TPP助推中國深化改革和區域合作

中銀香港高級經濟研究員
王春新

財經述評

美國和其它環太平洋國家經過五年多的談判，近日終於就建立跨太平洋伙伴關係協定(TPP)達成協議。值得注意的是，首批12個TPP參與國不僅擁有全球四成的經濟產出，還囊括勞工保護、環境保護和國企優惠限制等過往貿易協定尚未涉及的領域，被稱為「歷史上標準最高、最具進步意義的貿易協定」，可為21世紀的國際經濟形勢帶來新的格局。由於中國等金磚國家被排除在外，自然引起普遍關注和憂慮。

TPP各締約國發展程度相差很大，發展中經濟體能否適應高標準貿易規則仍是未知之數；況且協定尚需等待各方費時費力的國內審批程序才能真正啓動，而美國內部反對國會通過的聲音很大，目前仍難判斷其最終命運，加上中國過去30多年建立起全球最完整並具競爭力的產業鏈，TPP總體上還無法撼動中國在區內乃至全球貿易中的地位。但作為未來全球最具規模和高標準交易規範的區域合作組織，TPP對中國的實質影響仍不可忽視。舉其要者，具體有如下兩個方面：

成員國實現貨物貿易自由化

一是直接影響，主要體現在加工貿易層面。由於勞工成本急升，近年來中國內地、尤其是珠江三角洲一帶從事加工貿易出口的工廠猛吹淡風，不少加工貿易企業撤離中國市場，遷至越南等東南亞國家，也有一些跨國公司削減投向中國的訂單，並將大量訂單發給東盟和印度等地。過去三年中國加工貿易出口升幅平均只有1.6%，今年1月-8月加工貿易出口值更大跌8.4%，但美國和日本從越南、印尼、孟加拉等國的進口卻猛增兩成以上，正好反映中國加工貿易不斷外移的影響。TPP要求成員國分階段實現貨物貿易自由化，對從汽車到大米等多種貨品提供全額或部分關稅減免，對成員國有較大的貿易刺激作用，同時也會使中國低增值的加工貿易企業更多地向外轉移產能，從而影響中國出口增速及加快貿易轉型。

內地加快開放市場添壓力

二是間接影響，即TPP可能帶來一定的骨牌效應，使區內更多的經濟體尋求加入其中，以期獲得美日等發達國家的市場，長遠而言對包括中國在內的非成員國會產生不同程度的貿易和投資擠出效應。與此同時，美國很可能把TPP內一些高標準的貿易規範作為推動WTO新一輪談判的範例，勞工和環境保護以及國企與私企的公平競爭等特殊內涵，有可能作為多哈回合談判的新議題，要求非TPP成員接受，並在服務貿易、投資便利化和知識產權保護等方面作出更多的開放承諾，從而給中國帶來加快開放市場和改革貿易投資體制等方面的壓力。

不過，壓力雖迎面而來，但也有不少機會，關鍵要看如何應對。從目前情況看，有效的應對策略離不開加快推進區域經濟合作、深化國內貿易和投資體制改革以及最終有條件加入TPP等選項。如果應對得宜，TPP帶來的壓力可轉化為中國深化改革和擴大開放的動力，長遠助推中國經濟結構的轉型和提升。

(二之一)

加息暫緩未必可拯救新興市場

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

上星期五，美國公佈了9月份的就業數據，9月份非農業新增職位只有14.2萬份，遠遜於市場預期的20.1萬份。8月份數字更由17.3萬份增加，向下修訂至只有13.6萬份。9月份的失業率維持於5.1%，而平均時薪按月更未有增加，較市場預期的0.2%按月增長為差。

當中，行業表現情況似乎較受投資者關注。雖然油價下跌，令市民有更多錢去促進消費，使到9月份的零售行業職位增加2.4萬份，但油價下跌卻令相關行業出現大幅減少人手的情況。另外，資源價格下跌，以及美元強勢，對當地採礦業及製造業帶來影響，職位分別減少1萬份及9千份。依上周五的就業數據公佈後，聯儲局委員以至地方聯儲銀行行長的講話，似乎淡化就業數據欠理想的消息。他們更指出，非農職位未來增長的新常態是低於20萬份。但連續8月及9月的數據較預期差，似乎亦反映聯儲局委員早前的憂慮並非沒有道理。

在數據公佈後，反映聯儲局加息機會的聯邦利率期貨顯示，本月加息的機會降至10%，而12月加息的機會亦降至只有三成。明年1月加息的機會亦只有四成，及至明年3月份加息的機會才超過一半。因此，預料美元匯價將會回軟，但對新興市場走資問題並非絕對好消息。

