

第二季環球經濟及投資部署

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

踏入第二季，筆者認為多國的貨幣政策，將會為環球第二季經濟及投資部署帶來影響。因此，在4月初即與大家分析環球經濟、貨幣政策及投資部署三大方向，以令投資者及時掌握第二季的趨勢。

先談經濟方面，筆者認為，美國首季經濟放緩，可能是受到天氣惡劣及美元強勢所影響。但當地就業市場持續有改善，故預料美國經濟於第二季的增長將會恢復。當中，筆者將較留意就業市場及物價的走勢，主因若就業市場進一步改善，將會刺激內部需求，對消費品的需求將會增加，推動經濟增長。

歐日放水 經濟料見起色

至於歐洲及日本方面，兩地的經濟預料於第二季將略見起色。歐洲方面，由於歐洲央行已開始購債行動，預料對區內經濟會有支持。但要留意，歐元區內國家的經濟較為參差，筆者傾向看好德國的經濟前景，預料當地將較受惠寬鬆貨幣政策。至於日本方面，由於當地今年以來經濟表現一般，較筆者預料日本央行可能在4月份地方選舉後，加碼量寬的額度。

新興市場方面，筆者傾向看好中印兩國的表現，主因兩國目前通脹壓力不大，以及經濟增長出現放緩下，預料兩國央行仍有進一步推出寬鬆貨幣政策的空間。雖然兩國仍可能減

息及減存款準備金率，但由於兩國經濟增長潛力大，預料外資不會輕易流出。在這種情況下，預料兩國的貨幣表現將會靠穩。惟其他新興市場仍可能受到美國加息問題困擾，當中要留意巴西、俄羅斯、土耳其及馬來西亞的情況。

全球央行貨幣政策預料在第二季仍傾向寬鬆，主因全球今年首季經濟表現一般。當中，預料第二季日本央行有可能加碼量寬額度，而澳洲及新西蘭央行有機會下調利率。至於中印方面，預料兩國央行可能要先觀察經濟情況，再決定會否減息。至於其他國家方面，筆者相信新興市場部分國家，例如俄羅斯，有減息的空間。但對於部分通脹較高的國家，例如巴西，估計當地第二季將維持利率不變。

看好中印股市 宜逢低吸

投資部署方面，今年首季美股先升後回，預料在第二季初仍可能受到企業業績表現欠理想，而出現調整的情況。若美股出現調整，投資者可以候低吸納美股。預料第二季，資金將會流向歐洲及日本。但購買相關地區的股票基金時，投資者宜考慮是否需要作貨幣對沖。筆者認為，日圓匯價於第二季有機會進一步下跌，故購買日本股票基金的投資者，可能需要購買美元對沖的基金。至於其他國家方面，筆者仍看好中印股市。當中，印度股市近期已有明顯調整，投資者可以考慮趁低吸納。貨幣市場方面，筆者看淡日圓前景，至於歐元方面，筆者估計第二季可能反覆上落。商品方面，預料油價及金價第二季表現仍一般。

中央維穩 內房股值得留意

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璦

中央在《政府工作報告》中把經濟增長目標進一步調低至7%，為逾10年來最低，但仍強調「穩增長保就業」。雖然增速被調低，要維持7%增長仍需靠中央政策大力扶持。國務院總理李克強在政府工作報告中表明支持居民自住和改善性住房需求，促進房地產市場平穩健康發展，有意借助扶持房地產業以達到穩增長的目的。中央隨即兩會後推出多項穩樓市措施，立即兌現了中央支持房地產的意圖，投資者今年可密切留意內房板塊。

人行貨幣政策漸見成效

剛公布的中國官方製造業PMI 3月終值為50.1，勝市場預期，今年首次重回50榮枯以上，當中顯示房地產行業有回升跡象，3月份房地產商務活動指數亦回升至50%以上，結束了連續三個月下降走勢，雖新訂單仍處50%以下，但已有明顯回升。中國至去年末開始貨幣政策轉向寬鬆，連番減息及降準救經濟，且對內房業尤其有利，相信近來數據向好，某程度上反映了中央貨幣政策的效用。

經濟是否真正穩定還言之過早，當中房地產市場成穩增長的關鍵，因其不但佔中國GDP四分之一多，對GDP能否保7起重要作用，而且房地產牽連甚廣，牽涉到地方財政、中央稅收及房地產建設產業等，因此一旦房地產倒下，會對中央「穩增長保就業」的目的造成衝擊。因此，中央今年加大扶持房地產，於3月30日宣布下調二套房首期比例，對現有首套房又未還清房貸的家庭，如購買第二套房，最低首期付

