

憧憬遊戲規則的改變

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

投資大眾的心理，往往不是直線思維可以捕捉到的，尤其是心理的形成，不是一朝一夕，亦不純然是外界想當然的以為，是一宗新聞或一件事便完全可以推動的。當中機制甚為複雜，恐怕連當事人自己，真正以真金白銀押注的，亦未必可以說得清楚所以然。

參詳「兩會」大方向

是的，到了「兩會」的日子，在開會前，外界廣泛關注憧憬有甚麼這樣那樣的政策推出，支持這個或那個特定產業。其實，有細心留意者不難發現，「兩會」從來不是這樣運作的，談的是大方向，並非個別細節。

如此一來，若純粹憑新聞報道的標題或篇幅着眼或入手，難免是一廂情願的多，真有其事的少。結果是，有些人會抱怨今年「兩會」可能沒有這樣那樣的政策推出，令人失望云云，倒不知道其實根本這個場合未必是處理某些人以為的事。

當然，有這些期望亦不一定是錯的。畢竟，投資者若可以把握到全部署，見樹亦可見林，不一定只看到大圖畫而不識細節。不過，關鍵始終是：怎樣辨識到關鍵？

以內地在2013年尾的形勢觀之，關鍵就是過去30多年高速增长，值得肯定，但不能無止境延續；如今要做的是可持續發展，更是有質素的发展，並非純粹數字上的高增长。故

此，由2014年至今，結構改革的力度有增無減，反貪腐是重中之重，這樣一來，遊戲規則無疑是在改變中，以往大家習慣想當局希望支持哪個行業，然後押注下去的傾向，未免太簡單了一點。

先避開損失再投資

順着這種思路，不難發現，有破有立，如今極有可能是先破而後立，把舊的遊戲規則改變是第一步，最終當然有新的遊戲規則替補，但從投資者的部署上，先要避免前者的潛在損失，其後才可以把握新機會。

說得更明確一點，內地有重大會議，一般股民往往看着新聞報道中的大標題，然後估計有哪些分類或行業可受惠，但從上述的方向去想，較佳的似乎是想有些可能受打擊的，早人一步，先行減持，避免損失，這才是大局中先破而後立的最佳應對方式。

當然，從長遠角度看，破舊而立新，新的終會出現，只是時間問題。考慮到內地如今剛剛開始着力推行難度甚高的結構改革，需時不會短，當中迂迴反覆的日子，更不可低估。過程中，往往令大家無所適從的，是以往認為對的，如今未必再經常如此。

舉例言之，早前大家憧憬人行降準降息云云，由2014年起，說個不停，但真的落實嗎？投資者不單不是興高采烈，反而又會逆向思維，想像人行這種力度的刺激，是不是說明了經濟到了一定難關。由此可見，投資正在摸索遊戲規則的改變，對於以往慣常的訊號，可能要重新詮釋了。

內部分歧大 聯儲局略延後加息

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恆

聯儲局主席耶倫上周於國會的聽證會談話顯示，她提出多項理據說明美國就業市場仍未獲得充分改善，例如工資增長疲弱、勞動參與率偏低，以及1月消費者物價指數創5年多以來最低紀錄。不過，她的言論重點其實在於刪除「耐心」等待加息一詞。市場即時解讀為，聯儲局將會延後加息時間，由市場預期的9月延後至10月，甚至今年美國不會加息。

通脹大機會重回軌

耶倫的談話反映聯儲局公開市場委員會(FOMC)委員目前正在爭吵今年6月還是9月加息。為何認為今年美國會加息？第一，美國就業市場表現的確仍有頗大的改善空間，但隨着時間過去，除非發生重大事件，否則美國失業率將會進一步下降。從耶倫以至近日發表談話的FOMC委員中，似乎估計美國失業率將有機會降至大約5%水平，意味着美國失業率將降至以往接近全民就業的水平。若勞工市場進一步改善，將意味着工資有上調壓力，亦會影響到美國物價中長期上升。

第二，耶倫關心的物價下跌問題，其實只屬時間性質。1月消費者物價指數意外下跌，很大程度上是因為能源價格大跌超過9%所致。若非能源價格大跌，美國通脹是回升的。若觀察油價與美國通脹的圖表，我們可以發現美國物價下跌，只反映油價下跌所帶來的影響。目前油價在每桶45美元至55美元上落，若油庫存問題獲得改善，相信油價於年中至年底有

