

美加息步伐料相當緩慢

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

美聯儲局公開市場委員會一致議決維持利率不變，會後聲明無再提及對調整利率將會保持耐性。不過，公開市場委員會同時表明，下個月應該不會調高利率。對於美國經濟，聯儲局指出經濟增長已經稍稍緩和；勞工市場狀況就進一步改善，職位強勁增長，失業率處於更低水平。有一系列勞工市場指標顯示，勞工資源沒有充分使用的問題正持續消退。家庭開支正溫和上升，能源價格下跌增強了家庭購買能力；企業固定投資正增加；房屋環節復甦步伐依然緩慢；出口增長減弱。通脹率進一步下跌到更遠離公開市場委員會較長期目標的水平，主要原因是能源價格下跌；以市場為基礎的通脹補償指標仍然處於低水平，以調查為基礎的較長期通脹預測依然穩定。

經濟數據較預期差

是次聯儲局的議息聲明偏向鴿派，原因有兩大方面。首先，美國近期公布的經濟數據確實較市場預期為差，聯儲局亦在聲明中提及經濟略為放緩。雖然天氣嚴寒可能是影響今季美國經濟增長放緩的原因，但聯儲局並不掉以輕心。因此，是次聲明略為偏向鴿派。第二，美匯指數承接去年下半年的強勢，今個月更曾升至100以上。雖然美國目前並非依賴出口去推動經濟，但美國企業的盈利，正受到海外匯兌收

入所侵蝕。因此，聯儲局亦要確保美元不要太強，以免影響企業盈利。從是次會議的點陣圖顯示，局內委員傾向今年加息最多兩次，耶倫亦提及有機會於不在記者會的日子上调利率。因此，下半年加息的機會較大，預期美國是次加息步伐將會相當緩慢，以免影響經濟復甦。

6月不一定會加息

至於耶倫於記招的講話方面，她指出前瞻指引的修改不應該被解讀為美聯儲在暗示已經決定了首次加息的時機。她特別指出，是次改變前瞻指引並不意味着6月聯儲局一定會加息。

至於聯儲局的利率政策決定，她表示將會視乎經濟數據能否達到聯儲局的要求，特別是就業及通脹目標這兩方面。至於就業數據中，工資增長緩慢的問題，她指出雖然聯儲局的確關注工資增長緩慢的問題，但並非加息的條件。當然，若物價能夠上升，將會加強聯儲局加息的信心。此外，投資者最關心的強美元問題，她指出雖然出口可能會受到明顯拖累，但預料對美國經濟的影響有限。

對於耶倫的講話，筆者傾向聯儲局目前緩慢的加息步伐，但她未有完全把6月加息的機會抹煞，主要是希望觀察未來一季的經濟，她希望美國目前經濟增長出現放緩，是由於2月嚴寒天氣所影響。若第二季經濟數據回復正常，意味着聯儲局又可能對加息時間再作改變，可能影響到環球市場未來的走勢。

寬鬆貨幣政策有望維持

中銀香港經濟研究員

卓亮

一如市場預期，聯儲局在最新一份貨幣政策聲明中刪除「耐性」一詞。從今開始，加息再沒有隱晦的日期指引，而是每次議息會議均有可能按照當時的經濟表現決定利率調整。

議息聲明導致美元暴挫，股、債急升，主要由於反映公開市場委員會成員對年底聯邦基金利率預測的點圖（dot plot）出現劇變。上一份點圖顯示，聯儲局認為2015年、2016兩年年底時的指標利率約1.125%及2.5%。惟最新一份點圖中的預測中位數顯著下調，今明兩年年底的指標利率預測分別跌至0.625%與1.875%，調整幅度高達5個0和62.5個基點，證明聯儲局並不急於加息，寬鬆貨幣政策有望得以維持。

6月加息機會僅一成

事實上，無論是從國債收益率或國庫券期貨市場的走勢來看，債市投資者一直不相信聯儲局有能力在短期內改變超低利率的環境。十年期國庫券孳息目前跌至1.91%，較貨幣政策聲明前一天收市低14個基點。期貨合約價格則顯示6月加息的機會僅為10%左右，9月加息的機會亦不足四成。