至於12月加息的問題，仍可觀察10月及11月的就業數據外，亦可以留意未來兩個月的通脹及第三季經濟增長情況。但要留意兩個問題，第一，目前10年期與5年期損益平衡通脹率分別為1.6%及1.2%，而且不少投資者仍相信低通脹情況將會持續，故支持聯儲局維持利率不變的決定。但要留意，損益平衡通脹率並未反映市場對物價變化的真正預期，因為它包含了投資者對未來通脹不確定性而要求的風險溢價，以及受到過多流動性的影響。

投資者着眼美通脹情況

此外，雖然美國消費物價指數及平減物價指數，均屬於量度美國通脹情況的重要指標，但是前者的比重中，有較多屬於住屋成本方面。況且，前者亦有就工資及生活成本作出調整，故似乎較能反映目前美國的通脹情況。近期油價有見底回升跡象，雖然並非大升，但對通脹的壓力可能有增無減。因此，投資者未來的着眼點是美國通脹情況，而就業數據的重要性應該有所下降。

美國可能暫緩加息行動，但對新興市場卻非絕對利好消息。何出此言？不是說暫緩加息，將令美元受壓，可以紓緩新興市場的走資潮壓力? 這個問題便源於投資者憂慮一旦連美國經濟亦出現放緩，將可能令商品需求進一步受打擊，不利以依賴出口商品為主的新興市場。

會否現危機視乎政府應對

據國際金融研究所的跨境資金流向的研究報告顯示，由於預料今年外資流入新興市場資金較去年減少一半，再加上本土資金流出的關係，故預料今年三十個新興經濟體淨資金流出將高達5,400億美元，是1998年以來首次資金淨流出。

過去數年，新興市場企業的債券集資用途中，主要參與建築及油氣田的開採。前者涉及房地產的泡沫，而後者屬商品泡沫。由於回報欠理想及債務金額增加，故企業違約風險可能上升。若美國加息，全球流動資金將會減少。因此，目前要看新興市場政府怎樣應對是次情況，高經濟增長及企業賺錢能力，將會成為重要指標。

國策續托底 內房短線造好

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理
何天仲

國慶長假前，內地央行及銀監會再次出招，降低首付比例及提升公積金貸款額度，市場反應熱烈，國慶七天成交創近年新高。今年內地經濟下行速度超過市場預期，全年經濟增長要實現「保七」目標，面臨較大挑戰。在內外需均低迷情況下，房地產成為重點刺激對象，預計四季度仍有更多利好措施出台，內房行業料可持續受惠。不過，內房高庫存等問題仍然存在，長遠來看，行業下行趨勢仍未扭轉，投資者需留意風險。

事實上，年初以來中央就不斷出台政策刺激樓市，雖取得一定成效，但對整體經濟的提振作用仍有限。今年3月，中央頒佈「330新政」，主要包括二套房首付比例降至四成、首套房公積金貸款首付降至兩成、及二套房公積金貸款首付降至三成等。新政一出，一線城市迎來了久違的量價齊升景象，但二三線城市受制於高庫存，整體仍表現低迷，未能支撐整體經濟增長。

上月內房進入「金九銀十」的傳統銷售旺季，但回顧9月，長三角樓市暢旺，但珠三角及北京等地樓市交投較為淡靜，「金九」整體成色不足。由於三季度內地主要經濟數據均不盡人意，當季GDP增長或無法達到7%。在此背景下，中央加大樓市刺激力度並不意外。

9月30日，央行及銀監會聯合出台通知，調整非限購城市的首套房商貸首付比例由不低於30%至不低於25%，同時全面推廣公積金異地貸款業務。該政策降低了入市門檻，可滿足一定的剛性需求，對非限購城市（主要二三線城市）構成實質性利好，市場也迅速作出反應。國慶七天長假期間，全國40個大中城市成交超過2萬套，同比上升36%，創下四年國慶成交新高。

新政利好 「銀十」可期

可以預見，本次新政對樓市的刺激作用仍會繼續發酵，「銀十」或不負所望。

不過，長遠來看，內地樓市庫存高，去化壓力大的困境並沒有改變，政策難以扭轉樓市下行趨勢，內房已難擔當經濟增長火車頭的角色。

就區域而言，一線城市及部分二線城市的樓市仍有一定的增長空間，三四線城市將會持續受壓。

另外，內地現正積極推進新型城鎮化建設，根據規劃，至2020年，將會引導約1億人在中西部地區就近城鎮化，該些區域料有一定的新增住房需求，值得關注。

樓市「減辣」時機未至

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

本地經濟增長逐漸放緩，內地旅客到港人數以及平均消費下降，零售和旅遊業受到打擊。本地股市近幾個月呈現大幅波動，恒指曾由高位下挫三成。樓市方面，尤其二手樓亦呈交投回落，低於市價成交屋苑單位成交陸續出現，認為樓價未來會下跌的人漸多，意見不同的只是跌幅多少的問題。在此時此刻，相信是來自業界的聲音，提議政府應密切注視樓市走勢，適時「減辣」，調整前幾年開始實施的需求管理措施，包括各類別印花稅以及樓按等。

