

金管局頻注資 資金流向引關注

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

財經述評

步入9月以來，港元匯率反覆觸及強方兌換保證水平，金管局連續5度注資逾300億港元，銀行體系收市結餘自月初的2,957.12億港元，上升至9日的3,269.32億港元。這是自4月金管局連續注資700億港元後新一輪注資行動，引發市場普遍關注。

不排除有熱錢流入

一般而言，金管局注資顯示有外部資金流入。由於香港並無對外公佈資金流向數據，從市場情況來看，兩方面均不排除有資金流入跡象：一是8月中旬以來人民幣貶值壓力上升，原本期望藉助升值博取收益的國際資金暫緩流向內地，轉而停泊來港；二是近來亞洲新興市場金融市場持續動盪、貨幣普遍貶值（截至9月7日馬來西亞令吉

與印尼盾兌美元匯率均跌至1998年7月以來的新低），導致國際資金自該區域逃離，進入香港市場避險。

按以往慣例，熱錢流入香港，港股勢必受惠。今年4月金管局注資期間，港股恒生指數上衝28,000點高位，日成交額接近3,000億港元。然而此輪港股恒生指數多連續下挫，日成交額更一度萎縮至約600億港元。港股表現顯示熱錢可能並未流入股市。

另外，從EPFR的資金流向數據來看，截至9月2日當周新興市場股票基金連續八周錄得資金淨流出，累計四周規模逾240億美元；從8月26日當周看，逾40億美元流出內地與香港股市，創下2000年以來歷史最高單周流出規模。港匯強勁或另有其他原因。

由於近期人民幣兌美元匯率持續貶值，觸發市場資產配置重組或能解釋此輪港匯偏強港股疲弱的反差。從理論上講，即使沒有大量資金流入，本港資金市場的幣種轉換（資金需求從非港元資產轉向港元資產）亦能導致

港元需求熾熱。

人幣資產拆倉或是主因

隨着不少客戶人民幣存款到期後轉存為港元存款，加上其他人民幣資產（如點心債券）被沽售以及港元同業拆息較高因素，近期市場對港元資金的需求上升，從而導致港匯企。

鑒於去年底本港銀行業高息吸納的人民幣定期存款或陸續到期，相信市場對人民幣貶值預期短期內難以扭轉的情況下，此輪人幣資產拆倉潮仍將延續一段時間。若港匯持續強勁的情況下，未來不排除金管局再次入市干預。

資金流出風險仍須警惕

儘管目前香港市場的綜合利率不斷下跌（自去年底0.36厘跌至7月底0.26厘），銀行體系資金充足，但樓

股市場成交雙雙萎縮（8月樓宇買賣合約按月大跌近三成）值得警惕。

下一步須關注兩方面動向：一是美國加息引發的新興市場走資潮是否最終波及香港。作為傳統上受新興市場影響較大的地區，雖然香港近年與新興市場的聯動性有所減弱（如2013年8月香港基本未受新興市場走資潮影響），但大量資金若持續回流成熟市場，仍會對香港市場流動性產生較大壓力；

二是中國內地因素不容忽視。過去國際資金進入香港，很大程度是在內地仍實行資本管制的情况下，利用香港自由開放資金環境，憧憬中國經濟增長前景，藉助「中國故事」獲取較好收益。

由於目前市場對中國經濟增長前景的憂慮仍未消除，金融市場波動下行壓力較大，長此以往，中國概念對外資的吸引力難免下降，一旦利率調升後國際資金或有從香港流出風險。

不明朗困擾 道指料仍未見底

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

投資市場一向最怕不明朗因素，但上周五美國公佈的就業數據，可以說是製造了難題給聯儲局，究竟9月份應否加息。先談上上周五的就業數據方面，雖然8月份失業率降至5.1%，已到達聯儲局的長期就業目標水平，而且按月平均時薪上升0.3%，較市場預期的0.2%為高，但非農職位只增長17.3萬份，遠較市場預期21.6萬份為低。失業率跌幅較預期大，主因失業人數減少23.7萬人，當中勞動人口亦減少4.1萬人。

上半年錯失加息 目前左右為難

本年初曾預期，聯儲局於6月份加息。當時美國經濟環境不俗，中國股市仍出現爆發性上升，以及近期經濟明顯下滑情況。正當年中加息毫無懸念之際，年初多場暴風雪及美國西岸港口工人大罷工，令美國首季意外收縮，打亂了聯儲局當初部署。中段時間，希臘債務危機重現，但不是影響美國延後加息的重要理由。由此可見，6月份美國不加息，埋伏了目前市場混亂的伏線。美國就業市場目前出現「半桶水」情況，聯儲局應否於下周加息，實在左右為難。若下星期加息，美國以至環球股市能否扭轉近期弱勢呢？雖然一旦加息，將令美國利率不明朗因素消除，但及後市場可能憂慮，美國以至環球經濟增長將現放緩，到時金融市場情況又可能再度轉差。聯儲局會否背負這個罪名，以至一旦美國經濟轉差，聯儲局是否需要再推出一輪寬鬆措施，可以說令主席耶倫及一眾委員費煞思量。