機會重上60美元至70美元水平。因此，美國通脹下半年有較大機會重返升軌。

「非常接近」充分就業

繼耶倫講話後，有3名具分量兼有投票權的FOMC委員發表談話。當中，聯儲局副主席費沙以及紐約聯儲銀行行長杜德利更於上周五先後發表講話。當中費沙直指聯儲局最有可能於今年6月或9月加息，至於具體時間要看美國經濟環境。美國經濟「才剛剛完全感受到」聯儲局刺激政策的威力，預期QE的影響力和對失業率的前瞻指引將在2015年年初達到高峰，對通脹的推升作用將在2016年達到頂點。他表示，美國經濟已「非常接近」達到充分就業。

至於聯儲局第二號人物杜德利認為，雖然美國聯儲局早加息較遲加息風險大，但若果加息後利率仍處於低位，聯儲局或被迫採取更激進的貨幣政策。當中，他認為遠期利率持續低企，可以為刺激美國經濟帶來動力。若果在推升聯儲基金利率後，市場預期利率仍處於低位的話，聯儲局將不得不採取更激進的方式，把貨幣政策正常化，屆時美國債券收益率將會顯著上升。雖然杜德利認為早加息的風險較遲加息的風險為高，但他的言論亦正反映一旦遲加息令短期利率仍然維持低位的話，聯儲局可能出動較鷹派的加息策略，對美國以至全球經濟復甦有負面影響。

由此可見，印證了聯儲局1月會議的確為加息時間，以及對經濟的影響，有激烈的爭辯。若爭辯持續，即使6月或9月加息，可能獲得的支持票較低，對往後利率走勢不明朗。

油價回穩 石油業加速改革

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理
何天仲

過去大半年，國際油價持續下跌，直至今年年初才出現企穩跡象，對石油相關行業產生重大影響。其中，布蘭特原油價格由去年6月的每桶110美元腰斬至今年1月的每桶45.44美元，隨後反彈至近期的每桶60美元左右。油價暴跌對全球油企造成極大衝擊，內地油企亦不能倖免，惟油價回穩有助紓緩內地油企營運壓力。另外，短期內內地石油石化行業重組幾率極大，行業壟斷有望逐步放開，行業格局料會出現大變動。

油企盈利料改善

原油價格暴跌，上游油企首當其衝，最先出現虧損或盈利下滑，包括「三桶油」——中石油(0857)、中石化(0386)和中海油(0883)——在內均受到較大拖累，但今年油價企穩有助改善盈利。為應對油價下跌，油企資本開支將會明顯減少，中海油2015年的資本開支就下調了近三成，預料今年油田服務行業將會持續受壓。油價下跌對下游化工行業整體上是利大於弊，主要是因為成本相對較小。

近期布蘭特原油價格基本穩定在每桶60美元的價格上下波動，相比今年1月的低位每桶45.44美元，已有較大升幅。過去大半年全球主要油企及國家均對油價暴跌作出了應對措施，短期內油價再暴跌機會不大，但亦缺乏爆升動力，筆者認為，布蘭特油價走勢趨向穩定在每桶60美元左右。在此背景下，市場焦點重新回到石油石化行業的改革上面。

改革目標除壟斷

此前市場一度傳聞中國政府有意合併中石油及中石化，並將中化及中海油合併，但相關部門均給予否認。客觀而言，



■今年油價企穩有助油企改善盈利。 資料圖片

如此合併同效應不高，且仍沒有解決壟斷導致低營運效率等問題，機會較低。上月16日，國家發改委發布了《關於進口原油使用管理有關問題的通知》，內容包括放開原油使用權，歡迎民營資本進入。儘管門檻較高，短期內不會對行業格局產生實質影響，但市場化改革的大方向已經確立，預料短期內將陸續有更多措施推出。

目前內地正在召開兩會，國企改革是重要議題之一。經過一輪反貪腐之後，石油石化行業的改革阻力已經非常低，市場憧憬兩會之後會有更具體的改革方案推出。筆者相信，石油石化行業主要改革方向將會是打破壟斷，建立市場化機制，一旦競爭放開，行業格局必定會重組，投資者值得關注。

生連鎖反應。只要願意讓資金停泊鎖住一陣子，房地產和基礎建設等資產可以帶來可預期且波動不大的現金流。這很適合壽險和退休基金等長期投資者。因此，才會有像是加拿大一家公共退休基金和英國資產管理公司Hermes，聯手收購英國政府所持歐洲之星高速鐵路40%股份的近9億美元交易。

項目複雜 新手難掌握

但若一眾資產經理人均磨刀霍霍，揮軍這塊規模相對不大且無法很快變現的市場時，會出現甚麼狀況？這會很容易形成僧多粥少的問題，令優勢轉移至賣方。

誠然，新興市場和發達國家新增及升級基礎建設的需要，將令一部分投資需求獲得滿足。

然而，部分基建項目有政府參與，雖令變數降低，但亦衍生監管方面的風險。基建項目通常較複雜且偏重於技術，新手不容易掌握其中的定價運作和技術風險，但市場對這個領域的投資興趣持續高漲，可能會導致低估了實體資產一些固有風險。