款比例由最低60%調低至40%。同時，調整二手房交易稅免徵門檻，由5年縮短至2年。

助降三四線城市庫存壓力

降低首期付款和二手房交易稅免徵年期有望增加居民購買第二套房的入市意慾，加上中央貨幣政策持續寬鬆，相信能帶動購房需求，刺激一線城市房產市場價量齊升，亦有助三、四線城市降低庫存壓力。

相信今年更多有利房地產政策會陸續出台，樓市繼續受國策消息的帶動下，成投資者的追捧對象。樓價下半年有望轉趨穩定，支持內房股估值向上。但內房股質素參差，投資者宜慎選優質內房股，包括主力發展一、二線城市，業績向好及負債比率較低的地產商較為可取。



■中央在兩會後推出多項穩定樓市措施，立即兌現了支持房地產的意圖，料續對內房板塊有正面的刺激作用。 資料圖片

金融改革獲更多實質性進展

中銀香港經濟研究員

柳洪

國務院3月31日公布，《存款保險條例》將於今年5月1日起正式實施。顯示內地經過22年醞釀，存款保險制度終於水到渠成。存款保險制度的建立對存款人權益有正面影響之餘，其實質意義還在於為深化金融體制改革和引導金融機構市場化運作夯實基石。因此，存款保險制度建立本身就意味着深化金融改革取得突破，也預示年內深化金融改革將取得更多實質性進展。

一、夯實了深化金融改革的基石。存款保險制度的核心是充分保障存款人的權益，方式是從隱性擔保轉為顯性擔保。但究其實，顯性擔保對存款人的實質權益影響改變不大。從50萬元（人民幣，下同）的擔保上限看，能為99.63%的存款提供全額保障，意味着普通存款人的錢存入金融機構跟過去一樣是安全的。對於存款超過50萬元的部分，風險也不高，《存款保險條例》明確可從投保機構清算財產中受償，而預計將來實際的運作情況可能是，存款保險基金會支援合格的投保機構對問題投保機構「接盤」，將存款人的權益轉移到合格投保機構繼續得到全面保障。所以，對存款人權益的保障實質上沒有太大的變化，因而存款人不會也沒有必要將存款搬家。

存保制有助增強市場信心

顯性擔保之所以重要，關鍵在於能夠增強市場和公眾對銀行體系的信心、對存款是安全的信心，為進一步的金融市場化改革編織了安全網、設置了隔離帶，可防止銀行擠兌事件、威脅社會穩定的群體事件發生，也可防範個案經營危機蔓延成系統性危機。

首設存保實現金融市場化

美聯金融集團高級副總裁

陳偉明

中國央行表示，將在下月推出期待已久的存款保險制度，旨在取消內地利率管制和推動以市場為基礎的資本配置的關鍵舉措。市場認為存款保險將確保即便儲蓄業務的競爭導致過度冒險和銀行倒閉，存戶也會得到保護，從而為利率自由化奠定基礎，最高償付限額為50萬元人民幣。

各銀行獲資金展開競爭

存款保險是利率市場化的前提。該制度的執行意味着利率市場化開始加速，放開銀行存款利率上限將導致利率升高，因為各銀行將為獲得資金展開競爭。這應會改善資本配置狀況，因為銀行會尋找能夠承受更高利率的更具成效的借款人，包括那些長期以來很難獲取銀行貸款的民企。實情去年曾預期中國央行會推出存款保險制度，不過銀行家們表示，幕後角力導致了延遲。不過對於一種將迫使它們支付份額超出比例的保費、實際上對最可能倒閉的中小銀行進行補貼的保險安排，連大銀行都進行了抵制。

二、完善金融機構市場化退出機制。《存款保險條例》實施，預示政府將取消對銀行的隱性擔保，未來將允許非系統性重要銀行破產倒閉，金融系統光進不出的時代將結束。一方面，隨着市場化改革的推進，將會有更多的資本，民營資本、境外資本等進入金融體系，設立銀行，服務實體經濟，有助於緩解內地中小企「融資難、融資貴」的矛盾。另一方面，將允許經營不善的銀行破產倒閉，優勝劣汰。內地金融系統有進有出的市場化機制將進一步完善。

