

美加息時間各有解讀

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

上周四（30日）本港時間凌晨，美國聯儲局的議息結果公布，沒甚麼意外，大家都明白。4月這一次會議，並非市場預期的加息日子，大家只關心議息聲明，字裡行間如何引導投資者，為期望管理而下工夫，透露出口風，讓大家知所進退。未來一段日子，央行官員的腦子裡，究竟在想甚麼？媒體的報道和分析，也集中在這種解讀，嘗試在片言隻語之間，把以往的字眼和如今的字眼，對比參照，以圖明白箇中不同，從而得出結果。

媒體認為加息不會太早

然而，上述這種嘗試，恐怕並不成功。有兩點是關鍵。首先，正如上周五（1日）筆者於此欄分析，在過去幾年，央行跟市場的期望管理，相安無事，但直到近期，不難發現，期望管理的積極性略見下降。也就是說，央行並不願意再透露太多，反而似要增加決策的空間。

是的，上述的期望管理，幾年來，打從伯南克起，到目前的耶倫，一直在進行中，重點是增加透明度，讓對方知道各自的底線，而對方則可以合理預期。本身不會作出太過出人意表的舉動，以免影響本身的利益，明乎這一點利益所在，則大家可以把分歧收窄，到達雙方皆可以有利的狀態。

不過隨着愈來愈接近真正加息的日子，央行左右做人難，說得太多不行，說得太少亦不行，結果是，從原本一直向增加透明度的方向，略見回轉，雖然並不是真的要走回頭路，例如格林斯潘式的表述。

投資者料加息不會太遲

另一點，見諸上周五歐美市場的反應，便可以知道上文提及的單憑局方聲明中的字眼去猜想，何以並不成功。

事實上，觀乎各個資產價格，在上周五不同類型的經濟數據，顯然談不上好，但亦不是十分差，只是略為遜色於外界的估計，如此一來，卻見美債孳息率急升，也就美債價格急跌，而美股反彈。這還不算，再看美元，連跌7天後，終於



■市場對聯儲局何時加息有不同的解讀。 資料圖片

止住了跌勢，似是回復過去大半年漲勢的起點，而金價的表現更顯著，畢竟黃金無息可收，無險可守，過去十年來，其價格對央行的貨幣寬鬆政策，反應最敏感。如此一來，加息雖未至，但經濟數據無甚大變下，金價快速跌穿1,200和1,180兩個關口，說明了人心所向。真金白銀的取態，是押注於加息不會太遲，而不是外界在媒體上聽到讀到的解讀，說加息不會太早。

說起來，大家要選擇聽哪一方的意見？是以本身利益押注的投資者，作出的投資決策，抑或對於資產價格升跌無動於衷的媒體報道者或評論員？答案很自然，亦呼之欲出，不必點破了。顯然，就算6月不是加息的日子，不少人寧願保守一點，在眾口一詞說6月不會加息之時，多少押點注碼在此，冷門也不是完全無機會，畢竟世間事物，真正符合鐘形曲線分布的，金融市場變化未盡是其一。

中央慢牛意圖明顯

太平金控・太平証券（香港）研究部主管

陳羨明

4月A股表現搶眼，滬綜指錄得2015年最大月漲幅，全月上漲18.51%。不過呈現虎頭蛇尾之勢，其中高達60%的漲幅均由前兩周貢獻，大市升勢已見放緩。

監管層慢牛意圖強烈，故4月初較大的漲幅，導致監管升級。期間，中證監三令五申警示風險，並叫停「傘形信託」、擴大融券標的、提速IPO。「槓桿市」迅速降溫，4月中下旬起，A股走勢反覆，表現已不如前。

無獨有偶。港股上周一創金融海嘯以來高位，其後隨A股震盪回落，且日均成交約1,738億港元，較前周減少約7.6%。恒指上周累微升72點，升幅比前周升約400點明顯放緩，昨天再微跌9點。