特首梁振英表明，目前本港住屋問題仍嚴重，大部分家庭包括年輕人仍負擔不起現在樓價，特區政府不會「減辣」，同時會繼續增加土地和樓房的供應，這些工作一定要持之以恒去做，才可以比較長遠地解決香港社會關心而又長期困擾我們的房屋問題。

趕走炒家收到預期效果

筆者認同現時還不是減辣的時機，而土地供應工作更加要長期堅持。現時的房屋問題嚴重，極可能是九七後一段長時間，因為當時財政緊縮等種種原因，停頓了啟動「開發熟地」的工作的後遺症。

近年住屋需求上升，卻因為土地房屋供不應求， 樓價被推高。名為需求管理的「辣招」包括各類別印花稅，核心精神是加重買賣樓宇的交易成本及針對炒賣徵收重稅，而收緊樓按就令買樓的成本增加，這些都是把炒家趕離市場的措施，現時已經收到預期效果。

在「辣招」發揮效力之下，樓市現時是用家主導，尤其是中小型單位，其戶主大多是受薪階級，置業後節衣縮食每月供款還銀行按揭貸款。除非本港經濟急劇變壞，社會上出現大量裁員減薪，否則就算短期經濟出現負面訊息兼碰上銀行加按息，只要加息幅度溫和，用家仍會繼續供樓，故此樓價仍應有一定支持力，不虞大跌。

表面上，提出要求減辣的應以業界人士居多，近年樓市成交量大幅回落，所產生的經濟效益較以往在大幅縮減中。2013年和2014年整體成交分別為50,700宗及63,800 宗，只為97年高峰期172,700 宗的三成左右。就算比對2010年的135,800宗，仍只得四成左右，料今年的成交宗數比過去兩年還要少。樓市相關行業包括地產代理、銀行按揭、律師行房地產契約轉讓、物業估價、地產廣告等均在過去幾年受到不同程度負面衝擊，從業員及其家庭的生計受到影響，大家應該理解。

在辣招壓縮樓市狀態下，衍生出一些情況，比如二手放盤量銳減，市場傾斜向提供較多優惠的一手盤，二手盤成交疏而業主套現機會受影響。在收緊按揭政策運作之下，購買較大單位的二手樓盤需要資金門檻被提高，形成小型單位甚至開放式單位較受追捧。而資金較雄厚人士無懼資金門檻問題，若對某個優質樓盤情有獨鍾者，可出價進取而會較大機會買得心頭好，或許這是在現時市道下，個別二手樓樓盤以反常高價成交的原因。

樓價回穩助解決房屋問題

無論如何，現時整體樓價稍回穩，有利於特區政府解決房屋問題的工作。社會應支持政府繼續做好長期土地供應的各項計劃，正如發展局局長陳茂波在網誌中指出，未來三至四年潛在一手樓供應量將高達83,000個單位，在未來幾年，樓市新增供應將會逐步增加到一個較充足水平，在一個受到制約下的樓市狀態，樓價稍微回落，有利於未來置業人士有更多機會上車，待市場恢復供求平衡的時候，才是考慮緩減壓抑需求措施的時機。

從過去兩季看投資者自欺欺人

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

踏入第四季，全球投資者看到的，似乎是金融市場較此前平靜。君不見一般人聯想到的避險指標，例如量度美股標普指數後市預期波幅的VIX，連續多天下降，而金價亦無明顯急升之虞。只是債價向上，反映的是資金由股市流出，不論新興市場或成熟市場，都承受着這股壓力，但相比起9月中，如今的壓力已大為減輕。近日所見，歐美以至港股又有一定起色。

市場變化大 適者生存

當然，港股投資者早已習慣，先天下之憂而憂，後天下之樂而樂，不會因為短期一點點回穩，便改變一直以來的審慎態度。事實上，投資者慣了短期快速的上落，而不敢估得太遠，前瞻性不大，完全是市場變化周期太短促，投資者不得不適者以求生存而已。

的確，第二季和第三季的變化，正好給了大家最好的一課。短短一季，本身看好的，一百八十度地轉為看淡，原本的因素都不存在了嗎？未必，但肯定已不再受到大家關注，投資者的心念，隨時又為其他新鮮事物，甚至持續發生中的連串事件所吸引。

