

美次季經濟勢成轉捩點

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒



■佔美國經濟增長貢獻達三分二的消費開支，首季只增長1.9%，遠低於去年第四季4.4%增長，是美國經濟放緩主要元兇之一。圖為美國一家服裝店。

美國上週公布今年首季經濟增長只有0.2%，遠差於市場預期的1%。但在公布前的調查顯示，市場對經濟前景沒有想像中的悲觀。有媒體於數據公布前訪問了近百名分析員，只有4人估計首季經濟增長在0.2%或以下。反映這個數據的確令投資者跌了一地眼鏡碎，但在數據公布後，美國十年債息卻意外地由1.9厘左右，回升至2.1厘。究竟第一季美國經濟出了甚麼問題，而第二季美國經濟情況又怎樣估計呢？

消費開支遜 累經濟放緩

佔美國經濟增長貢獻達三分二的消費開支，首季只增長1.9%，遠低於去年第四季4.4%增長，是美國經濟放緩主要元兇之一。其他經濟環節表現更差，企業固定投資下跌2.5%，是2009年尾以來表現最差，而去年第四季增長4.5%。另一重災區是非住宅投資，當中包括為公共建築及工廠投資，今年首季急跌23.1%，亦是四年以來新低，而去年第四季增長5.9%。

這個經濟數據怎樣解讀呢？消費開支疲弱，某程度上可以歸咎天氣欠理想。天氣欠佳下，可以看到過去幾個月美國零售銷售持續疲弱。但同一時間，個人所得及工資卻出現增長，反映過去幾個月消費市場被天氣因素壓抑。目前美國天氣已見明顯改善，加上暑假即將來臨，以及油價仍在低位徘徊，可能令未來數月零售銷售出現反彈。

歐美債息齊升 通縮疑慮減

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

上週歐美債券利率雙雙上升：投資者對通縮的疑慮似乎減弱。上週利率和實體經濟出現了有點奇怪的分歧。在美國，大部分的增長指標仍然令人失望。雖然工資上漲的跡象更明顯，僱用成本指數按年上升2.6%，是2008年以來的最大升幅，但第一季的GDP接近持平，3月份的個人收入增長持平，4月份的ISM製造業調查也沒有出現預期的彈升。儘管如此，長期利率仍舊上揚到3月中以來的最高水平。歐洲的走勢更加顯著，十年期德國公債的利率上升至0.35%以上，是短短兩周前低點的五倍。

在美國，利率上升是受到通脹預期走高所帶動。十年的通脹預期比1月的低點上升約40個基點至10月以來的最高水平。雖然還是低於去年的水平，但油價整固、歐洲增長轉佳和歐洲通脹靠穩的一些證據，顯然使投資者對通縮的疑慮降低。

通縮的疑慮降低也有助於解釋為何美元的漲勢暫時止步。美元指數(DXY)雖然在今年以來升值了5%，但已從3月時的高點回落5%。美國的增長令人失望，歐洲的增長出奇地強勁，加上市場對聯儲局即將加息的憂慮減輕，是導致美元升勢暫歇的因素。

已發展國家股市上週走低，歐洲和日本的沽售情況最嚴重：新興市場的表現較佳。已發展國家股市在上週陷入掙扎。儘管對希臘的觀感好轉，歐洲的財報季也有不錯的開始，但歐股卻跌2%以上，日本更跌超過3%。美國的跌幅較小，但企業盈利持續向股市施壓。雖然蘋果和默克雙雙繳出了強勁的財報，但市場整體的業績好壞參半。大約有四分之三的標普五百成份股公司的盈利超出預期，有半數以上的銷

企業投資及出口較預期差，除了受到天氣因素影響外，美元匯價於今年初表現強勢，亦是影響企業投資的原因。在美元兌其他主要貨幣普遍高企的情況下，對美國出口競爭力所帶來的影響，於首季經濟數據中浮現。目前美元匯價已經出現了一定幅度的下調，相信可以舒緩美國企業投資及出口競爭力下跌的問題。因此，相信第二季美國經濟在以上兩個環節，將會趨於穩定。但會否如消費市場預期般樂觀，相信仍有一定的保留。

第二季經濟現反彈機會大

因此，除了估計住宅市場表現仍較遜色外，美國經濟於第二季出現反彈的機會頗大。目前情況有如2014年首季，美國經濟受到大風雪影響，首季收縮2.1%。但在第二及第三季，經濟大幅反彈，分別增長4.6%及5.0%。雖然由於強美元可能令今次經濟反彈幅度較去年差，但估計增長幅度在2.0%至3.0%並不偏高，而且情況可能維持至第三季。