預算案土地房策多面睇

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

百家觀點

新一份「財政預算案」出爐，社會評論焦點集中在調減部分單次紓緩措施，但其預算案亦開宗明義，說明緊隨行政長官的「施政報告」，推出160多項惠及不同階層市民的額外開支，涉及250億元的恆常支出。財政司會全面配合，盡快提供市民期待的服務。

筆者就着預算案中影響土地房屋經濟部分跟大家談談。財政司司長預測2014年GDP有3%至4%增長，如外圍形勢逆轉，可望保持全民就業，預測年均通脹為4.6%。這些數字顯示，比對全球尤其是很多新興國家目前面對的環境，香港仍是得天獨厚，今年經濟仍將十分穩健。

在低利率、資金氾濫下，樓市面對泡沫風險，財政司司長認為有必要維持各項管理需求措施，即是今年內各項「辣招」稅等仍將持續，筆者料樓市將維持現況，成交疏而樓價漸回軟。立法會三讀通過SSD及BSD雙辣稅，令市場形勢更明朗，業主放盤時或許會接受較大幅讓價空間。

續推地穩定供應

賣地收入方面，預算案預算為700億元，佔2014/15年度總收入4,301億元的16.3%，比對2013/14年度的修訂後賣地收入841億元，減少141億元。2014/15年度賣地計劃中，納入34幅住宅用地，可提供約15,000個單位，政府已物色150幅可建住宅的土地，如全數成功改劃，可於未來5年推出，共建約21萬個公私管住宅單位。持續推地穩定市場供應是既定政策，或許在現市道下，根本不必拘泥於每年是否有20,000個新供應才足夠。

自開埠以來，賣地收入一直是香港政府財政收入的一個重要部分。所謂賣地，其實是出售長期地租約，當租約完結後，土地理應回歸政府，這就是所謂「土地批租、有期有償」制度。無論新一份施政報告或財政預算案均強調增加長遠土地供應的重要。土地是經濟基本元素之一，缺乏可供發展土地是制約香港未來發展的主要因素。預算案列出多項長遠發展，包括新界東北、洪水橋、東涌及河套等發展區，港珠澳大橋口岸上蓋，機場北商業區，落馬洲、文錦渡和蓮塘／香園圍3個口岸以至「東大嶼都會」人工島及在欣澳適度填海等。這些項目很重要，未來為香港創富，需要社會各方面給予正面支持，始能有機會早日達成收效。

啓德發展商用地

早前尖沙咀發生騷擾遊客事件，其實亦與香港旅客購物設施過度集中於尖沙咀及銅鑼灣等地區有關，旅客增加對局部旅遊區的擁擠程度或已超過飽和。政府除了教育市民和旅客要融洽共處之外，把旅遊購物區分流以紓緩局部市區擁塞及運輸系統過分負荷，亦是眼前要做的事。預算案提及下年度賣地包括7幅商業／商貿用地和一幅酒店用地，提供23萬平方米樓面面積和1,100個酒店房間，以及續推「活化工廈」措施，把多項市中心的GIC(政府、機構或社區用地)改作商業用途，如中環美利道和瑞士街停車場及旺角工貿大樓等。未來商業用地最大的供應來自啟德發展區，由2016/17年起的3年內，將有約140萬平方米的商用樓面面積，包括酒店用地供應。預算案公布前截標的3幅啟德住宅用地，其中較近海景一幅由保利置業以39億多元高價奪得，呎價6,530元，比預期高。內地發展商近年發展規模龐大，實力見雄厚，今後港府增推土地，料繼萬科、保利之後，將有更多內地房企加入競爭，香港土地發展市場勢將呈現另一番新氣象。



曾俊華認為有必要維持各項樓市的管理需求措施。 資料圖片

美經濟非預期中好

貝萊德全球首席投資策略師
孔睿思

股市上周好壞參半，美股持平，歐日則持續表現優異。儘管美國的增長繼續優於已發展地區的其他國家，但意外走強的卻是歐洲經濟。

上周美股大致沒有動靜，以科技股為重的納斯達克指數一枝獨秀，繼續創新高。與此同時，歐股和日股分別上漲了2.5%和3%，延續了今年以來相對於美國的漲勢。雖然資金持續流入股市，但投資者正把錢從美股轉向其他市場。上周已是連續第八周見到美國基金有資金流出，贖回了56億美元(其中28億美元來自ETF)。這是美股基金自2004年以來歷時最長的資金流出。

強美元影響出口

有多個因素導致美股回報不見起色。首先，美元強勢繼續對大型全球出口商的盈利造成壓力。最近的受害者是惠普，公司宣布美元轉強將對盈利造成負面衝擊，隨後股價立即下挫。隨着美元轉強令更多美國企業受壓，標普500全年的盈利預期在過去四周已下調近1.50%。

