

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

近期在美國即將啟動加息、中國經濟增速下滑趨勢未能企穩、大宗商品價格走低以及新興市場資金流出等不利因素影響下，港股反復下挫，截至9月22日收市恒生指數距今年高位下跌23.4%。金融市場波動勢必對本港基金活動產生一定壓力，但區內資產管理中心傳統優勢、內地高淨值人群大幅增長以及兩地市場融合等因素亦為基金發展提供新機會。

港基金活動表現暢旺

近年香港基金活動呈現以下特點：一是規模擴張迅速，去年底基金管理業務合計資產按年上升10.5%達17.68萬億港元，截至去年9月底對沖基金管理資產躍升至1,209億美元，兩者均創歷史新高。今年上半年認可

財經述評

市場波動難平 基金危中有機

基金數目突破2,000家。二是產品多元發展，除去佔主導地位的股票、債券、指數基金，香港市場涵蓋貨幣市場基金、基金中的基金、傘子結構基金、保證基金等多個品種。三是國際化程度較高，以非房地產基金為例，源自海外投資者的資金佔比為71%，管理資產按年增長17.7%至6.9萬億港元，佔整體非房資產比重為53.7%。四是本土化水平提升，今年6月底在香港註冊的基金數目從去年同期的494家增至607家。根據香港投資基金公會的資料，今年上半年香港基金銷售總額同比上升14%至470億美元。

波動衝擊未完全顯現

上述調查統計顯然尚未反映今年下半年以來金融市場的持續波動。一方面，內地經濟增速下滑以及股匯市場波動，國際機構對中國經濟增長前景的看法趨於保守，勢必對香港利用國際資金運作「中國故事」形成衝擊。

另一方面，美國加息步伐漸近，資金撤離亞洲新興市場，儘管尚未波及香港（近期港匯持續強勁），但區內總體流動性趨緊或將對基金活動擴張產生制約。由於環球股市持續波動，最近全球對沖基金自2011年以來首次傾向於選擇防守型行業（醫療、公共事業、消費品和通訊等）而非周期性行業的股票。對沖基金Pershing Square和Fund Management今年中期投資收益零增長，Greenlight Capital及Omega Advisors更錄得虧損。香港上半年基金淨銷售額亦同比下跌49.8%，錄得37.1億美元。

更多基金來港覓發展

儘管金融市場波動短期內難以平復，但香港基金活動仍存在危機中求發展的機會。一是作為區內資產管理中心的傳統優勢（市場拓展加上穩健監管）猶在，去年底亞太地區對沖基金管理資產規模1,450億美元，同比上升30%。

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局上星期維持利率及貨幣政策不變，雖然符合市場預期，但是聯儲局的議息聲明中，首次在評論外圍時，特別提及環球金融市場過去一個多月的發展。聯儲局提出是次會議不加息的理據，在於海外市場影響到聯儲局是次會議未有加息。

主席耶倫於會後的記者會更特別點名指，委員曾經討論中國及新興市場的狀況，指局方未清楚中國經濟會否急速轉壞，但上月的市場波動，反映投資者關注中國官員能否熟練處理當地經濟放緩的問題。

由於中國及新興市場經濟對全球經濟的影響愈來愈大，故美國在貨幣政策改變前，亦要顧及中國以至其他新興市場的狀況。投資者開始懷疑，聯儲局是否已經觸及一些不為其他人所知，但已經轉壞的經濟數據，所以沒有信心於9月加息。結果是，周三公佈財新中國9月製造業採購經理指數按月下跌0.5點，報47.0點，是2009年以來最低水平。

下月加息可消陰霾

既然9月會議已經過去，從聯儲局9月的評論，去分析今年最後一季的加息機會與投資部署。首先，本部留意到在聯儲局9月會議後，隨即有3位地方聯儲銀行行長發表講話。當中，三藩市聯儲銀行行長威廉斯及里士滿銀行行長德拉克，分別於上周會議支持利率不變及於上周加息，但兩人均指低息環境不能持久，否則對經濟可能帶來負面影響。屬溫和派的威廉斯不排除聯儲局將於10月加息的可能性。

從經濟數據看，聯儲局是次會議中，亦以較關注的字眼去

美續控制預期管理

興證國際證券客戶投資組副總裁

何世浩

近期市場訊息變得相當混亂，執筆之時A股清理配資問題仍在進行，美國和歐洲股市，因為美聯儲局暫不加息，導致流動性緊張。上星期港股及A股因此大成交下跌。

美聯儲局議息不加息，顯示美國仍在拖延，繼續控制預期管理。所謂預期管理，是美國多年慣用的伎倆，從量化寬鬆到利息及匯率，美國的拖字訣，認真要家。對美國加息的預期，從今年年初至今，早已預先體現在市場中，目前的市場狀態，流動性的縮緊，就等同美聯儲局提前加了一到兩次息。按照歷史，美國進入加息周期至少會持續兩年。因此，由於美國加息導致的流動性縮緊，是一個漫長的過程。