中美兩大國家，目前正使用不同方法，刺激本土經濟增長。怎樣可以明確知道究竟經濟是否正在復甦呢？商品價格走勢有一定的啟示。兩隻美國上市商品ETF，似乎有一定的啟示作用。美國上市基本金屬ETF (DBB)，主要買入三類基本金屬的期貨：鋅期貨(佔34.99%)、銅期貨(佔32.7%)及鉛期貨(佔32.2%)。美股上週四下挫近200點當日，這隻ETF卻升2.37%，反映市場對工業用的金屬復甦有所期待。倫敦銅期貨日升幅達3%，而且銅價連續第六日上升。此外，美國上市金屬及礦業ETF(XME)自3月以來便慢慢上升。全球三大礦業(淡水河谷、必和必拓及BHP)的股價近期亦顯著轉強，似乎暗示資金已開始吸納股價低殘的資源股。

為何資金於此時吸納資源股呢？首先，預料美國難以於短期內上調利率，而美元逆轉，將利好金屬及資源價格。但投資者宜留意，美德十年債息近日持續上升，似乎並非暗示美國難以加息。第二，資金吸納低殘的資源股，或反映博經濟見底反彈，因為銅等基本金屬，需要實際需求，才能推升其價格。由於基本金屬一向是經濟的寒暑表，而銅對經濟復甦的敏感度較大。由於它們價格出現反彈，將會為市場提出訊號，經濟於未來兩三季將會有所復甦。

在商品價格及工資逐步回升，而美元有所回落下，預料美國經濟與及通脹將會上升。因此，聯儲局於上週的議息中，並不憂慮出現通縮問題。

售則不如預期。

新興市場動盪中較強勁

有趣的是，儘管新興市場股市比較動盪，但近來卻顯得較為強勁。以美元計算，新興市場股市今年以來大約上升10%。除了中國股市上漲，在2014年表現落後的市場也出現回升，尤其是巴西和俄羅斯。相對績效轉佳，以及股價仍然合理—新興市場的股價比已發展市場折價三成—使投資者的行為產生了變化。上週有6億美元流入整體新興市場ETF。

儘管歐債被拋售，但上週希臘債券利率仍然大幅下滑：投資者受到可能舉行公投所鼓舞。美國和歐洲的利率率在上週上升，希臘債券的利率率卻急挫。十年期希臘債券利率率在當周以10.2%作收，比近期的高點低了300個基點。與希臘債權人的談判並無具體進展，但投資者所反應的是國內的幾項發展：首先，希臘決定把錢從地方政府搬到央行，為政府爭取到了一些時間。其次，備受爭議的財長瓦魯法克斯被架空，外交部次長查卡洛托斯受到重用。最後，希臘總理齊普拉斯表示，他或許會把與債權人的協議交由希臘選民來表決，因為任何協議很可能都會抵觸該黨的競選承諾。投資者則把這視為政府展現彈性的跡象。

油價觸底可望溫和走高

儘管油價在周五回落，但上週仍漲到今年新高：美國庫存持平，代表油市更趨平衡。通脹預期靠穩有部分可以歸因於油價回升。原油靠穩則是拜全球的需求增長和美國供應環境所賜。在奧克拉荷馬庫欣的集散地，上週庫存持平，為2014年11月以來首見。我們繼續認為，油價正在觸底，未來十二個月可望溫和走高。

京津冀一體化 投資機會大

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近日中共中央政治局審議通過了《京津冀協同發展規劃綱要》(下稱「綱要」)，致力推動京津冀地區一體化，影響深入。推動京津冀一體化，除了可以帶動北京周邊地區的經濟發展，也可有效改善環境污染及交通擠塞等問題。中國財政部為京津冀一體化準備的預算高達42萬億元(人民幣，下同)，未來5年，單單基建平均每年投資額將達到7萬億元，投入力度極大。由於京津冀一體化涉及人數及行業眾多，中間蘊含大量投資機會，值得留意。

由於首都光環的存在，長久以來北京聚集了大量人口和企業，導致北京出現了資源緊張、環境問題惡化等問題。同時，與北京相鄰的河北省工業結構落後，經濟陷入困境並產生了嚴重的環境污染問題。京津冀一體化可以分散北京的非首都功能，調整津、冀地區的產業和空間結構，改善區域經濟狀況及居住環境。

交通環保產業 率先受惠

據統計，目前京津冀地區總人口約1.1億，2014年生產總值(GDP)超過6.6萬億元，經濟體量與印尼相當。京津冀一體化將建造出世界上最大的城市群，將對區域經濟甚至全國經濟產生巨大的推動作用。建設涉及的眾多行業之中，交通及環保等有望最先取得突破。

