

傳媒各取所需 央行言論解讀大異

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

隨着希臘獲得通融四個月，短期內，投資者的眼光從歐洲大陸移開，轉到美國去。聯儲局主席耶倫這幾天的言論，成為金融市場的主要參考，究竟加息不加息，何時加息，應以何種指標為準，等等，都是大家熱烈討論的話題。

同一番說話解讀往往不同

有趣的倒是，對於耶倫同一番說話，可以出現如此眾多不同的解讀，而且每每是南轅北轍。有報道說，耶倫不急於加息，尤其通脹未見壓力，而央行希望大家對加息一事要有耐性，要等待數據進一步帶來信心，可以回到中長期展望的目標，才會進行云云，故此，美股受惠上升。

同時，又有報道說，耶倫叫大家不要以為聯儲局未來兩次會期必定不加息，這種不排除加息的言論，令投資者擔心金價未來繼續受壓云云，金價延續近期跌勢。

那麼，究竟耶倫說的，是要加息呢？抑或不加呢？是要早一點加息呢？抑或晚一點加息呢？眾說紛紛！明顯地，大家只是抽取本身最聽聽的，或最方便的一兩句，然後加以發揮，便成為解讀。

由此可見，投資者若單憑當今傳媒報道的，便信以為真，認為耶倫的言論真的導致什麼資產價格升或跌，那便要很小心，究竟這種信念，是否有根有據，或相關的根據是否堅實可靠。

事實上，耶倫說了那麼多，說話內容有其本身的背

景，有前文後理，勉強從中抽一兩句出來，總可以找到符合所需的幾句，以便支持某個結論，但這種報道或評論，真有參考價值呢？值得懷疑。

現代媒體力量不容忽視

一直以來，央行行長說話，市場參與者在聽，都是慣例。尤其從當年的格林斯潘起，聯儲局的決策對市場的影響，透過傳媒的報道，更趨明顯。這可不是說以往的央行行長不重要，而是說，在媒體的放大後，央行行長的一言一語，或片言隻語，都可能直接有聲畫同步的效果，讓投資者即時看到和感受到，這一點，是現代傳媒的力量了。

是的，大家不要小看這方面的影響。對於不少影響老百姓的事情，傳媒發揮的影響，多年來有增無減。例如美國總統選舉，不必很細心，都可以看出，隨着電視媒體出現於每個家庭，電視直播的選舉辯論，往往成為勝負的關鍵，候選人是否上鏡，談吐是否得體，賣相是否討好，是否有明星相，不知不覺間，影響了最終結果，而這一點本身，可能跟候選人的能力無甚關係。

又例如，隨着美國職業籃球在電視的播出大行其道，相關的籃球員薪酬亦水漲船高。這一代比上一代，上一代再比對上一代，球技可能有進步，比賽可能較精彩，但收入的提升，很主要是來自媒體的網絡效應，帶動的多種收益增長。

反過來，思考一下，如今市場與央行的博弈，包括筆者多次提及的，央行為市場作的期望管理，怎樣受傳媒的生態影響？稍後有機會，可以多談一點。

上半年加息機會降 高風險資產看俏

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局主席耶倫結束了連續兩日於國會的講話，她的演詞分四大部分：分別是對美國通脹前景、經濟增長、貨幣政策及海外經濟情況。

對於美國物價方面，她指出短期內美國物價仍可能下跌，但中期將會再度上升，將會重返聯儲局訂下的2%目標水平。在通脹的問題上，她表示仍關注核心通脹表現，而且不認為剔除食品及能源措施意義有多大。

美就業市場尚有改善空間

耶倫對美國就業市場方面，似乎仍有較多的批評。她指出工資增長幅度偏低，勞動力參與率過低，仍有相當多美國人失業或不是全職受僱，表明美國就業市場仍有相當大的改善空間。

當然，市場最關心的是美國何時加息，這亦令相關的篇幅較長。耶倫指出，「耐心」措施是指未來幾次會議不會加息，佐修改前導指引將意味聯儲局在任何會議上都有可能加息。耶倫表示，修改前導指引，將顯示聯儲局委員認為美國經濟條件已經充分改善，適合接近加息時間。她首次表示，若市場對通脹有合理信心時，聯儲局才可能加息。另外，她表示聯儲局的資產負債表將會逐步減少，而且表明將會透過停止再投

