

# 美今年加息或無望 港股年底料見24500

中銀國際首席策略分析師  
胡文洲

全球觀察

動生產率曾帶動美國家庭收入及整體經濟的快速增長。  
美經濟復甦基礎尚不穩固

美國日前公佈的非農勞動生產率連續三個季度下滑。美國第二季度GDP增長1.2%，遠低於市場預期的2.5%，而第一季度GDP增速也從1.1%被向下修正至0.8%，反映了美國經濟復甦不穩的事實。此外，美國7月CPI、PPI、零售銷售等多項主要經濟指標均遜於預期，或預示第三季度經濟增長仍然疲弱。筆者認為，美國近期經濟指標不佳，美聯儲此輪加息周期將會非常緩慢地推進，今年下半年加息可能性較小。

美國的非農勞動生產率變化尤其值得關注，因為勞動生產率是衡量員工每小時產出的指標，是決定未來薪資、物價及整體經濟產出增長速度的重要因素，也是決定美聯儲何時加息的關鍵因素。美國第二季度非農勞動生產率按年率同比下降0.5%，遠遜於市場預期，為連續第三個季度下滑，創1979年以來最長連續下滑，勞動生產率下滑速度亦創1993年以來最高。與去年同期相比，第二季度勞動生產率同比下降0.4%。2007年至2015年期間美國非農第二季度生產率每年增長1.3%，只有2000年至2007年期間年均增速的一半。上世紀90年代，受資訊科技革新等因素推動，美國強勁的勞

筆者認為，當前美國持續疲弱的第二季度勞動生產率將不利於美國經濟的持續復甦以及員工薪資水平的提高，顯示美國經濟復甦基礎尚不穩固。美國上半年GDP增速遠遜於預期，且每小時薪資增速放緩，均與非農生產率疲弱表現有一定關係。美聯儲主席耶倫6月份表示，勞動生產率的增長前景是美國經濟面臨的關鍵不確定因素之一，也是決定美聯儲生活水準的關鍵因素。過去幾年美國就業市場持續改善但經濟增速較為溫和，反映出勞動生產率增長大幅放緩。同時，勞動生產率持續低迷，也反映了美國新增就業崗位結構不均衡，大多為廉價崗位，工資低、工作環境差。工資增長是推動通脹預期，提高經濟總需求的重要因素。

上周末美聯儲公佈的7月會議紀要顯示，美聯儲官員加息觀點分歧明顯，勞動力市場的走強和消費數據的相對疲弱使得聯邦公開市場委員會委員在加息時間節點上存在較大分歧。有委員表示，美國接近或已經處於充分就業狀態因此應盡快加息，但大多數委員指出當前的勞動參與率並不高、職位空缺率依然較高，認為勞動力市場仍存進一步改善的空間。多位有投票

權的委員不贊成短期內加息，擔心就業增速在未來放緩。另有兩位委員傾向於等待通脹方面的更多證據，希望通脹有持續朝2%目標方向上漲的證據，認為如果通脹上升仍有充裕時間採取行動。

然而，其他委員對通脹上行的不確定性表示擔憂，認為目前通脹水準並沒有反映出較高資源利用率，勞動力市場對通脹的提升作用或低於當前預期。此外，委員們普遍認為，因英國脫歐事件引發的全球金融市場動盪已迅速回穩，這有利於降低影響美國經濟前景的短期風險。總體而言，美聯儲官員普遍表示，對再次加息仍保持謹慎態度，需要獲取更多資料來評估勞動力市場及美國經濟前景。

## 「北水」有望繼續大舉南下

筆者認為，香港作為全球主要國際金融中心之一，香港股票市場一直以來主要以外國機構投資者為主。因此，美聯儲加息預期降溫有助於改善港股市場流動性，進一步提升港股估值。同時，「深港通」靴子落地，「滬港通」總額度取消，內地資金有望繼續大舉南下。港股中長期趨勢仍向好，筆者維持恒生指數到今年年底將升至24,500點的預測。(本文有刪節)  
(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。)