事實上，國基會上周於G20財長會議前，發表報告指出，憂慮全球經濟下行風險升溫。國基會更點名提出，美國聯儲局應對加息三思而後行。國基會亦提到，美國目前工資及物價未有上升壓力，暗示聯儲局不應急於加息。雖然最新的聯邦基金利率期貨顯示，市場估計本月加息的機會不足四成，但從近日多名聯儲局委員的言論看到，似乎當局仍未放棄於9月份加息的計劃。

環球市場動盪非因中國經濟放慢

興證國際證券客戶投資組副總裁

陳幹球

近期環球金融市場的波動，很多評論都歸因是中國經濟增長放緩，但筆者認為這並不是最主要原因。2014年中國GDP為636,463億元人民幣，約為10萬億美元。經濟增長是6%或7%，每一個百分點只代表增減1,000億美元的經濟活動，相對世界總體經濟而言，微不足道。

市場為加息周期作準備

反而美聯儲正醞釀年內上調聯邦基金利率，利息為資金成本，這一點對環球數十萬億美元計價的衍生工具合約總值，其計價公式都會有所影響。包括各種利率掉期、信貸掉期、債券價格計算、期貨期權等。市場現平倉去積存行為，正是為多年零息政策後，或轉變成加息周期的開始作準備。

現時環球經濟根本問題是人口老化，需求減少，同時生產力因科技而提升，使得通縮的可能性大增，若在這時加息，資金將回流美國，這才是外匯、大宗商品和股市回調的主因。

讀者若問為什麼美國推行三輪量化寬鬆後，美國本土的通脹還沒有上升，可參考美聖路斯聯儲的統計資料，資料顯示美國的GDP對貨幣基礎的流轉係數正不斷減慢。

市建局「需求主導」難蝕住做

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

市建局新一輪「需求主導」先導計劃重建項目截止申請，共計收到77份申請，較對上一輪增加五成。雖然市建局提高了新一輪申請的門檻，但申請宗數卻不但沒有減少，反而大幅上升，或許提升門檻反為激發起小業主的群體團結性，眾志成城的去推動達至80%或以上的業權份數，始能完成遞交申請書的基本要求，上述宗數亦反映市區舊樓小業主對改善居住環境的渴求。

市建局市區更新目標的(d)項為「將破舊失修的樓宇重建為符合現代標準而又設計環保的新式樓宇」，而「需求主導」重建模式是2011年《市區重建策略》的其中一項，讓業主自行向市建局申請納入有關計劃。根據市建局網頁所載，新一輪「需求主導」計劃的主要申請資格為：一、聯合申請業主於申請地盤內每一地段擁有的不少於80%（之前為67%）分割份數業權；若同一業主在某地段擁有的不少於20%不分割份數業權，該業主必須是其中一名申請業主；二、申請地盤內的所有樓宇被界定為「失修」或「明顯失修」；及三、申請地盤內地段的總面積不可少於700平方米（之前為400平方米）。

市建局並非所有申請的項目都能夠接受，樓宇狀況是否「破舊失修」所佔考慮比重為50%（之前為30%）。另外，為維持先導計劃的可持續性，市建局在考慮這類項目時，會

道指料仍未見底

一旦下周加息 市場或再現震盪

聯儲局副主席費希爾早前於Jackson Hole央行及銀行家年會的講話，或反映了聯儲局本身的想法，希望於9月份加息，以顯示美國把利率回歸正常化的決心。但由於市場目前信心不足，本月加息恐怕會令聯儲局自找煩惱，令市場出現震盪。為今之計，聯儲局可能要承諾一段時間內，例如至少半年，不再加息，以平伏市場不安情緒。

雖然目前此時提出新的投資部署，以應對聯儲局的加息行動，可能言之尚早，但投資者可以留意市場上一些資產價格的變化，或對聯儲局會否加息提供一定的線索。歐元及日圓的走勢可能反映市場不安情緒，以日圓為例，一旦市場憂慮增加，觸發環球市場調整的話，相信資金將會買入日圓避險。因此，日股將會受到拖累。歐元亦可能轉強，拖累當地出口業。

至於美國本土方面，雖然扣除能源及食品的消費物價指數升至近2%的水平，但很大程度上是由於美國房屋租金高企。由於工資升幅不足抵消租金上升，即使油價下跌，亦未能刺激家庭消費開支。一旦加息，將會令供樓負擔增加，業主到時便可能把利息開支增加轉嫁至租戶。既不利收窄貧富懸殊，亦會令聯儲局貨幣政策間接推升租金，不利美國社會穩定性，甚至連帶影響明年美國總統選舉的結果。