資，以達致有關效果。

對於美國以外地區的經濟持續疲弱，以及不少國家踏入今年以來以減息，去應對歐洲及日本央行的量寬措施，耶倫表示，美國以外的經濟出現放緩，特別是歐洲及中國經濟，對美國經濟構成風險。由於海外經濟疲弱，與及貨幣政策寬鬆，令美國以至其他發達國家長期債券收益率大幅下跌。耶倫表示，對中國及歐元區經濟不太樂觀，她特別指出歐元區經濟出現低增長及低通脹的問題。

耶倫的言詞反映聯儲局已經為刪除「耐心」字眼作準備，亦為往後加息時間，作出了一定的指引。刪除「耐心」字眼，將反映聯儲局對美國經濟復甦的信心進一步增強，而且物價亦有上升趨勢，以及就業市場有進一步的改善。但她的言論，某程度上有重拾前聯儲局主席格林斯潘的做法，希望令市場較難捉摸，從而達到貨幣政策對市場具有影響力。

亞洲區財政穩料受惠較多

另外，她對美國經濟前景仍有信心，但對於物價及就業市場仍有覺得改善不足之處。因此，她希望利用多一點時間去觀察，意味聯儲局加息時間可能略為延至下半年才出現。若加息時間真的延後，上半年高風險資產似乎有上升空間，而亞洲區由於財政穩健及政治穩定，似乎會受惠較多。

利好政策不斷 環保業前景佳

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

市場預期，內地即將推出商議多時的《水污染防治計劃》(即「水十條」)，而即將召開的兩會也將環保問題作重點進行討論，環保行業再次引起市場關注。內地環境污染問題由來已久，已對人們生活造成極大困擾，治理環境污染迫在眉睫。近年中國政府不斷出臺政策來治理污染，改善環境，同時也將環保的重要性提升甚至不低於GDP增長的地位，顯示出較大決心。治理環境污染涉及行業眾多，受惠廣泛，但污染治理投入高、回報周期長，短期內相關環保企業業績難以顯著改善，惟行業增長前景廣闊，值得關注。

「組合拳」出擊增執行力度

市場潛力巨改革開放以來，內地長時間以犧牲環境換取經濟發展，廢氣，廢水和廢物等未經處理隨意排放的現象普遍，造成了嚴重的環境污染。當前內地許多城市飽受「霧霾」天氣困擾，一些地方河流和湖泊污染情況嚴重，已嚴重影響人們的正常生活。為解決這些問題，中國政府先後發佈了一系列政策，以全面、有效地治理環境污染問題。

近年中國政府先後出臺政策來改善大氣及水污染問題，主要包括2013年9月國務院公佈的《大氣污染防

治行動計劃》(又稱「大氣十條」)及近期即將推出的「水十條」。繼上年北京推出大氣污染防治條例之後，今年天津、安徽及江蘇等地也推出了相關大氣污染防治條例，均於3月1日起施行。而據相關人士透露，《大氣污染防治法(修訂草案)》已提交全國人大審議，有法律監管，執行力度將可明顯提升。

城鎮化推進 市場潛力巨大

除此之外，「水十條」已進入審批程序，落地在即。據中國環境保護部公佈的數據，內地污水排放總量從2003年的459億噸逐年增長到2013年的695.4億噸，而2013年城鎮生活污水排放量485.1億噸，遠超工業污水排放量。由於內地現正積極推行城鎮化建設，料城鎮生活污水排放量還會進一步增加。而據估計，「水十條」推出後，未來五年內水處理領域投資將達到2萬億人民幣，市場潛力巨大。

另外，環境污染治理是一項系統工程，大氣，水和土壤污染之間可相互傳遞，拋開任何一項，治理成效都會大打折扣，因此，市場預期有關土壤污染治理的「土壤十條」也有望出台。環境保護和治理不僅涉及領域多，而且周期極長。據日本等國治理環境污染經驗估算，中國治理大氣污染需要10年-20年，治理水污染需要30-40年，治理土壤污染則需要60-80年，相關行業有望長期受惠，值得留意。