# 外資續流入 港股短期整固

時富資產管理董事總經理  
姚浩然

相信9月加息機會不大。市場短期處於觀望態度，預期港股會於現水平有所調整及整固。

## A股和港股估值合理具吸引

惟筆者認為，港股目前下跌空間不大，主要由於資金仍繼續從外地流入香港，港元匯率由8月初開始明顯轉強，並持續接近強方兌換保證。一方面，近日又盛傳日本央行有機會加大負利率的力度，在各地央行持續放水下，債券息率在低位徘徊，迫使資金尋找其他出路。另一方面，雖然內地經濟存在不明朗因素，但A股和本港兩地股市一直跑輸海外股票市場，投資者把部分資金流入估值不高的港股也合情合理。



圖為中環交易廣場。資料圖片

總理李克強上周二收市後宣佈國務院正式批准「深港通」落實。正如市場預料，每日額度與滬港通相同，北上每日130億元，南下每日105億元人民幣，滬港通的總額度同時宣佈取消，中證監表示預計籌備需要四個月時間。受到相關消息刺激，上證指數突破3,000點後曾上3,100點，現企穩3,000點之上；而滬深合計兩融餘額由八月初至今拾級而上，由大約8,600億元人民幣升至上周五約8,980億元人民幣，逐步靠近9,000億元水平，反映內地投資者對市場持樂觀態度。市場憧憬年內深港通正式開通，進一步支持A股及本港兩地股市。惟短期而言，筆者認為港股相關概念的短期會有所沽壓。

## 聯儲局官員對加息現分歧

近期市場將焦點落於本周將舉行Jackson Hole會議，會內將聚集多國央行行長，聯儲局主席耶倫亦會於此發表講話，投資者主要留意講話內容會否向市場放風加息的消息。上周四美國公佈7月議息紀錄，記錄顯示與會官員持不同的聲音，有人認為美國已準備好加息，有人則認為未準備好，亦有人認為時機接近。

分歧出現，再加上7月數據較預期差，最終官員亦同意等待更多數據支持加息。雖然，舉足輕重的前聯儲局主席格林斯潘其後接受彭博訪問時就加息問題指出，美國正邁向滯漲期，並且不認為美國能繼續長時間保持目前低利率水平，並預測美國很快會加息，加息步伐更會比市場預期快，但市場普遍

# 「耶倫指數」顯示短期加息機會低

貝萊德全球首席投資策略師  
董立文

## 新興債市值得看好

聯儲局長期維持低利率，使投資者更傾向追求孳息率。新興市場亦得以把握更多時間實施結構性改革，例如印度最近的稅制改革以及印尼再次推動的財政改革。因此，當聯儲局最終加息至正常水平時，部分新興市場或許會有更強的抗跌能力。

由於息差仍然吸引，我們看好新興市場債券，並維持新興市場股票的中性評級。我們偏好以當地市場為主的股票以及具改革動力的新興市場。



圖為美國聯儲局大樓。資料圖片

市場對於聯儲局再次加息的預期不斷升溫，但我們相信加息步伐將會非常緩慢。這或能支持新興市場資產升勢。

美國就業數據轉強令市場對聯儲局再度加息的預期升溫，但英國、歐元區和日本的央行卻大力推行貨幣寬鬆措施。我們認為加息預期言過其實。據貝萊德的「耶倫指數」（根據10個主要勞動市場指標作評估）雖已回升，但遠低於聯儲局上次加息前的水平。

## 今年料只會加息一次

新興市場資產一般較容易受聯儲局加息影響。美國加息往往使美元升值，拖累大宗商品價格。然而，市場對下一次加息的反應未必太大。上周的零售銷售數據疲弱，顯示國內經濟復甦的步伐仍未穩定，加上全球經濟增長前景尚未明朗，因此我們預期聯儲局今年只會加息一次（可能會在12月），並會審慎行事。

目前仍未有跡象顯示聯儲局有意緊縮政策，而美國就業數據令人鼓舞。通脹雖已回升，但仍屬溫和。有跡象顯示美國失業率或會進一步下跌，但不會令通脹顯著上升。我們認為，聯儲局或會待經濟回暖後才會加息，與其他地區的發展大致相同。英倫銀行行長卡尼（Mark Carney）上周表示，該行或會容許通脹在一段時間內高於平均水平。

# 台房產稅暴升 躺着也中槍

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
張宏業

稅內容是調高舊樓房屋標準單價。以台北市為例，將原本僅用於新屋的超高房屋標準單價擴大至一九八六年後建成的住宅，據初步估算受影響的台北市戶數達40-50萬戶，平均每戶稅付高達一萬元台幣。

