

美利率正常化依然路遙

中銀香港經濟研究員

卓亮

聯儲局公開市場委員會(FOMC)結束一連兩日貨幣政策會議，會議聲明內容顯示FOMC並不過分擔憂美國增長放慢。本次會議沒有公布新的經濟展望，會後亦沒有新聞發布會，對市場沒有太多啟示。惟從美國經濟表現來看，有理由相信首次加息的時間會繼續被推延。

次季增長動力難現強勁反彈

以環比年率計算，美國首季經濟增長0.2%，遠低於市場預期的1%。由此推算，如果不將增速年率化，實際GDP環比增長接近零，企業投資與出口萎縮尤為顯著。而從目前的部分領先指標來看，第二季增長動力並不見得會出現強勁反彈，整體復甦依然較為溫和。

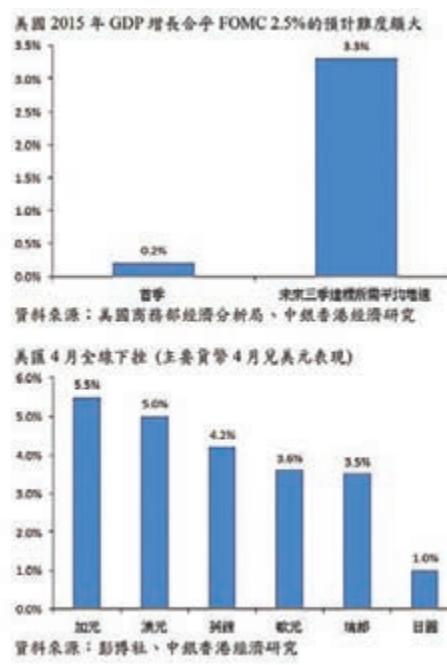
FOMC將首季經濟放慢的性質定義為「暫時」，惟2015年全年增長達標的難度頗大，可能為主張推遲加息的鴻派委員提供表面理據。須知FOMC在3月份公布的經濟展望中預計2015年經濟增長可達2.5%，而由於第一季表現低迷，美國經濟需要在未來三季平均增速達到約3.3%才能達標。因此，FOMC或在6月公佈的經濟展望中被迫下調全年增長預測，為利率調整預期進一步降溫。

加息時間表料延至第四季度

事實上，自從聯儲局結束量化寬鬆後，市場對美國首次加息的預

計時間就不斷推後，這主要是因為投資者對美國經濟表現一直過於樂觀。美國的確曾經在個別季度錄得強勁增長，但整體表現未見明顯改善，也就不斷讓市場失望。目前多數市場分析預計首次加息會在9月份，可能屆時亦難免繼續後移。勞工市場在3月顯著轉弱，如果4月新增職位持續低企，勢必打擊FOMC對就業情況改善的信心。有鑑於此，聯儲局利率調整的時間或最早要等到第四季度，甚至不能排除推遲至2016年的可能性。

美元在最近一年急升，很大程度上建基於投資者對美國貨幣政策收緊的預期。惟美國利率正常化依然路遙，美元匯價面對的調整壓力不小。



庫存料降 油價見底反彈

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

去年下半年開始的石油大戰，隨着沙特石油部長表示，已經做好了提升油價的準備。由於沙特目前石油已探明儲量達到全球的15%，故其對油價的表態是十分重要的。紐約期油已由早前的大約42.03美元的5年低位，反彈至目前大約57美元左右。雖然糾纏十二年的伊朗核問題似有所突破，若伊朗獲歐美大國解除禁運的話，可能重新輸出石油，令全球未來石油供應量可能大幅增加，不利油價表現。但是，美國頁岩油開採的井口已經明顯回落，加上業內開始出現汰弱留強，企業併購不斷，而中印兩大國家的央行推出寬鬆貨幣政策，以及美國煉油廠將於第二季開始逐步關閉進行維修，及美國開始步入暑假的駕駛高峰期，預料美國油庫存將會出現較明顯的下降，料有利油價出現反彈。

沙特提供優惠明顯減少

如何知道油價將出現反彈？首先，作為出口石油的龍頭國家，沙特政府旗下的沙特國營原油公司Saudi Aramco於4月份作出了今年第二度的減少折扣行動。由今年5月開始，付運往亞洲客戶的阿拉伯輕質原油，將提升價格30美仙，令沙特原油與區域基準之間的折扣減幅收窄至只有60美仙。與去年12月初相比，沙特曾經把出口往亞洲的輕質原油價格大幅減價190美仙，提供的折扣優惠是十四年以來最多的情況看，沙特近期所提供的優惠已經明顯減少。因此，估計沙特希望油價出現反彈是正常的。