促使銀行自律及穩健經營

三、可促進銀行審慎經營，強化財務硬約束。按《存款保險條例》的規定，存款保險費率由基準費率和風險差別費率構成，各投保機構的適用費率，由存款保險基金管理機構根據投保機構的經營管理狀況和風險狀況等因素確定。保費帶來的成本增加，對普遍盈利較高的銀行來說，影響不大。影響在於差別費率制可能導致市場以此對金融機構「優等生」「差等生」實行鑒別、分類和選擇。風險程度高的金融機構由於必須繳納較高的保費以及市場對其顧慮較多，未來可能面臨較大的經營風險。而風險程度低、市場聲譽好、經營穩健的金融機構則可能進入良性循環。因此，實施差別費率制可促使銀行自律，穩健經營。

四、預示年內金融改革將取得更多實質性進展。《存款保險條例》實施預示監管當局有意加快金融改革步伐。央行在最近兩次降息的同時兼顧到利率市場化改革，擴大存款利率的浮動區間上限，目前存款利率上浮區間已擴大至基準利率的1.3倍，預計存款利率上限放開年內有機會實現。人民幣匯率形成機制市場化改革可望到位。人民幣有望在資本項下實現可兌換。剛性兌付將被打破。市場在資源配置中的作用將進一步增強，可降低資金成本曲線，有利於抑制經濟慣性下滑。

或致存款流出中小銀行

存款保險制度的細節基本上與去年11月下旬公布的草案相吻合。分析師們當時表示，償付上限定為50萬元人民幣，將為約98%的中國儲戶提供全額保護，不過，富裕儲戶持有的高比例存款意味着，銀行體系126萬億元人民幣存款中仍將有相當大一部分得不到保護，存款保險制度的推出可能導致存款流出中小銀行，因為這樣會凸顯了銀行倒閉的現實可能性，並明確地將部分存款界定為不受保護。

關鍵是幾乎所有銀行都是國有銀行，因而內地存戶傳統上認為所有銀行存款都得到政府的隱性擔保，但是在現實中，即使在存款保險制度實施後，一直擔當維護金融與社會穩定的中國政府是否會允許銀行倒閉，近期我們可以看到的中國政府已經允許一連串高風險、高收益債券發生技術性違約，但每一次，政府最終都安排散戶投資者得到了全額償付。中國央行還表示，如果經濟條件發生變化，可能對最高償付限額進行調整，中國央行將管理存款保險基金，該基金可以投資政府債券、央行票據和其他高評級債券。

博弈思維 再論股民理性與不理性

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

本欄周二（31日）分析了不同地方股民的博弈思維，也許是事物還很新鮮，不少讀者想進一步剖析一下，博弈思維當中，是否理性或不理性。說起來，投資市場上，很多人討論理性與非理性，接觸過相關學術研究的，都不會陌生，甚麼為效率市場，甚麼行為財務學，往往都提到投資者是否理性這一點。

然而，依我看，很多時候，這些爭論，並非擊中要害。試問對於具體押注者而言，若一味推說這樣不理性，那樣又不理性，說來說去，豈不是託詞遁詞，以掩飾本身對於其他投資者的行為模式，掌握得不夠。也不是說，論者的能力有問題。當中可能是不為也，可能是寧願把知道的用來賺錢，也可能是不能也，例如基於思維局限。但無論如何，純粹說一大堆這是不理性的，並不代表解釋了投資者的選擇，對於研判投資者的想法和決定，並無太多實用之處。

市場力量推動供應和需求

相反，一個想法本身可能不理性，但儘管如此，只要有足夠多的投資者相信，有着自我形成和實現的預言，那麼，便有力推動這樣那樣的供應和需求，繼續影響價格和成交量，又形成更多人跟隨趨勢的力量。縱使一開始的起點未盡合理，但不失為一個起點的資格，更不能因而否定其影響力。

事實上，在市場上，每天有無數人在交易，人人的想法都可能有點不同，也有些是一致的。就是靠這看來亂得一團糟的背景，才有那麼令人為之神往的交易起伏，變化萬千。

早前提出，在滬港通開通前，港股股民的想法，未必不對，很合理的，尤其在任何成熟市場上，若同一家企業的股票，因為一些交易制度上的局限，存在着明顯價差，則只要相關的局限解除或放寬，便應有趨於一致的力量發生，如此一來，買入便宜的，沽空昂貴的，是人之常情，而投資者早這些動作一步，未嘗不合理。