亞洲股市有望再登高峰

貝萊德亞洲股票團隊主管

施安祖

正當亞洲區慶祝羊年來臨之際，投資者會發現亞洲股市與山羊的不少優良特質不謀而合。山羊富活力、沉靜而且不畏高地。我們展望亞洲股市在2015年將出現類似走勢。

實質利率高企壓抑經濟活動

臨近農曆新年，市場對中國改革計劃進展的意見仍然分歧。儘管外界繼續存疑，但改革在多個領域取得進展，包括管理財政預算、透過容許地方政府發債減低銀行系統性風險，以及減慢影子銀行的擴展等，均有助降低一直困擾中國股市的風險溢價。不過，基於實質利率高企仍然壓抑經濟活動，相信中國經濟增長在未來一段時間將會稍為轉弱。在此環境下，決策當局必須果斷地採取行動以免落後於形勢 (behind the curve)。雖然我們相信中國當局備有各式各樣的政策工具，但當中央推出重大的寬鬆措施，而投資者仍然憂慮政策成效及虛耗「彈藥」時，市場可能會出現陣陣波動，投資者應視之為投資機會。

「未來基金」不應投資本地樓市

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

財政司司長曾俊華公布《財政預算案》，向市民作出總共340億元的派糖措施，包括寬減薪俸稅、個人入息稅和利得稅(上限20,000元)；增加子女免稅額10萬元；寬免兩季差餉(上限每戶每季2,500元)；綜緩及生果金額外兩個月津貼；以及向公屋免租一個月(富戶除外)等，受惠階層遍及基層中產及打工仔。派糖的分量比大家事前所預期大，或源於較原先預期為大的638億元盈餘，還富於民是合理的舉措。

「雙倍印花稅」津貼公屋建設

2014/15年的修訂政府收入為4,707億元，較原來預算高出406億元，主要來自幾項包括印花稅、薪俸稅、地價等收入比預期高，當中單是印花稅就多出297億元，而其中超過75%來自「雙倍印花稅」。同年度修訂後支出為3,972億元，較原先預期減少140億元。收入比原先預期的多而支出比預期少，致有上述可觀盈餘。「雙倍印花稅」的額外收入來自房地產交易，財政司長去年底成立「房屋儲備金」，注資275億元投資收益，用於配合未來十年公營房屋供應目標，數字上與印花稅收入的增加巧妙地相若，或許可以視作把從私樓交易所取得的雙倍印花稅，用以津貼未來的公屋建設所需的資金流。

預計2015/16的總收入為4,776億元，當中入息和利得稅佔1,946億元，700億元來自賣地收入，單計這兩項佔總收入的56%。預算案指出香港稅基狹窄，四成工作人口繳納薪俸稅，交稅最多的5%負起六成稅款，利得稅方面，一成的註冊公司有交稅，而交稅最多的5%負起了超過80%的稅款，未來或會再次研究拓闊稅基及引進諸如商品及服務稅等新稅種，務求有效穩定政府收入。

政府下年度的預算總支出為4,408億元，較上年度增加11%，約為上年度修訂後收入4,707億元的93.6%，可以說是根據上年度收入而量入為出的做法。下年度的經常性開支中，接近六成用於教育、衛生和社會福利三大民生範疇，這幾項預算支出依次為教育714億、醫療545億和社福597億元。預計下年度非經常開支為863億元，其中700億元為基本工程開支，包括交通基建、增加土地供應、提供醫療、教育和文康等設施，財政司長特別指出自個立法年度至今，立法會審議工程緩慢，積壓大量撥款建議，筆者更關注拖延撥款引致工程延誤或需要重新招標而導致比原先預計超支的情況。

推29幅宅地應可滿足市場需要

在土地房屋等範疇，政府預計2015/16年度推出29幅住宅用地，可興建16,000個單位，加上其他土地供應來源，預計可興建19,000個私人單位，假如這些單位都能如期推出應市，應可達致滿足年度供應私樓目標，而港府能夠推出足夠數量具質素的住宅用地，亦可確保取得未來的年度預計賣地收入。