第二，沙特之所以希望油價反彈，是因為已從美國手中，搶回市

場佔有率有關。沙特近月大量增加原油供應，去到今年3月份，沙特的每日油產量達到1,030萬桶，較去年12月的日產量964萬桶，增加了大約66萬桶。與此同時，美國的石油日產量，由去年4月時的高位每日1,493萬桶，回落至今年3月的1,299萬桶，減幅達到194萬桶。可以顯示，油價過去大半年的調整，令美國石油業的增長趨勢出現扭轉。沙特目前已經增加了供應量，以及搶回早前失去的石油供應份額情況看，當地政府當然樂於見到油價回升。

殼牌高溢價收購顯信心

第三，油服務公司Baker Hughes公布，最新一周美國油氣鑽井平均台數減少22個，雖然總數仍有932個，但已經是連續第二十周下跌，而跌幅是有史以來最快。由開採到決定減產時，故預料美國的油氣鑽井的跌勢仍可能持續一段時間。因此，市場估計美國頁岩油的供應量將會持續減少。第四，油價去年下半年持續的下跌，足以令市場出現新一輪汰弱留強的情況，能源企業的併購戰亦一觸即發。例如：荷蘭皇家殼牌動用近700億美元，以收購英國天然氣集團BG，這是過去十年以來最大型的油企併購交易，而殼牌的收購是以現金及股份兩部分。殼牌的收購價，較BG過去九十日的成交價高出50%。這樣高溢價收購，反映提出收購的一方，的確對能源業長線前景仍看好。

至於油價反彈可能帶來的影響方面，油價持續反彈，對俄羅斯及沙特等以產油為主的國家較為有利，而這些國家股市近期已持續上升。若油價進一步反彈，預料對這些國家的股市較有利。至於歐美以至部分新興國家，由於需要進口燃油，故預料油價回升，將會令這些國家的通脹可能於下半年回升。

汽車觸網 後端市場料先受惠

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

今年內地積極推廣「互聯網+」策略，主要是因為互聯網技術傳統行業相結合，可以為雙方帶來新的發展機會。近年內地汽車業不斷嘗試觸網，各大科網巨頭近期也宣布進軍汽車行業，互聯網汽車成為當前汽車主要的新發展方向，傳統汽車業的各個環節或會出現重大改變。隨着互聯網汽車發展不斷深化，汽車行業的營運效率有望顯著提高，各個環節也可釋放出巨大的發展機會，投資者值得關注。

所謂互聯網汽車，即是傳統汽車與車聯網（汽車通過互聯網實現信息共享）的融合。傳統汽車產業鏈包括製造、銷售、售後服務等環節，加入車聯網之後，各個環節都會出現新的變化，電子化、智能化將是未來的發展趨勢。當前內地汽車相關產業鏈的市場規模大概是4萬-6萬億元（人民幣，下同），互聯網汽車相關產值將超5,000億元，蘊含巨大的發展商機，因此科網及車企巨頭紛紛將互聯網汽車作為未來重點發展方向。

跨界聯手 搶佔先機

內地三大科網巨頭BAT（即百度、阿里巴巴、騰訊）先後宣布進軍互聯網汽車爭奪。去年7月，阿里巴巴宣布與上汽集團合作成立互聯網汽車研發公司，新產品預計2016年上市；今年3月，騰訊與

富士康及和諧汽車宣布合作開發互聯網汽車；百度也宣布今年推出無人駕駛汽車。此外，今年3月北汽集團也宣佈與樂視網合作打造「超級汽車」，預計在1年-2年內上市。筆者認為，今年將會是互聯網汽車元年，跨界合作或會成為常態，但明年才會是終端汽車產量的爆發期。

對汽車後端市場影響巨

在各大汽車產業鏈之中，後端市場將會成為受惠最快的一環。儘管內地新車銷售增長開始放緩，但2014年內地汽車保有量達到創紀錄的1.54億部，汽車後端市場（維修、保養、改裝等）需求旺盛，市場規模有望達到4萬億元。而互聯網概念的加入，將會對汽車後端市場產生巨大影響。

在汽車後端市場，互聯網能夠解決比價成本高，信息不對稱等問題，極大地提高了市場運行效率。當前，內地後端市場領域已經發展出了網上車險、二手車交易、汽車保養維修及租用、零配件流通等新的商業模式，且市場容量仍在不斷擴大。車險無憂網站保費交易已經突破億元，二手車網2014年交易額達3676億元，同比增加26%，發展勢頭強勁。