A股影響力明顯左右港股

然而，就是太合理了，大家試想想，在制度改變前，交易的另一邊，是A股股民，他們熟悉A股，而A股的影響力正明顯地左右，甚至主導港股，這樣一來，不必很聰明，都可能想得到，既然已被別人先行買了許多，價格已上漲了不少，何必急於買入，幫忙去推它一把，讓其價格趨於一致？

反過來，倒不如留守在熟悉的地方，熱炒本身最熱炒的，如此一來，表面上看，是A股昂貴的更昂貴，H股更是門庭冷落，完全不合理，但實際上，也有非常理性和合理的道理存在。

當然，隨着公募基金的推出，同樣合理的推測，應是基金投資者的思維較類似，可望拉近差價，事實是否如此？未必立即反映，但起碼短期有不少憧憬之，即是力量矣！



■分析認為，隨着公募基金的推出，可望拉近兩地同股不同價的差距。圖為內地股民。

資料圖片

航空貨運量看世界盛衰

資深傳媒人

陸元華

國際機場協會(ACI)日前公布，2014年全球機場客、貨運輸統計。數字顯示，美國亞特蘭大機場仍然是全球最繁忙的客運機場，錄得9,619萬人次，同比升1.9%。而香港以年處理441.5萬噸貨物，同比升6%，而在排名榜上獨佔鰲頭，力壓孟菲斯，顯示經濟回暖在航空客貨需求是正面反映。

報告披露，全球去年機場交通流量涉及旅客達66.3億人次，同比升5.1%。亞太區佔21.8億人次，升5.9%。歐洲區錄得18.2億人次，同比升5.2%。排第三的北美區，交通流量16.2億人次，同比亦升3.3%。而三大洲區的交通流量是56.2億人次，佔去年全年總量接85%。更值得一記的是去年全球機場流通總貨量是1億噸，同比升4.5%，是全球航空業貨運發展歷史上一個里程碑的數字。

1億噸貨是什麼概念？如果用航空貨運最大承載工具「Q7卡板」裝貨，相等於可裝1,250萬板。同時，繞地球赤道2.2萬多圈。如果用波音747全貨機裝貨，若以每架可裝110噸/架計算。可填滿91萬架貨機，情況可觀。

自1903年美國萊特兄弟研製成功可控固定翼飛機至今，一百一十多年來，航空業發展突飛猛進，1911年有民用飛機開展航空運輸及郵遞服務。1919年8月英法建立全球第一條國際定期客運航線。不久，就形成航空運輸網絡。1929年全球民航客運流量已達340萬人次。至1956年第一代噴氣民航機，由美國道格拉斯公司生產的DC8型和康維爾880/990型客機投入服務，它的高載客量令航空公司，營運變得有利可圖，民航業發展步入商業化運作。

國際貿易大增貨運需求

如果說十九世紀是飛機誕生和研製階段，技術趨於逐漸進步與成熟期的話。二十世紀民航業是大發展時期，科技進步，促進先進飛機在性能、速度、安全、可靠上有更高的要求及標準，全球機場處理貨物由零統計至去年的1億噸，花了至少百年時間。期間經歷了兩次世界大戰、產生了兩種不同意識形態的社會制度、人口由不足13億，增加至目前的75.09億。國際貿易對快運民航貨運需求，大大提高。

與客運量洲際區排名稍有不同，去年亞太區貨流通量是3,927萬噸，同比上升6%。第二是北美區，錄得2,879萬噸，升3.3%。歐洲區受經濟不景氣影響，進出口貿易下降，全年只錄得1,841萬噸，同比升3.4%。香港另一項航空驕人成績，是2014年香港赤鱗角國際機場整體國際貨運流量錄得437萬噸，同比升6%，足以顯示香港機場國際業務，是它實力與地位的有力證明和核心價值。

上海台北潛力不容低估

而排第4的是上海，錄得233萬噸，升幅達8.1%。而排第5的是台北，錄得207萬噸，同比上升6.2%。儘管上述兩機場目前與香港機場還不在同層次面，但所處位置、服務腹地 and 潛力不容低估。



■香港以年處理441.5萬噸貨物，同比升6%，而在排名榜上獨佔鰲頭。 資料圖片