料道指有機會下試15300點

直落至周四公佈議息結果前，美國將公佈多項經濟數據，當中包括生產物價指數、密歇根大學消費者情緒指數、零售銷售、工業生產及消費者物價指數等。預料這些數據的結果，亦可能會左右聯儲局的決定。

從目前情況看，聯儲局內部對下周是否加息，存在一定的分歧，對市場構成不明朗因素。至於第四季的預期，似乎第三季美國企業表現未許樂觀，有機會令美股的調整勢頭延續。道指上次跌至黃金比率0.618，即大約15,300點左右見支持，但在16,500點至16,700點水平阻力頗大。

雖然歐洲和日本都在做量化寬鬆，但這不等於世界流動性良好。換一個角度看，正是世界流動性出了問題，各大央行才被迫出手把債務接手過來。2008年和2011年發生的金融危機，當時要是央行不推行寬鬆貨幣政策，利率的急升將會影響整個金融系統的安全。

摩根大通首席執行長 Jamie Dimon 於今年4月給股東的信曾警告世界將有可能再次出現金融危機，正是他看到市場流動性可能出現問題。同時黑石副主席 Philipp Hildebrand 和瑞信執行長 Tidjane Thiam 亦在不同媒體提出類似觀點。

港股落後 下跌風險較低

對於個人投資者而言，資產的配置才是關心的問題，儘管現時中國經濟發展遇到逆風，但有關證券終歸有其價值，因為股票的價值來自其代表的生產資料。據彭博綜合市場預測以現時恒指22,100點計算2015年的市盈率為10.96倍，而市賬率則為1.17倍。以估值而言，相較美國標普500指數的市賬率為2.56倍，市盈為16.61倍。筆者覺得港股現市賬已反映企業利潤放緩的預期，若真是發生金融危機港股的下跌風險亦較低。

投資者若以長線投資的角度去看，則應採取人棄我取的方式，這樣才可在較低價格擁有優質資產。

加入財政考慮，以及其他因素如實施可行性及地盤的發展契機等。經嚴格篩選後，獲選項目會被納入市建局2016/17周年業務計劃，然後呈交財政司司長批准。

相信「財務考慮」會是最難過的一關，一般市區舊樓如果佔地超過700平方米（即7534.8平方呎），為何私人發展商沒有興趣併購重建，估計會是多層大廈，其可重建樓面面積已經被用盡或接近用盡（甚至在現行建築條例下，重建後樓面面積比當年依舊例所建的原建築物更少）。當進行財務可行性分析時，重建後所得收益與發展成本比對，利潤不多甚至是負數，即是從商業考慮，無利可圖，於是沒有私人發展商願意插手。

但該樓宇的確舊，小業主們渴望改善居住環境，惟有把握住市建局這個「需求主導」計劃的機遇。表面上地盤面積門檻加大到700平方米以及業權份數最少80%是加大了難度，但相信這亦激發起小業主們奔走相告，發動左鄰右里去簽名，以達致符合新申請門檻。

在新樓設計上來說，視乎地盤形狀，一般700平方米或以上的地盤，比較400平方米的或會更易剪裁，而且樓宇實用率會較高，有利於總重建的評估。市建局最後能夠接納多少個新一輪「需求主導」項目，仍視乎每個項目的財務可行性，筆者希望見到新一批項目最少能夠打和，甚至只會有少量虧本，否則一般情況下，要求市建局做大量明知虧本項目，只會令該局的資金流更形緊絀，難以維持長期營運。

加息拖得愈久 聯儲局愈被動

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

聯儲局從退出QE，到有意開啟加息大門，整個過程釣足了全球投資者的胃口，各類資產亦受到加息預期影響而發生變化。就在9月這個重要加息時點到來前，原本以為一切將理所當然的情況，變得充滿更多的不確定性。其中比較重要的因素，便是當前全球市場動盪不安，投資者情緒脆弱且敏感，甚至能嗅出危機的氣息。故而，對於加息與否，雙方各執己見，有些人甚至認為，在時機上拖得愈久，聯儲局由之前處於主導支配地位，變成現在陷入進退兩難的困局之中。

自從6月中A股暴跌以來，其影響已不僅是區域性的，更是擴散到歐美市場，加上人民幣主動貶值風暴，戰火燒到了包括股票、外匯和商品等市場。新興市場遭到拋售，資金加速外流，投資者擔憂新興市場爆發危機，並影響到全球，這是令加息決定變得難上加難的大背景因素。在議息會議召開前，聯儲局官員們將停止與公眾交流，並開始為期一周的內部審議和成員簡報。