監管層對股市的呵護是本輪股市上升的動力。近月無論是人行行長周小川，還是中證監主席肖鋼，均一再重申股市上升有其合理性的論調，讓市場看到監管層樂見A股長遠向好的取態。

貨幣政策料偏寬鬆

升市解決企業融資壓力的問題，發揮支撐經濟的作用，股市因而得到政策的呵護。中證監發言人在4月中的周五例行記者會上，就兩融發表的七項規範要求，四大證券機構組織聯合發表的促進融券沽空措施後，令市場揣測中證監大力打壓孖展融資及鼓勵融券沽空，觸發港股期指夜市急挫700點，新加坡買賣的富時A50指數期指狂瀉6%後，中證監翌日即發新聞稿澄清無意打壓股市。

市場普遍認為，牛市行情暫時不會終結。在宏觀政策面看，2015年4月，中國製造業採購經理指數（PMI）為50.1%，與上月持平，連續兩個月高於臨界點。日前召開的4月政治局會議指出，高度重視經濟下行壓力，加大定向調控力度。對此，貨幣政策一定會更加寬鬆。

市場短期風險積聚

因此儘管過去一段時間，管理層通過擴大融券、限制傘形信託，以及加快新股發行節奏，同時券商大規模下調兩融抵押品折算比率等手段，但對市場流動性的調節沒太大影響。

內地進口關稅減

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璦

拉動中國經濟增長的「三頭馬車」主要為投資、出口及消費。中國現階段主要通過加大固定資產來達至穩增長的目的，很多地區的基礎建設仍未完善，因而為加大固定資產造就空間，亦在改革的過程中為經濟托底，穩定增長。中國在改革的同時亦強調結構，有望長遠加大內需，以減少依賴投資及出口來拉動經濟增長。

內需增長空間大

中國在內積極發展基建及鐵路網絡，完善交通建設，在外推行「一帶一路」，對外輸出產能過剩，亦為幫助國家基建及鐵路企走出去，令相關分類受投資者熱捧，相信短期亦有炒作空間。然而，增加內需是中國長遠目標，幫助經濟可持續發展。2014年中國消費對GDP增長的貢獻超過50%，按年升3%，成為拉動經濟增長的主引擎。不過相比已發展國家如美國，消費佔GDP達七成，中國未來內需有相當大的增長空間，變相為投資者提供長遠的投資機會。

國務院剛於常務會議中，推出有利內地消費政策，主要內容包括對部分國外日用消費品，於今年7月前開展降低進口關稅試點，逐步擴大降稅商品範圍；下調進口服飾和化妝品的消費稅以及在內地增建免稅店；加快推進中國產品品牌提升工程，支援實體店發展，嚴打假冒偽劣等。

吸引消費力回流

中國人近年消費均往外地去，自香港開通自由行後，我們感受到內地人強勁的消費力，現在於美元強勢下，日、韓及歐洲成為內地人旅遊消費勝地，消費力比其他旅客高得多。這是由於進口消費品在內地的價格常遠高過海外，因而對內



■滬綜指4月呈現虎頭蛇尾之勢。 中新社

不過，市場短期風險積聚。前周滬深兩市開戶人數首度突破400萬戶大關，逼近整個3月的開戶量。A股此番走牛，槓桿資金功不可沒，目前滬深兩市兩融餘額高達1.8兆元人民幣，突破歷史高位。

不過必須觀察到監管層對股市加槓桿態度的轉化。站在監管層的角度看，這輪牛市最好為慢牛，直到經濟「新引擎」在資本市場的培育下出現，而在此過程中，一定要抑制過度投機，調整行情節奏。面對瘋狂的股市，券商對兩融風控已有所警示，據指內地多家券商正自發調整兩融風控指標。