此外，聯儲局把美國今年經濟增長預測下調至2.3%至2.7%。國際機構與市場人士年初時對美國前景過於樂觀，但由於經濟增長不如人意，被迫下調預測，彷彿已成為近年不斷重複的規律。事實上，在今年首季，除了非農職位增長與失業率外，美國包括零售、製造業在內幾乎所有經濟指標均

美元轉強 傷出口商

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

歐洲央行的量化寬鬆方案現正全面展開，加上投資者預期美國聯儲局將於6月加息的機會上升，導致美元加速上漲。美元指數現在達到12年以來的高點，比去年的低點高出25%左右。相比之下，美股在今年以來基本上是持平。這並非巧合。

貨幣更便宜，對於歐洲和日本公司是好消息，但美元轉強卻為美國的出口商帶來問題。最新的受害者是英特爾（Intel），它把第一季度的收入預期下調1億美元左右，並稱主要是因為美元轉強。值得注意的是，美國企業現在對境外收入的依賴是上世紀90年代的兩倍，當時亦是美元上一波的牛市。

阻礙企業收入增長

雪上加霜的是，不單只美國企業的盈餘受壓，美國的估值同時亦比其他已發展市場昂貴。標準普爾500的市賬率接近3倍，對比之下，歐洲是1.67倍，日本則是1.75倍。由於聯儲局即將開始退出寬鬆措施，市賬率難以進一步上揚，市場所能依賴的只有企業收入增長，美元迅速升值顯然是個阻礙。

美國勞工市場的狀況正在改善，但零售銷售卻在苦苦掙扎，除了天氣欠佳，收入增長放緩亦是原因之一。美國2月的零售銷售已是連續第三個月下滑，跌幅約0.6%，1月已經下挫了0.8%。就算扣除了食物、汽車、汽油、建材等波動因素後，零售銷售仍然未見起色。天氣欠佳或許是原因之一（值得留意的是網路銷售增長超過2%），但始終令人失望的零售銷售應可歸咎於收入增長缺乏驚喜，以及消費者信心下降（消費信心在3月時跌至4個月以來的新低）。由於美國的

「壞」通縮威脅全球經濟

路透熱點透視專欄撰稿人

Andy Mukherjee

熱點透視

消費者物價指數下滑現象大多是无害的，若是低迷薪資所引起的則屬例外。今天正是這種「壞」通縮在威脅全球經濟。決策者若置之不理，可能誤入歧途。

在大量歷史紀錄中，很容易就錯過通縮這根利針的痕跡。根據國際清算銀行（BIS）研究人員近期一項針對38個經濟體逾140年的研究，表面上消費者物價指數下滑看來跟國內生產總值（GDP）成長放緩沒有沒大的關係。當資產價格下跌時，經濟產值更容易受到衝擊。

誠然，消費者物價指數下滑可能沒有地產價值大跌那麼令人頭疼。前者是把財富從債務人重分配到債權人；後者則雙方均受到衝擊。不過消費者物價指數下滑亦可能以薪資低迷的形式，構成殺傷力。過去消費者物價指數下滑已經有過導致經濟產值失血的例子，現在很有可能會再次發生。

好通縮與壞通縮的差異關鍵，在於勞工收入及其在產值中



■聯儲局指出經濟增長已經稍稍緩和。

資料圖片

速遜市場預期，是金融危機後最差的表現。

美元在最近大半年急升，某種程度上已令到美國金融市場環境有所收緊。加上經濟表現欠佳，預計聯儲局加息時間或要推遲至第四季度，2015年聯邦基金利率可能僅有一次上調機會。

傷出口商

非必需消費品公司在今年以來表現優異，因此假如銷售沒有開始加速，該分類可能顯得脆弱，尤其是因為在十大經濟分類當中，該類股的估值是第二高。

歐洲好轉 希臘例外

儘管歐洲的經濟數據大幅改善，量化寬鬆的降臨仍持續把孳息率推至歷史低點。德國國債的孳息率創新低，並曾短暫跌至低於20個基點；目前德國8年期以下的債券孳息率均屬負值。連西班牙和意大利亦出現孳息率大跌，兩國的10年期債券孳息率均逼近1%關口。在英國，政府則有辦法以僅僅2.60%的孳息率賣出15億英鎊的53年期國債，比30年期國庫券的孳息率還低。

