賣地矚目的地方，不只在於創出高價，市場焦點還在於「領匯」轉型邁出關鍵性的一步。過往該集團集中於翻新商場以提升租金回報，但自去年開始出售旗下9個商場物業，並在港鐵大圍站招標時遞交意向書，策略轉型早露端倪。今次夥拍南豐投得商業地，是集團第一次投地，亦是首個發展項目。有關人士指出，領匯佔60%權益，將集中於租務及物業管理；南豐佔40%權益，負責有關項目的監督及建築管理，看來是一個「強強組合」，將彼此的優勢運用於項目之上。

消息指地段投資額約100億元，將發展成兩幢甲級寫字樓、商場及停車場。區內早有MegaBox

直立式綜合零售及餐飲商場的成功例子，項目或可考慮加大零售商場的元素，相信以領匯豐富的管理商場經驗，在商場定位及租客組合等環節可發揮所長。

建議加大商場元素

有人認為領匯加入地產發展行列，由過往商場收租股轉變為發展商，後者資金回籠期較長，承受不同風險，或影響其作為房地產投資信託基金（REIT）的意義。對此筆者持不同的看法，集團翻新商場收租概念，始終有所局限，社會日趨政治化，提升屋邨商場租金面對不少壓力，集團有需要向橫向及縱向發展走出一個新局面。晉升商業及寫字樓發展商是為轉型邁出的一步，夥拍在項目建築經驗豐富的南豐，可免卻在這方面的後顧之憂，領匯可以在其強項的租務及市場管理等環節，及早在項目建築設計及市場定位階段，引入其專業意見，令項目更能迎合市場需要，落成後可望取得理想租金回報。

政府推出「智慧城市」概念及一系列基礎設施包括行人步行系統及全城Wi-Fi等，加上類似ONE BAY EAST及上述「領匯南豐」的大型項目陸續出現，未來九龍東的商業樓價及租金將持續看好。《施政報告》指出未來該區將有500萬平米商業樓面的供應，將來該區勢將建設成香港新核心區，充裕的供應可舒緩全港核心商業區的租金壓力，新公司在該區設地區總部，亦為九龍各區以至將軍澳等地居住人口帶來高薪的工作崗位，料可為目前過分依賴地鐵到核心商業區中環、尖沙咀上下班的狀況起到分流作用。