中國尋找市場底部

對中國而言，由於近期人民幣的貶值，以及市場對人民幣

中環街市新方案可取

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

市建局通過活化中環街市新方案，改用簡約設計，由原本預算15億元減至6億元。2009/10年度施政報告中提出「保育中環」，並委託市建局進行活化中環街市的工作。為配合中環高密度及需要改善空氣質素的要求，市建局建議以「城中綠洲」為活化中環街市的主題，目的為中環區引入更多綠色設施及消閒公共空間，令市民特別是繁忙的中環上班人士，可以在一個舒適的環境下，享用多元化的設施，舒展身心。

保育市區建築物的其中一個難題，是建築物結構及使用空間與現代化標準存在差異。比如中環街市的天台承托力，1930年代設計的天台只作上蓋用途，沒有料到後來新構思在大樓加建一層，提供1,000平方米作公共休憩空間，原建築結構沒有足夠強度去支撐預計公眾人士使用的承重負荷，這個改變便需要為建築結構加強加固。這是有別於一般建屋的工程，是專項的獨特工程，既不可拆毀建築物外殼，在內部進行工程則受制於現有建築狀況，連運送及裝置建築機械出入現場以致工人的工作空間均受到約束，施工的困難及建築期因而拉長可想而知。新構思改為在地面提供1,000平方米休憩空間，包括中庭及面向皇后大道中的入口廣場，相信因此改動節省了不少建築費。

保育須同時提升價值

筆者當年曾參與上海黃埔江畔舊匯豐銀行原址活化的討論，除了上述活化建築工程施工的困難外，更重要的是活化是否能注入新生命力。黃埔外灘的所有老建築均受到嚴格保護，不準拆毀改建。不過舊建築一般結構殘舊及缺乏現代建築裝備設施，室內空間狹小，不符合現代構思中的總部大樓要求，如較大面積的整層樓面。再加上舊建築物的維修保養費用高昂，如果經保育後未能提升使用價值及提升租金回報，保育舊廈成為沒了期的長期負擔。

反觀中環街市活化的個案，筆者認同市建局重新檢視項目細節，既考慮到善用公帑，同時又回應區議會及市民的期



■中環街市活化計劃改為簡單活化，有效減低改建成本。

資料圖片

望，盡快開展項目，簡約工程可取。其中打通面向租庇利街及域多利皇后街的地面外牆是明智的選擇，此舉可以令該兩條街道變成兩旁行人道均有店鋪景觀及/或較多人流，令「城中綠洲」更有效融入附近街道之中。

能自負盈虧最為理想

從長遠營運角度考慮，新「城中綠洲」如果能自負盈虧就更理想，應避免成為需以公帑長期負擔的「大白象」。中環街市現已年逾76歲，長期的維修保養及清潔、水、電、消防、電動樓梯以至空調等屋宇裝備設施管理費用不菲。另外，假如為「城中綠洲」引入活動及安排宣傳公關等，則所涉及專業人員的支出亦要考慮，整體收支能否平衡，需視乎所提供10,000平方米的商業樓面及其他用途所能產生的租金回報。暫時未見到有關方面的評估，但假如將來定位仍是街坊小店一類，則很大機會出現入不敷出，相信政府如要處理本項目的補地價，值得作一個特殊的優惠個案考慮。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

周二（22日）文中，筆者提出議息前後好壞消息怎解讀的問題，以此闡述一個簡單道理，就是外界的報道或評論，無論如何都不可能真正掌握究竟買方和賣方為何交易，卻又往往以絕對肯定的方式說出來。一般人聽後信以為然，最易受到誤導。

當然，明白有此盲點重要，更重要的，應該是怎樣利用這個盲點賺錢。市場上，大家爭相以本身獨家擁有的資訊，為資產價格競價定價，最終結果應是趨於均衡，買賣雙方沒有進一步改變現狀的誘因。不過，在達到均衡狀態之前，資產價格有時來來回回，不脫框框，有時急升急跌，隨着一個方向愈走愈遠。要真正掌握所謂均衡狀態，跟上述真正掌握買方和賣方的交易理由，同樣近乎不可能。

就是不可能也得嘗試，始終金融市場的潛在回報可觀，江山如此多嬌，引無數英雄競折腰。

有趣的是，其實投資者的心理雖然複雜，但根據近年的行為財務學研究，大體上，除了要為資產價格先有個譜，有個本身的估值外，然後就是預估別人的預期，再使便是預期別人怎樣預期其他人，包括自己。有了這幾重考慮，大致足夠派上用場。