不過，希臘依然是個例外。由於政府現金流的壓力增加，希臘的10年期孳息率再次攀升。上周，希臘10年期國債的孳息率攀升至近10.50%，是2月初以來的最高位。

問題在於，儘管2月同歐盟達成臨時協議，但仍有多項議題懸而未決。首先，希臘的資金即將用完。有報道顯示，政府已動用國營企業所持有的現金存款以及社保所持有的基金。為了獲得所需要的歐盟基金，希臘必須提交更詳細和具體的改革計劃；上一份提案則被指不足。最後，不管希臘提出甚麼改革，仍然需要通過希臘國會一關。

A股向上 發展正面

中國內地股市在上周反彈超過4%。零售銷售和工業生產雖然疲弱，但中國受惠於全球經濟平穩，增加了投資者信心。2月出口大增，按年增長48%，高於早前的14%預測。

另一項正面發展是，中國似乎金融自由化方面上了軌道。央行行長周小川表示，中國將推出規劃好的存款保險計劃，並在年底前把利率完全自由化。

的相對重要性。中國就有一個好通縮的例子。2001年中國即將加入世界貿易組織（WTO）時，生產力激增，帶動企業獲利大增。雖然勞工收入佔比及消費者物價指數均下滑，經濟卻加速成長。獲利上升促使企業在中國擴大投資，通縮亦讓中國的低廉人力在出口市場享有額外的優勢。

消費疲弱影響產出

不過如果所有人都用這一招，好通縮便失靈了。富裕國家的消費者物價指數疲弱現象，其實是反映過去30年來薪資不振問題的症狀。薪資在產出的佔比下滑，獲利的佔比增加，然而企業卻不願意投資。如果先進國家的消費者不願花錢，即使是中國或印度的出口商，亦無法利用廉價勞動力來帶動產出了。

這種狀況讓人想起兩次世界大戰之間的1920年至1938年時期。BIS的研究顯示，這段時期的通縮與產出成長放緩呈現強烈關聯。當時，企業獲利佔比亦是不成比例地高。這為嚴肅看待今日通縮威脅提供了強力理由：現在的通縮問題或許最終就是會像大蕭條時期一樣的棘手。

聯儲局刪「耐性」合理之至

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

經過一輪炒作，不同人的表態，不同人的押注，最終，美國聯儲局議息結果公布，大家的焦點不是今次加不加息，而是聲明怎樣寫，關於「耐性」一詞會否改動，對於加息的時間表有否影響等。

很明顯，投資者想的都對。怎麼叫都對？有人猜最快6月便加息，有人說第三季至第四季才加息，更有認為今年內都不會加，試問這樣分歧的意見，怎麼叫都對？對，你也對！

維持穩定不怕綁死

這不是禪宗的語句，也不是玩弄文字，卻又確實有此意義。原因簡單，聯儲局的前瞻指引，固然已刪去了「耐性」一詞，大家可能覺得，一葉知秋，這樣一來，加息還會遠嗎？然而，聯儲局主席耶倫的言論，卻有更大的想像空間，既不排除6月便加息，但又不能解讀成為如今已有加息時間表。顯然，聯儲局一眾大員所需的，只是決策的彈性和空間，而不是綁手綁腳，把自己的決定綁得死死的兩個字眼。

事實上，他們也犯不着綁死自己。原因更明顯了，反正絕大多數投資者均已預計到，對於聯儲局而言，抽走這個字眼，只有好處，並無壞處。要做期望管理麼？最難得的就是對方已明白你的想法，你又明白對方的想法，雙方更明白對方明白自己明白對方的想法，如此類推。這樣一來，你的行動，某程度上可以選擇的，只有這樣一個方向，別人早已知，亦無法挑戰，維持最穩定的均衡狀態。

待時機適合才加息

當然，上述所說刪去了「耐性」一詞，只暗示着部分人可以對號入座，覺得加息不久將來便成事實。然而，聯儲局方面亦不完全支持這說法。除了上述的沒有時間表一着，更有對於經濟前景展望方面，是往下調整的，依此看法，經濟還沒有復甦夠，亦有足夠理由保持克制，市場有沒有「耐性」是一回事，央行方面倒可以盡展「耐性」。