另一方面，雖然美國經濟數據繼續顯示出不俗的增長，但增速是正在減緩。上周，較為重要的領先指數之一芝加哥聯儲全國活動指數(CFNAI)回落到零，較去年秋天明顯下滑。目前的數值與美國本季的GDP在2.5%到3%的水平是相符的。除了這個單一指標外，勞工市場統計數字以外的衡量結果大多不如預期。美國的彭博經濟驚奇指數現正處於去年春天以來的最低水平。換言之，美國仍然表現不俗，只是不如預期中的那麼好。

歐經濟數據改善

假如將美國看作是輕微掙扎，那麼歐股就是持續受惠於希臘與烏克蘭的相關風險降低，以及一連串優於預期的經濟數字。相較於美國，從1月中以來，歐洲的經濟驚奇指數(花旗經濟驚奇指數)就有顯著好轉。升勢不僅是來自德國經濟增長，還擴延到了周邊地區。西班牙的GDP增速是7年來最快(要歸功於消費非常強勁和油價走低等因素)，意大利的企業信心則是優於預期。

儘管歐洲的經濟數據有改善，聯儲局亦顯示即將調整預期，但利率仍持續下滑；隨着歐洲央行

繼續購入債券，歐洲的聯儲率再次降至新低。

隨着美國利率從近期的高點回落，利率持續下。雖然聯儲局堅稱未來的進程會視數據而定，但投資者依然以鴿派的角度來解讀耶倫的言論。我們的看法維持一樣，聯儲局繼續推進利率政策正常化，儘管市場上有很多人似乎不太相信這點。聯儲局在3月的會議或許就是我們看到預期調整用語的可能時間，藉此為6月的加息預留空間。事實上，將政策利率維持在零，完全不符合經濟活動的水平。相比之下，美國就業增長對上處於現時這麼強的水平時，聯邦基金利率是7%！

諸國聯儲率下滑

在美國的數據擺脫疲弱以及許多投資者相信聯儲局並不急於加息雙重因素下，美國聯儲率在近幾周有所回升，十年期聯儲率跌回到2%。不過比起歐洲，這數字已經相對高出很多。十年期德國國債已跌至歷史新低的28個基點，七年期聯儲率則是有史以來首度跌破零。這股趨勢亦出現在周邊國家，意大利和西班牙的聯儲率目前分別為1.35%和1.25%左右。連希臘的聯儲率亦下滑，因為投資者下調了希臘在短期內退出歐元區的機會。希臘聯儲率回到8.50%，是一個月以來的低點，到當周結束時才稍微回升。

利率長時間低企的可預見影響便是投資者渴求收益，進而把更多投資者推向債市的替代品。股票收益基金在上周就流入了20億美元。

貨幣政策更加寬鬆的趨勢亦顯現在多個新興經濟體當中。最新的例子是土耳其，央行在上周把回購利率下調25個基點至7.50%。這次下調雖然在預期之中，但貸款利率調降50個基點卻高於預期。

內地股市亦受惠於進一步寬鬆的市場預期。經過幾周的反覆後，上周內地股市反攻，升幅超過3%。在增長減速和通脹目前不到1%下，新聞消息顯示人民銀行將進一步放寬貨幣條件。《中國證券報》報道，中國正面臨流動性的壓力，今年稍後至少還要調降兩次存款準備金率才會得到緩解。

表現較佳和貨幣寬鬆可望擴大，令新興市場基金的資金流向有所改善。在連續流出14周後，全球的新興市場基金出現了第二周的流入。以亞洲為主的基金流入尤其強勁。

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。

忌低估實體資產投資風險

路透社點透視專欄作家
Swaha Pattanaik

熱點透視

投資者對房地產和基礎建設等實體資產的興趣正在高漲。在收益偏低的時代，不難理解這種渴求高收益的心態，但似已達到過於熱衷的程度，以致有錯付風險之虞。

貝萊德近來一份調查顯示，每10名資深投資專家中，就有6名打算調高實體資產的配置。管理全球最大主權財富基金的挪威央行2月表示，應削減基金的固定收益投資組合，轉投資實體資產。德國安聯2月26日指出，將基於實體資產的融資中期目標調高三分之一，至1,100億歐元。

實體資產提供的是低流動性資產的溢價，在債市收益如此貧乏的年代，這樣的溢價相當誘人。瑞銀財富管理研究預測，投資一組建物組合的收益報酬，可能產生較政府公債高250個基點左右。當前由於公債收益率低迷，這個溢價目前還更高出50個基點。

實體資產還有其他優勢，就是通常不會緊訂金融市場而發