交通是人口和經濟交流的重要基礎，是投資重點之一。由於京津城際鐵路的存在，目前京津已形成「半小時經濟圈」，即來往北京、天津單程只需要30分鐘，對兩地經濟合作推動作用重大。為實現京津冀交通一體化，近日京津冀三省市與鐵路總公司簽署協議，將共同投入建設京津冀城際鐵路。另外，北京新國際機場以及環渤海港口也在籌備建設中，未來區域內的海陸空運輸能力均有望大幅提升，相關行業受



■長久以來北京聚集了大量人口和企業，導致北京出現了資源緊張、環境問題惡化等問題。圖為北京連接南三環和南二環之間的道路，汽車排起了長龍。

魔鬼細節不重視 加息預期當折騰

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

對於金融市場的分析，一直以來，筆者很在意的，是究竟有沒有把握關鍵。而其中，正如西諺所說，魔鬼在細節裡，更是重中之重。是的，特別要注意，一般人容易粗心大意，單憑傳媒報道的短短篇幅，便以為盡得真相，隨便下結論，應小心避免，尤其是不同資產價格的變化，綜合了全球億萬人的不同考慮，帶來的供求改變，未必就是三言兩語可以窮盡概括。偏偏大家都太忙，只想以最短時間，濃縮地得到精華，懶惰的結果，便是以偏概全，還以為已窺全豹。

舉個例子，隨着早前美國聯儲局的議息結果公布，各方媒體早已準備好，幾乎這邊廂有結果，那邊廂已即時同步有分析。不是小看大家的本領，但這是甚麼一回事的分析？一般來說，最常見的，是盡量把新舊的議息聲明，從內容上，看看字眼的改動，從篇幅上看重視的話題，總之，就是拿着文稿，這裡那裡擠出一點端倪；至於事物萬物，往往只要用心去尋找，便可以看出任何規律，這一點智慧，倒沒有人記掛在心。

當然，也有些是定量的，從數字去演繹，這一點，對於聯儲局的東西，自然容易之至。簡言之，局方總有某些政策目標，主要是參考當前數據，或這些數據的中長期預測，而再加上其他環境因素，當時的市場氣氛等，去作出決策。換言之，不少便在這些數字中鑽，這個那個數字到達目標沒有，這個那個數據合乎外界估計範圍沒有，諸如此類。

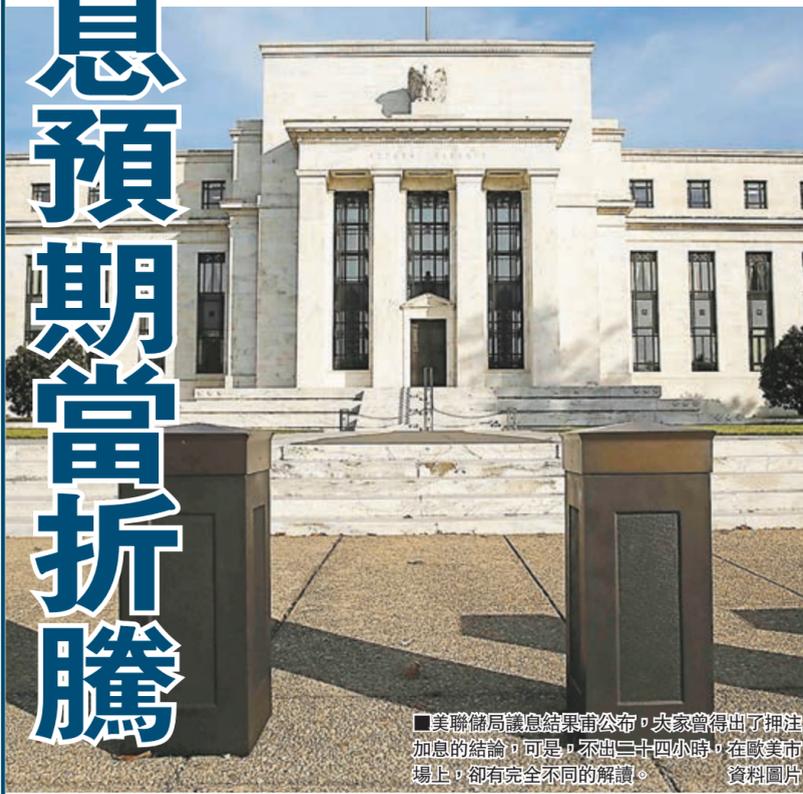
數字的比較不乏主觀性

然而，數字看似客觀，但上述比較，不乏主觀性，例如，目標的訂立，當然是有具體的理論架構，但任何情況都合適，都可以照套可也。至於外界預測範圍云云，更是可議復可疑，雖然往往是綜合多家券商或多位分析員的估算，但這些對比，雖然有一定參考價值，但跟全球投資者押注的金融市場上的變化相比，真的更有代表性嗎？