說實在，失業方面已經改善了這許多，沒有太大疑問，只是通脹一方，仍得努力，要讓局方有信心，未來中長期，回到2%這水平之上是沒有難度，才有充分的背景，讓聯儲局放心去馬，加之可也。

不過，說到底，方向上，大家都知，一定是由寬漸窄，以往的非常時期非常手段，漸成歷史，不是一下子，只是漸成。投資者由伯南克在2013年第二季預告退市至今，已經不停在調節本身期望，與央行的，盡量貼近，盡可能一致。

只是個別的時間，往往與此方向偏離，皆因不同數據展現的，未必完全同步，有時改善得多，有時改善得少，有些可能偶爾還要倒退，這樣一來，投資者跟隨數據隨意解讀，難免會把經濟實際變化看得太波動了。但總的來說，市場上真的對央行行動完全沒心理準備的人，應沒有多少個吧。



■聯儲局主席耶倫的言論讓市場有更大的想像空間。

資料圖片

邊境購物城計劃可行

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

一小撮人的不理性示威滋擾行動，借反水客為名，實際上是滋擾內地旅客，片段在內地瘋傳，香港形象受損，近期旅遊業和零售業亦受到衝擊。立法會議員黃定光倡議建「邊境購物城」，紓緩內地客購物對本地市區和交通系統造成的擁擠，計劃可行。

近年內地旅客增長快，香港市區街道以及主幹交通運輸系統等均屬多年前規劃和發展，要增容量或擴大規模，受到市區已發展的現狀所局限，難以突破。紓緩市區過分購物人潮的其中一個答案，是在現時未有發展的地方，尤其是靠近邊境口岸的交通樞紐旁，設置邊境購物城或者類似外國的Outlet Mall。

港監管嚴 旅客信賴

內地同胞來港購物包括嬰兒奶粉、藥品、日用品等，是對香港監管各種消費物品的制度有信心，值得港人引以為榮，只是太多內地人來港購物，形成受搶購物品價格抬高，甚至缺貨，這就影響港人日常生活了。

內地同胞到港購物，理應是香港的商機，不可能一刀切予以停止，但如何疏導內地人購物所引起的人潮擠塞及減少對各類受迫搶商品的衝擊，是政策上的頭痛問題。

有鄉事委員會主席向筆者指出，所謂「水貨客」，八成是香港本土居民，主要是一些無業人士、長者、單親媽媽甚至學生，依靠走水貨，賺

取數百元幫補生活費，是否應該嚴打水貨客存在疑問。無論如何，不應該把所有內地旅客到港購物便歸納為水貨客。

傳媒報道，為分流一簣多行內地客，立法會議員黃定光倡議在落馬洲建「邊境購物城」，並已選定一幅約42萬方呎，現時為停車場的土地，業權人同意以象徵式一元租金，將土地租予非牟利購物城基金會，主打香港製造品牌商品及奶粉等日用品。基金會將由業權人、當地居民以及商會等代表組成，聘用專業的商務管理機構負責租務、招商、財務等，扣除必要的開支後，所有盈餘撥作公益用途。

顧慮周全 優點甚多

看來這是一個經深思熟慮的計劃，務求以最快速的時間去完成構建邊境商業城。筆者認同優點甚多，第一，選址私人土地和業權人願意慷慨以象徵式一元租予非牟利機構，已解決徵用土地的難題；第二，選址原本是停車場，交通出入口等條件的限制理應問題不大；第三，以非牟利機構營運和把盈餘用諸於公益用途，亦掃除有敝財的顧慮；第四，地點靠近口岸，內地人購物不用進入本港市區，避開市區擠塞以及減少交通系統的負荷；第五，以貨櫃箱形式建造商場，是既快速和環保的建造工序。

可以看出，上述計劃獲得不少有心人支持，倡議人當然居功不小。雖然有全盤構思，但仍需通過城規會批准這程序，以及符合各政府部門在諸如交通運輸、環保、排污等要求，並且要獲得地政總署同意修改土地批租用途限制等程序才能成事。