無疑，監管層希望形成慢牛走勢。中證監再警示，在官方網頁的「投資者風險提示與防範」並列出11條「金句」，勸戒投資者理性投資，而大市升勢已見放緩。否則，若市場未如監管層所願快速上行，將迎來監管打壓，屆時槓桿資金行為短期化以及助漲助跌的特性，將會造成大市劇烈震盪。

百貨股可追落後



■內地於今年7月前開展降低進口關稅試點。 資料圖片

地消費增長造成障礙。是次放開對於進口消費品關稅的舉措，有助把國民的消費力從國外吸引回流至本土，無疑對於內需增長起積極的作用。

中央支持內地股市牛市已是國策之一，預期改革推動的牛市將會持續，內地股票開戶數目持續增長，投資股票風氣熾熱，當中產生的財富效應不可低估，現在再配合減稅政策，預期將進一步帶動內需增長。投資者可留意內地百貨業股，現時相關股份未被炒高，具有追落後的空間。

港樓價明年才有望回調

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

百家觀點

4月底，差餉物業估價署公布《2015物業報告》，明年私人住宅預測落成量達20,144伙，將較2015年預測13,286伙，按年急增51.6%，創2004年以來12年新高。相比2011至13年新樓落成量低潮期之不及10,000伙，明年是其年產量的逾倍，並是首次達到長遠房屋策略定下平均每年1.9萬伙私樓房屋供應目標。

回顧2014年，私人住宅落成量約15,720伙，收復2011至13年「小產」失地，但是去年私樓樓價累升15%。截至去年底，縱然特區政府共累積推出6次管理樓價措施，但只能減慢樓價上升速度。踏入2015年，特區政府於2月底再加推第七輪「辣招」，今次的打擊面比過去較廣，無論首次置業或非首次置業人士均受損。

今次政府出招後，3月底住宅市場出現不少買家「轉售為租」，令租務市場出現小陽春，租值更錄得不俗增長。在4月復活節長假期前後，發展商推出多項優惠政策去吸引用家入市，令4月的一手樓回復暢旺。

經過共七輪的管理需求措施後，二手住宅市場交投近乎停頓，唯獨開價緊貼二手市場的新盤，尤其是大型屋苑，銷售依然暢旺，反映新盤已吸引大量首次置業人士「上車」。她們的心理轉向可以被中文大學香港亞太研究所最新期針對市民對樓價預期確定了。在今年2月底，在特區政府收緊按揭成數後，該所詢問市民對「未來一年香港樓價會升、跌，還是和現在差不多？」時，30%預期樓價會上升，12.4%認為會下跌，47.8%預期變化不大，餘下9.8%則不知道，明顯樓價會上升的仍大幅高於預期會下跌的。

供應以中小單位為主

具體地分析，今年私樓落成量約1.33萬伙，較去年減少15.5%，港九市區及新界區各佔半，新界區以沙田及離島區較多。在明年預測供應量中，新界區比例高達七成，尤其以元朗、西貢及離島3區最多，元朗區以逾5,200伙供應量位居榜首。明年供應單位逾八成是中小型戶型，根據某傳媒統計，超過六成仍未推售，預計大部分將於今年內以樓花形式上市，對中小型單位樓價有一定壓力。

根據中原網頁統計，2014年的一手成交有16,603宗，成交金額為1,778億元，五大發展商一手成交12,798宗或1,270億元，宗數和總值分別搶佔市場70%上。從此統計，讀者不難發現五大發展商主導一手私人住宅樓價升降走勢。既然七輪「辣招」已經使二手市道基本上失去主導角色，整體住宅市場表現要看一手樓了。面對明年私樓落成量會回復2萬伙水平，讀者可以合理預期發展商會在今年內有序有價銷售手中單位，尤其是中小型單位，仍會以低於附近二手樓價方式開售，再看市道然後加量加價，最終平均售價仍會稍勝同區二手樓價。

股旺勢帶動樓價上升

股市大時代會否助長樓價上升呢？港股4月錄得多項紀錄，最矚目的莫過於年內成交創2,915億元歷史新高，4月平均成交量突破2,000億元；恒生指數亦破位而上，高見28,000點金融海嘯後高位，全月收升3,233點，升幅達12.9%。