筆者認為，汽車行業當前正處於從新車製造及銷售往後端市場轉移的時期，互聯網汽車有望激發部分新車需求，但短期內後端市場料可最先受惠，明年才是互聯網汽車上線的高峰期，值得持續關注。

納指破頂非新一輪科技泡沫

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

納斯達克終於衝破2000年高點：跡象顯示泡沫依然存在，但應該不會是新一輪的科技泡沫。美股近來持續上漲，購併活動和「足夠好」的企業盈利再次助其一臂之力，Teva Pharmaceuticals宣布要以400億美元買下Mylan。IBM和Facebook的業績並未達到預期（部分原因是美元轉強），但Caterpillar、Amazon、Microsoft和Morgan Stanley則表現亮麗。還有，隨着美元的升勢暫歇，有些因美元轉強而陷入掙扎的板塊最近上漲。其中一個例子是能源股，從3月份的低點上漲了近一成。

股票的升勢有助納斯達克綜合指數升破2000年的高點。有些人認為這是新一輪的科技泡沫，但該板塊的估值現今看起來較為實在。美國科技股目前的市盈率約19.5倍，大概只比整體大市高出5%。相比之下，2000年初的科技股市盈率則超過72倍。

債券孳息率在上周略為上升：近期升勢的部分原因是通貨膨脹的預期持穩。在3月份的震盪後，債券孳息率回穩。最劇烈的是，十年期國債的孳息率在上周翻了一倍有餘（儘管只是15個基點）。在美國，十年期孳息率窄幅上落，徘徊在1.85%到2.00%之間。最近債市靠穩有部分是在反映對通縮的憂慮降低。這從通脹打和上升及資金流入通脹連結債券的情況可見一斑。上周有14億美元流入抗通脹債（TIPS）基金。在資產管理規模比重上，這是五年來最大的流入。

投資者甚至對希臘的態度稍微改善，儘管幾乎沒有證據顯示有任何進展。歐洲的製造業和信心調查結果雖然略低於預期，包括德國的IFO和ZEW數據以及採購經理人指數初值，但涵蓋更廣的歐

洲經濟數據則見轉強。德國政府把2015年的GDP預測值從1.5%調高到1.80%。增長轉好開始反映在企業盈利中。Stoxx 600公司雖然只有一成公布了業績，但財報初步表現不錯；業績超過預期的公司有69%，每股盈利超過預期者則有57%，雙雙高於五年均值。

對債市態度轉樂觀

上周投資者對希臘的態度也轉向樂觀。希臘的十年期孳息率在上週二攀升至13%以上，接着在當周稍後下滑，有部分是在反應希臘政府決定強化它的現金部署，要求地方政府把資金移往央行。不過，這或許能讓希臘度過5月12日對國際貨幣基金的還款，但與歐盟的談判卻看不到進展的跡象。就目前看來，更長遠的解決方案到5月下旬都不會有太大希望，屆時現金流的問題將會再次對政府造成壓力。

日經225指數15年來首度收2萬點以上：與此同時，內地股市則繼續挺進，儘管增長放緩並出現首宗國營企業違約。美國並不是上周唯一達到里程碑的市場。日經225指數15年來首度收2萬點以上。

在寄望於中國的交易直通車下，台灣股市也創下了15年來的新高。儘管中國方面的市場消息比較負面（包括製造業數字疲軟和國營企業首見違約），但上海A股仍繼續挺進。中國最新走勢的催化劑是，存款準備金率足足調低了一個百分點，這樣的下調是2月份以來第二次，也是2008年以來最大的降幅，主要是在抵銷近來資本外流所失去的流動性。

儘管如此，寄望有進一步的刺激仍持續點燃了中國股市。在更改規定允許多重開戶後，內地股市的投資者新開戶了325萬個，這創下了紀錄。這也代表市場投機增加：融資債務佔「自由流通股」的比重在近幾周來直線上升。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

美國聯儲局的議息結果，終於出現，沒有甚麼令人驚喜，也沒有甚麼令人驚嚇。平淡為之，繼續重申的，當然是一貫談的經濟數據，統計數字如何，短期趨勢如何，中長期趨勢如何。如此這般，大家若無刻意深究，容易在一一大堆慣見亦平常的字眼中，忘記了真正重要的東西。可能是沒有說出來的東西，而不是在聲明中，刻意強調的。