按揭證券公司將會研究推出新的補償貸款擔保計劃，協助居屋業主向房委或房協補地價，這是一項新招，有助於活化居屋的市場流轉，令市場上有較多這類資助房屋的二手價盤作出租或出售。

近月來社會關注中小型樓宇的樓價及交投趨活躍情況，預算案中看不到有針對性的加辣措施，但從字裏行間，已敲響警鐘，財政司長提醒市民置業要加倍小心，衡量市場逆轉時自己所要承擔的風險，並警告在有需要時，會毫不猶豫推出措施，以保障經濟和金融系統的穩定。

財政司長將從財政儲備中土地基金的2,200億元結餘，設立「未來基金」，並每年加入部分盈餘，作為長期儲備，透過長線投資，爭取更高回報。暫未悉基金的投資策略及管理機制，有人猜測這將類似新加坡淡馬錫的主權基金，可作較長期有穩定回報的投資，筆者關注這基金不應在本地樓市作投資，否則或會引致推高本地樓價的疑惑。



■本欄作者認為，「未來基金」不應在本地樓市作投資，否則或會引致推高本地樓價的疑惑。圖為沙田公屋廣源邨。資料圖片

港去年經濟表現未如理想

中銀香港經濟研究員

張文晶

本港2014年GDP增長為2.3%，是連續三年低於過去十年3.9%的平均增幅。從季度趨勢看，2014年第四季GDP同比增長2.2%，較第三季增速下滑0.5個百分點。總體看，本港2014年經濟只維持溫和增長，表現未如理想。

香港作為外向型經濟體，外圍環境的表現對本港的經濟有舉足輕重的影響。2014年的先進經濟體總體上較2013年略有改善；美國2014年GDP增長2.4%，為四年以來高位；歐元區GDP增長0.9%，為三年以來再次回復正增長。不過，總括而言，先進經濟體的經濟活動只是溫和擴張，加上佔本港出口超過五成的內地經濟增速放緩，因此整體外需仍然不振。本港2014年整體貨物出口及服務輸出增長分別為1.0%和0.5%，低於整體GDP增長，故外需繼續制約本港整體經濟表現。

私人投資氣氛轉趨審慎

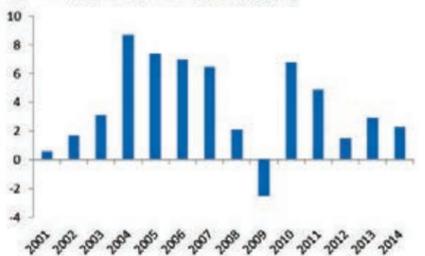
相對來說，內需自2011年第二季起對整體GDP增長的貢獻均高於外需，成為拉動本港經濟的主要動力。2014年，內需主要靠私人消費開支及政府消費開支帶動，增速分別為2.7%及3.1%。不過，2014年私人投資氣氛轉趨審慎，固定資本形成同比輕微萎縮了0.3%，主要受機器、設備及知識產權產品同比下跌5.2%拖累。政府2015年的GDP增長預測為1-3%。也就是說，增長的中位數為2%，較2014年增長低0.3個百分點，反映政府對今年的經濟前景較去年審慎。2015年整體外圍經濟表現相較2014年改善，外需有望回暖。此外，本地勞工市場保持穩健，也對本地私人消費構成支持。

加息周期漸近存風險

不過，今年的本港經濟表現也存在風險因素，包括加

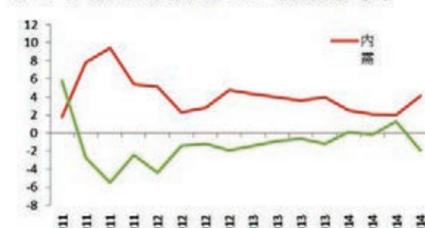
息周期漸近，令樓市有一定下調壓力，對財富效應以致私人消費有負面影響，以及如果政府工程撥款申請減慢，也會對未來公共投資增長有影響。總括而言，2015年本港整體經濟增長有望較2014年略有加快，惟仍低於長期的平均水平。

圖一：香港年度GDP同比增長(%)



資料來源：政府統計處，中銀香港經濟研究

圖二：外需及內需對整體GDP增長貢獻(%)



資料來源：政府統計處，中銀香港經濟研究