如果以歷史看現代，2006年股票牛市與樓市關係可以提供參考。2006年12月底起追蹤，牛市最後推上指數接近33,000點，同期樓價指數呈現上升趨勢，2006年12月的93.8點升至2007年10月的108.5點，有16%升幅。縱然上升程度上，樓宇差於股票，但基本上是同步。據土地註冊處資料顯示，私樓成交量會大幅上升，但是稍為滯後，而影響期也較長。當年住宅成交宗數於2007年10月突破11,000宗後，11月至2008年2月仍可以保留高位徘徊在12,500宗至15,700宗，比2007年初的7,000多宗大幅上升，明顯是投資者在股票沽貨獲利後套現買樓所致的。

不同股票專家估計股票上升幅度不同，但是基本上突破30,000點幾無懸念。大部分預測今年牛市剛起步，可以延續到今年第三季，股民高位套股換樓仍然未成型，樓價延後上升因素可堪期待。

美加息周期料續推遲

聯儲局主席耶倫指出美國加息看通脹率重返2%以上，但是美國就業市場欠佳及石油價錢會因應伊朗稍後可以重新出口令油價受壓力，學者預計美國加息周期會進一步推後至第三季或第四季，香港按息今年料續低位，對樓市是利好因素。

待明年本港私樓供應量回復2萬伙及香港按息今年仍處於低位時，本地私樓樓價會由一手定價主導，預料發展商會以「低開高收」方式銷售，今年樓價會保持小幅升勢，全面回調要看明年經濟環境。首置人士和租樓人士可以選取供應量充足地區入市，推介地區包括元朗、西貢（含將軍澳）、離島及沙田。



■港樓價會否全面回調，要看明年經濟環境。 資料圖片

股市大波段走勢未完

路透社點透視專欄作家

Swaha Pattanaik

熱點透視

市場早已不按常理出牌。投資者原本認為美元會持續升值，但美元卻走貶。德國政府公債收益率（殖利率）本應持續下滑，結果卻上揚。這些轉變可能代表一個新紀元的開始，但是若用一個不那麼戲劇化的解釋可能更容易被接受。

市場近來走勢頗具戲劇化。4月美元指數創下4年以來最大單月跌幅。同樣地，歐元兌美元在4月創下4年半以來最大單月漲幅。德國10年公債收益率雖然只有漲到0.35%，但自4月中旬以來漲幅已近6倍。

希臘退歐機會降

一些市場評論家觀察到現實世界的環境變化。美國經濟表現較預期疲弱，歐元區經濟則增強。通脹下滑的狀況或許正在消退。希臘總理齊普拉斯帶領該國退出歐元區的可能性略為降低。

不過這些仍無法解釋這波市場走勢的速度或規模。美國通脹受抑及經濟活動不旺，也無法輕易舉地說明美國10年期公債收益率自4月低點1.84%，一路在4月30日漲到2.06%的原因，因為這本該是用來描述美元貶值背後的因素。歐元區二線國家債券浮現拋壓，也與外界對希臘的樂觀看法搭不上邊。

人為的扭曲操作或許可以把所有的事情兜在一塊兒。不過這看來更像是太多的資金押注今年會延續大波段走勢，且一去不回頭。於是，意料之外的消息即引發一小波走勢反轉。由於一群投資人在形勢突然看來不妙下爭相帆倉位，導致市場波動加劇。舉例來說，一些投機客借入本該貶值的歐元，買進新西蘭元等高收益貨幣。也有投資人看好價格會持續上揚，敲進收益率低於低檔或負值的歐元區公債。只消狀況出現一點點變化，就會促使他們決定反手出脫這類高風險倉位。

市場整理走勢可能尚未告終，但一波恐慌性地倉位調整，恐非放棄大波段趨勢的好理由。

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。