當大家在第二季初看到，港股出現所謂大時代，由內地公募基金開通的好消息帶動下，部分人可能不肯面對當時突如其來的改變，寧願採取觀望的態度，也不願立即由原本的上落市看法，轉為升勢開展。然而，到了升勢將盡甚至已盡，從高回落後，反而覺得升勢終於有點調整，假設整體升勢未變，可以用較便宜的水平買入，如此一來，反而被套牢，後來愈跌，愈買得甘心，則套牢更深。

投資方向難望絕對肯定

是的，在這個千變萬化的市場，最怕是希望絕對肯定的，要求絕對安心，因為任何投資都是向前看的。而在未來不確定性存在的條件下，總有可能猜錯的，勉強要求安心，也就是希望有自欺欺人的安全感，既無助於真正決策，更可能造成心理負擔。

試想像，若要絕對不可能錯，那就只有一個可能，就是什麼風險都不冒，不單是不虧損，連賺錢的機會也一併放棄。皆因市場很公道的，不冒上一定風險，為什麼可以賺取回報呢？追本溯源，就是投資者願意承擔一定程度的風險，才有可能獲得相應的回報。故此，從一個層面看，要求絕對安全，也就是絕對地放棄真正重大的回報。

不想冒風險難有高回報

當然，人各有志，不想冒險，倒也算吧。但其實很多時候，大家不是不肯冒險，只是或多或少，總要求不合理的低風險，例如，近來股市回穩，股民總傾向問，如今股市已見底沒有？如此提問方式，未必出於對事實的認知，倒更像是要求心理上的安全感。然而，正如上文所言，面對將來，根本就沒有絕對肯定，如此一來，那不就是自欺欺人嗎？

■踏入第四季，金融市場較第二及第三季顯得平靜，港股也由低位大幅反彈。圖為香港散戶在證券行的情況。 資料圖片

初創企業之伯樂與千里馬

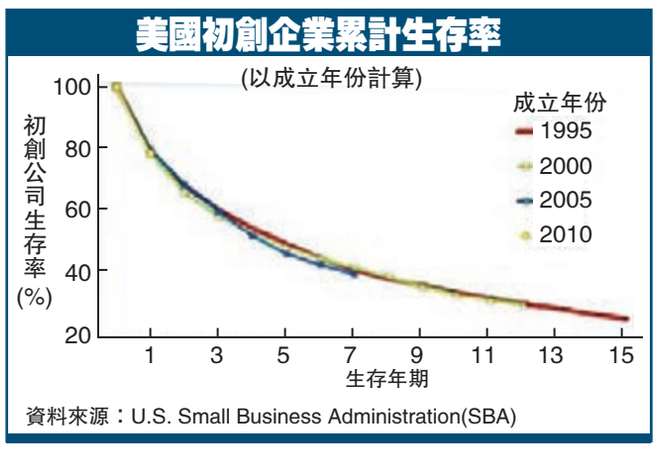
興證國際證券市場拓展部聯席董事
周嘉儀（前無綫電視新聞主播）

隨着資訊科技發展迅速，近年香港以至世界各地，都掀起了熾熱的創業氣氛。香港一直以來可算是創業者的搖籃，健全的市場制度孕育不少本地及海外創業家。近年初創公司數目更是持續增長，特別是資訊、電腦及科技行業。政府亦致力發展香港成為環球創新和企業中心，協助初創企業落戶香港。而成功的初創企業必須有睿智的投資者及堅韌的創業者，像伯樂(投資者)與千里馬(創業者)般相得益彰。

宏觀經濟並非成敗主因

今次我們先談談投資者。香港對小型公司的定義為20人之下的企業，但美國小型企業行政署(SBA)將500名員工以下的企業都定義為小型，而且作了一個很有意思的統計：右圖顯示了美國小型企業的生存率，無論是經濟好或壞的年頭，企業的生存率都一致相同， 大約有一半的初創企業可以生存超過5年、只有三分一可超過10年。這統計帶給投資者兩個啟示：一是宏觀經濟的好壞並非初創企業成功與否的決定因素，因為任何年份成立的公司生存率都大致一樣；二是初創企業是高風險投資，如果你在第1年分別投資1元在10間公司，理論上你在5年後必定會虧掉5元！(當然剩下的5間公司可能為你帶來上百倍回報！)

話雖如此，回報豐厚初創企業的例子也俯拾皆是，財富雜誌的「點石成金名單」(The Midas List)在今年和去年的第一名都是創投基金家(Venture capitalist) Jim Goetz，他的得意之作正是在早年投資初創的Whatsapp。不過，對於一般香港散戶而言，這些創投基金高風險而且不易入場。因此，要成為伯樂，也要很努力才可以找到千里馬。下回我們再談千里馬的問題。(待續)



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。