訂立本身估值

放在聯儲局決策的例子中。追本溯源，大家怎麼會覺得9月要加息呢？多少是由於2014年已經完成退市，量寬作為非常時期非常手段，總要有個完美落幕，好歹先加個一次息，作為加息周期開始，也可作為正常時期的開始，象徵意義重大。有了這個背景，加上局方多次明示暗示，投資者便有了今年底之前，起碼加息一次，或現實一點，最多加息一次，換言之，也就是只會加息一次，這樣的一個預期。

再估別人預期

有了這一個譜，即本身的估計，然後是預估別人的預期。別的投資者可以怎樣想？一方面，固然可以依傳統分析，正常時期的，有條菲利浦曲線，失業率與預期通脹率之間遊走，央行見失業率大跌而通脹未升，可以再等上一等。這一派佔超過三分二，這是以利率期貨的數字衡量。另一派卻認為，象徵意義都重要，故此，可以博他一博。當然，也不能不考慮，所謂外圍因素，對美國來說，包括歐洲經濟復甦動力欠奉，歐央行量寬不絕，難民潮掩至，以至中國股市在6月中以來大跌，連人民幣亦突然貶值，諸如此類，均令其考慮多添變數。

最後逆向思考

好了，最後一層，是預期別人怎樣預期其他人，也包括自己。重點不是自己覺得央行應否加，而是事實上央行會否在9月加息。有了利率期貨的參考，押注者真金白銀放下去，對的多，錯的少，預期別人怎樣預期其他人的功夫，不就明顯不過了嗎？



■美聯儲局暫不加息，投資者其實可以預先推理，提前佈局。

資料圖片

供給不足 豬肉價格有支撐

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

上年下半年內地豬肉價格開始回落，不少養殖戶出現虧損，開始大幅削減生豬數量。經過一輪調整之後，今年4月生豬價格已開始回升，但由於生豬養殖周期較長，供應端尚未有明顯改善，豬肉價格有望延續升勢，相關養殖業有望持續受惠。由於豬肉是CPI的重要組成部分，需求巨大，其價格波動對內地民眾的生活影響極大，同時也是國家制定政策重要的參考指標之一，值得關注。

供應缺口料進一步擴大

中國農業部發佈今年8月的生豬存欄數據顯示，8月能繁母豬存欄量繼續下行，環比下跌0.4%至3,860萬頭，與農業部規定的國內能繁母豬存欄量4,800萬頭的警戒線，有近1,000萬頭缺口。目前能繁母豬存欄量仍在下滑，未來供應缺口大機會進一步擴大。

價格回升營運狀況改善

生豬存欄方面，今年8月國內生豬存欄量環比上升0.5%、同比下跌10.5%至38,731萬頭，仍供不應求。由於生豬養殖周期較長，能繁母豬存欄量對應未來生豬供應量需要10個月至12個月，因此生豬供應缺口問題延續至2016年下半年機會大。儘管今年前7個月，內地豬肉進口量同比增長11.1%至37.9萬噸，對豬肉短缺改善仍非常有

限，豬肉價格上升趨勢料會持續。

據Wind的統計數據顯示，生豬出場價格已由今年4月的每公斤12.29元（人民幣，下同），大升至近日的每公斤18.11元，升幅近五成。豬糧比價亦由今年4月的5.24，大升至7.81，由於豬糧比價等於6：1被視為盈虧點，低於6則會出現虧損。因此，豬養殖行業的營運狀況已改善，值得留意。

在CPI中構成，豬肉佔比接近3%，比重雖然不是很高，但由於豬肉價格波動大，對CPI影響非常顯著。以今年4月至今生豬出場價格五成左右升幅來計，豬肉價格帶動CPI上升了近1.5%，對比今年國內CPI基本是1%至2%的水平，豬肉價格已產生決定性影響。

隨著豬肉價格上升，其替代品如牛羊肉和禽肉等需求也受到利好，價格亦跟隨上行。事實上，豬肉消費佔內地肉類消費比重雖然仍最高，但比例一直在減小。1980年內地豬肉消費佔肉類消費的比重為87.6%、牛羊肉比重為6.4%、禽肉比重為6%。到2013年，豬肉僅佔62.3%、牛羊肉佔10.3%、禽肉佔27.4%，內地居民飲食結構仍在不斷改變，預計豬肉消費佔比重減小將會持續，牛羊肉佔比上升空間仍很大。

短期來看，受益於城鎮化進程以及人口增長，內地肉類消費有望持續上升。由於內地豬肉供應缺口未來大半年仍難填補，豬肉價格有望維持強勢，相關上游行業可持續受惠。惟長遠來看，老齡人口不斷增加，以及健康飲食不斷受到重視，均會降低肉類食品在飲食結構中的比重，值得關注。

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。