可不是嗎？對比起之前的多次議息聲明，尤其是參照伯南克當主席起計，一直以來聯儲局的行動，都是以期望管理為上。以盡量增加透明度，讓外界清楚局方的想法，讓市場參與者不必亂猜亂估。盡可能有一個合理的期望，跟央行大員的想法盡量一致，盡量貼近，這樣一來，央行的行動，可以事半功倍。因為投資者認為央行言而有信，而且其政策的背後，是合理的利益計算，則按道理，雙方都可以把分歧收窄。當央行真有行動時，市場不會有太大的震盪，這一點在金融海嘯後，尤其重要。畢竟很多事物都是歷史性，非常時期，非常手段，罕有的動作，反映出事態的不尋常，而過程中，若無市場的配合，怎可能順利過渡呢？

市場猜度愈來愈按捺不住

然而，踏入2015年，不難發現，伯老的期望管理，雖然得到耶倫的承傳，可以說是無大分別。但近期所見，央行的期望管理，似無法再加大力度，而市場的猜度，亦愈來愈按捺不住。何解有此一變？

是的，當量寬完成歷史任務，實體經濟復甦，退市亦已完成，下一步，人所共知，必然是加息。加息幅度可多可少，可早可遲，但方向卻清楚得很，沒有什麼懸念。然而，隨着這個方向愈來愈明顯，原本央行和市場可以合作的，如今在短時間內，卻又橫生枝節，因為，透明度多至一個地步，總不成完全任人道。

臨近加息 投資押注反不易

道理是簡單的：當加息還在老遠的日子，當然可以鼓勵市場盡量向這個方向想，趁早部署，讓真正來臨時，減輕震盪；相反，當加息已經迫在眉睫，可以是今年中，可以是今年底，也可以是明年，但說着說着，大家都在等，押注方面，反而不容易。

由此可見，愈是臨近加息，即使不是今次，也未必是下次的議息會期。但總的來說，市場參與者會愈來愈不耐煩，期望快一點有結果之餘，也會太過短視，集中於今次或下次加息的比較。

當然，從外界最新的解讀看，一般以為，局方不急於加息，畢竟通脹壓力不大，而經濟增長速度亦不算快，有條件等一等。但說起來，央行也不把後門全封掉，無論如何，整體市場只好繼續在加息前，不斷的憧憬，盡量把多餘的想像空間都擠掉，這樣反而有利於真正加息時，一切無礙，像沒事發生一樣。



■市場關注美聯儲局加息時間表，身為主席的耶倫如何應對可謂盡心機。

資料圖片

新界東北計劃獲批僅「止咳」

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

城規會正式通過新界東北粉嶺北和古洞北分區計劃大綱草圖，為提供本港中長期可發展土地的部分來源，向前邁進重要的一步。城規會經過半年聽取公眾意見，包括45次聆聽，最後總結兩天閉門考慮，所有委員一致通過對兩份發展計劃大綱草圖不作任何修訂，委員會已平衡各方利益，由於計劃已通過各項技術評估，因此認為不會對環境及交通存在不能接受的影響。

城規會決定符整個社會利益

兩項方案一共提供60,000個住宅單位，當中36,600個為公營房屋，並創造38,000個就業機會，又預留300公頃作休憩、農業及自然保育等用途，城規會的決定既平衡了社會各方面的訴求，亦符合整體社會利益。

香港全境只得1,100平方公里，當中四成為綠化及郊野公園用地。其實開埠以來，本港早已察覺，可供發展的土地不足的問題，早年以移山填海方式取得可發展土地，自上世紀60、70年代開始，當年政府以發展新市鎮為主線，同步輔以新界的交通運輸網絡如新界環迴公路及西鐵等，一系列新市鎮如荃灣、沙田、屯門、大埔、元朗、將軍澳、東涌等，都沿用規劃程序以及徵用土地、搬村等方式進行，至今大部分這些新市鎮都發展成熟，成為數以百萬計港人安居樂業的地區。

新界東北新發展區的構思，不是近年才提出的新事物，而是早於上世紀90年代提出，當年研究東鐵落馬洲延線時已預留古洞站，作為發展該區的伏筆。2008年開始由顧問團隊作研究，就交通運輸、環境、各項基建等環節提交報告及建議方案，東北三合一方案於2013年納入建議發展大綱

圖，並作公眾諮詢，期間爭議不斷，兼在社會趨向政治化的大環境下，新界東北發展亦被政治化，後來當局吸納民意反映，作出多項修訂，包括把公營房屋比例調高，以及暫擱置爭議較大的坪輦發展區，再重新諮詢，至今獲城規會批准。

離十年供應目標47萬單位仍遠

現時香港中長期發展土地不足，土地供應過程需要長期規劃及徵地等手續，一般動輒十年八年，假如今天不動手，十年、二十年後情況惡化至怎樣程度