局內官員意見仍然分歧

回顧此前的言論，部分官員還是希望開始加息。美國克利夫蘭聯儲總裁梅斯特表示，美國經濟能承受利率上升，經濟狀況良好，有理由相信通脹率將回升至2%，並表示美國已很接近充分就業，聯儲局必須在目標達成之前調整政策。這一陣營的官員還擔心，若低利率維持過久，或催生資產泡沫等金融過度問題。另一些官員則表示對於強勢美元衝擊經濟以及中國經濟影響的擔憂。

另一邊廂，也有不少相反意見，尤其想法這一回事，並不是官員們內部會議的專利，全球投資者都在參與。反對9月加息的呼聲越來越高，包括世銀，甚至有人提出QE4。投資者擔憂馬上加息或帶來惡果，就算聯儲局之前做了多少預期管理，但一旦真的落實加息，勢必引發恐慌。尤其是在當前市場，進一步加劇新興市場資金外流，匯率劇烈波動，阻礙美國經濟增長，加上雖然就業市場在改善，但通脹水平仍然沒有明顯見好的跡象。

事實上，就連投資者巴菲特亦表示，美國利率若大幅高於歐洲，不利於出口，呼籲謹慎行事。而即使9月不加息，年內仍有機會，所以，也不會違背其曾提出的年內加息的預計，不損害公信力。市場目前之所以恐慌，就是因為一切顯得那麼不確定。先有中國股市，再來一個聯儲局加息，不穩定因素存在，市場加大波動，造成的損失甚至超過加息本身影響。

盡快加息或令局面轉好

坦白說，相信很多人都覺得，若能夠盡快在9月加息，便可消除相關的不確定性。如此一來，市場作出相應行動，局面或能控制甚至開始轉好，推遲加息，意義不大，等到稍後再行動，並不見得更容易，期望管理這回事，要麼不做，要麼做到底，市場不會真的絕對聽命於央行的。



■面對9月應否啓動加息，聯儲局主席耶倫可謂費盡心機。資料圖片

全國推「三網融合」或重塑行業格局

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近日，中國國務院發佈文件，旨在加快推進「三網融合」（即電信網、廣播電視網和互聯網等三網合一）進程，實現三網資源共享、互聯互通。當前內地經濟結構正處於轉型的關鍵時期，完善的網絡基礎設施及更開放的競爭環境，有助落實「互聯網+」、「大眾創業、萬眾創新」等重要國策，進一步刺激經濟。筆者認為，「三網融合」涉及行業眾多，能夠打破壟斷、整合優勢資源，對相關行業發展刺激正面，值得留意。

「三網融合」不是簡單的物理意義上的通信網絡融合，而是相關網絡技術功能及業務範圍的融合。其實內地早在2005年的「十一五」規劃已提出推行「三網融合」，2009年國家發改委提出推動廣電及電信企業的雙向進入，2010年開始第一批「三網融合」試點，至本次「三網融合」擴大至全國範圍，取得實質性進展，實屬不易。推進「三網融合」不單止能極大提升國內通信基礎設施建設水平，實施「寬帶中國」戰略，而且能夠推動電信運營商和廣電企業互相進入，打破既有行業壟斷格局，引入競爭，利好相關行業長遠發展。

短期來看，網絡建設投資及設備相關行業將率先受惠，其中光纖網絡的搭建或會顯著提速。文

件提出，城市新建區域將主要採取光纖到戶模式，已建區域則加快「光進銅退」改造，同時提高農村地區的通光纖比例。2014年，國內光纖銷量便達到1.4億芯公里，預計今年全年將達1.85億芯公里，增長勢頭強勁。而據工信部發佈的數據，截至2015年7月，內地光纖用戶總數達9,400.6萬戶，較上年末增長37.6%，佔寬帶用戶總數比例也提升至45.2%，雖然增速驚人，仍有極大的提升空間。

此外，數字電視智能機頂盒和IPTV（交互式網絡電視）等需求亦有望持續增長。據格蘭研究統計，2015年7月底，內地有線數字電視用戶達到1.96億戶，有線數字化程度約為80.66%，離2020年實現全部數字化的目標，仍有一定的增長空間。另外，IPTV尚處於發展初期，截至7月用戶總數只有3,993.7萬戶，增長潛力巨大。

可以預見，未來電視將成一個重要接口，或會改變人們的生活習慣，緩解OTT（over the top，即通過互聯網向用戶提供各種應用服務）對傳統廣播電視及電信行業的衝擊。

長遠來看，內容消費將成各大企業爭奪的重心，以電視為接口推廣在線教育、醫療、養老和購物等將成可能。「三網融合」對硬件及軟件相關行業都可帶來正面刺激，惟壟斷打破後，各方難免存在利益衝突，推動速度或會較為緩慢，投資者可持續跟進。

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。