認為加息押後似說不通

有趣的是，正是這樣的思考盲點，讓大家在過去幾天，同一件事，看法翻來覆去，一時說加息肯定押後，一時說加息可能提早，一時說兩樣都不是。事實是，本港時間上週四凌晨，議息結果甫公布，大家憑上述那種片面的分析，得出了押注加息的結論，可是，不出二十四小時，在歐美市場上，卻有完全不同的解讀。君不見，在上週五公布一連串美國經濟數據，普遍略遜於所謂外界預期，但又不是特別差，就在當時，美元和美股反彈，美債息率急升，金價下跌，如此組合，不必太聰明的人都知道，說是加息押後，是說不通的，更何況此際有略遜預期的數據出現！

當然，在經過一番折騰之後，大家又回到原來的不確定中，莫衷一是，莫可奈何！其實，細心一想，上述的思考盲點所指的結構，根本沒有必然性，連較高的概率性都談不上，勉強要套在現實世界，豈有不出事之理？



■美聯儲局議息結果甫公布，大家曾得出了押注加息的結論，可是，不出二十四小時，在歐美市場上，卻有完全不同的解讀。

「綠置居」一舉數得

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

特首《施政報告》提出《綠表置居》(下稱「綠置居」計劃)先導計劃，把整幢公屋出售予綠表申請者，房委會作出跟進，剛通過執行細節。綠置居計劃為有興趣的公屋住戶提供選擇，可預計劃購入新公屋單位，同步把舊單位交回房委會，重新編配給輪候者，一舉數得，既幫助公屋租戶置業成為業主，又有輪候者獲得上樓，亦有助於房委會收回部分資金，有利於房委會財政周轉。

從傳媒披露的訊息中看到，「綠置居」的執行細節盡量跟隨居屋的安排。比如設五年不准轉售期，當局提出提名制度，由業主物色綠表買家向房委申請提名，房委表明會作回購，除了綠表買家外，還可以是白居二人士，但透過特快公屋編配計劃獲配公屋人士，入伙三年內不得申請。「綠置居」於購入五年後，則如同居屋做法，經補價後可於公開市場買賣。轉售的定價方面的規定，業主購入兩年轉售，限以購入價作定價。至於三至五年間轉售，需經房署評估市價再扣除買賣時的折扣。

關注訂價機制和折扣方面

「綠置居」是一項資助置業計劃，公屋戶是主要受惠者，原則上理應得到廣大群眾支持，但在執行環節上不是毫無爭議，現時有不同意見的主要在於訂價機制和折扣方面。

新一期居屋以市價七折發售，有11,500戶綠表申請，爭1,300個配額單位，大約超額8倍，數字上反映公屋戶相當部分負擔能力較高而又有置業

的需求。房委會定負擔能力以四人家申請公屋的入息限額(即25,250元)為基準，按揭供款與入息比例為40%，估計一半單位為符合條件的申請人所能負擔。有消息指「綠置居」訂價可能是市價六折，但房委會資助房屋小組主席黃遠輝說，暫未有具體訂價建議，原則上應會較居屋為低，但最少要收回成本，亦會考慮地點。

宜不低於建築成本作底線

依筆者的看法，所謂市價訂價，除了考慮地點之外，更應考慮房屋質素與市場上一般私樓有差距。再者，公屋定位在居屋之下，故此折扣亦應比現時居屋訂價所採用的折扣大。因此有人說「綠置居」訂價應該「折上折」亦並非不合理。作為先導計劃，缺乏經驗作參考，筆者認同「綠置居」訂價應起碼應以不低於建築成本作為底線，但計算建築成本本身亦有學問，比如應以該有關樓宇真實建造標價計算，還是以最新建築指標價計算？這兩者在時間上有建築期的差距，現時建屋造價攀升，一般以日期較後者為高。另外，是否應計入房署管理建造該項目的專業人士成本等，這些現時未有定論。從專業角度看，或許應以真實標價，加上一個反映建築期間造價變化的指數及業內常用的百分比作反映專業人士費用，來作為建築成本的參考。

「綠置居」現時只是推出先導計劃，日後還可以調節各項安排，現階段大家在大原則上應支持計劃，筆者認同在訂價優惠上要適當平衡各方面持份者的考慮，既要顧及公屋戶的負擔能力，還要通盤考慮對其他資助房屋計劃的影響。待當局公布「綠置居」計劃第一批公屋地點後，便可更具體分析其訂價及折扣。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。