這三波加增房屋持有稅可以謂是「全民通殺」，無論自住、首置業主都全部「中槍」。首置一族更加怒吼，因為近年買房時正值房價高位，但房市景氣被這些不動產稅改影響開始逆轉，又要應對大幅增加的持有稅，可謂禍不單行。

## 步伐太急進 反對聲不絕

如以公平角度考量，房屋評定單價已經過去三十年無調整，實應該有適當調升，但是步伐太急進了。三十年的漲價今天一步到位，而且各地政策並不統一，追溯範圍標準各異，也沒有作出全盤房產稅項有序整合的後着，令到人民反對聲音不絕。

根據台灣「財政部」最新統計，今年全台房屋稅收達708億元，創下歷史新高，反映房屋持有成本大幅提高。反觀，買賣交易繳納的土地增值稅和契稅卻巨幅驟跌，今年上半年相比去年同期契稅和土地增值稅分別下跌兩成和兩成六。

在台灣持有房屋，不動產稅有二種：房屋稅和地價稅，目前加稅潮焦點在房產稅。簡單計算方程式是房屋稅等於房屋現值(房屋標準單價×面積×折舊率×折舊經歷年數)×路段率×適用稅率(自用住宅是1.2-3.6%)；非自用住宅是1.5-5%)；而地價稅等於公告地價總額×0.8×面積×稅率(現時稅率是10%至55%，但自用住宅稅率是2%)。

在過去一年內全台灣持有稅共推進三波加稅，令所有業主都逃不了！第一波是二〇一五年七月，加增房屋稅主打新屋和豪宅，加稅內容是調高路段率、漲新屋房屋標準單價和新增所謂豪宅加乘。影響地區包括主要縣市台北、新北、桃園、新竹、高雄；以台北市為例，受路段率影響一般住宅平均漲價約5%-10%，但對新完工的大面積豪宅影響最深。

論到二〇一五年年底的第二波。影響族群是加增地價稅打遍全台灣業主。加稅內容是公告地價平均調高三成，並從三年一調整改成一年或二年一調。這一波打盡全台各縣市，平均加稅超過三成，某些縣更高達一倍以上。最近一波是今年六月，以漲房屋稅主打舊樓業主，加

# 聚焦央行年會 關注耶倫講話

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

隨著脫歐影響暫告一段落，美聯儲加息一事被重新放在桌面上討論。近期，經濟數據表現不一，以及決策者分歧大，讓我們對於加息前景摸不着頭腦，也令本周五Jackson Hole年會上耶倫的發言更受到關注。

## 年會視作政策變化晴雨表

Jackson Hole年會是由美國堪薩斯聯儲在每年8月下旬舉辦。原本是一個地區型經濟政策研討會，隨著會議主題轉向貨幣政策，並越來越傾向邀請央行行長，聯儲主席曾數次發表重要政策聲明，被視作政策變化的晴雨表。加上媒體全程與會，更是擴大了會議的影響力，當然也引起不小的波瀾，如此躍上了全球舞台，變成現如今大家尤為關注的經濟事件。今年的Jackson Hole會議將在25日至27日（美國時間）召開，美聯儲主席耶倫計劃出席，並將在香港時間周五晚發表講話。

自從去年底靴子落地後，美聯儲就一直處在複雜多變的國際環境中而遲遲不能採取行動。遙想當時美聯儲還預計今年會加息四次，不過現如今計劃趕不上變化。對於加息時間點的猜測一直不斷，然而近期這個預期變化特別大。經濟數據表現不一，雖有連續兩份強勁的非農報告，但通脹和零售銷售數據令人擔憂，顯然沒有到達美聯儲的目標。而上周四凌晨公佈的7月會議紀錄可以說並沒有太大的新意，決策者們對於經濟前景，勞動力市場，是否應盡快加息分歧大，且不及市場預期鷹派。所以這份會議紀錄並沒有對加息前景有太大的改變。接下來，我們只得繼續依靠對數據表現和官員講話進行分析和推敲。

## 重要官員轉鷹添不明朗

考慮上周美聯儲三號人物美國紐約聯儲主席杜德利出乎意料地指出，9月份加息是可能的，並認為聯邦基金期貨市場低估了加息的可能性。他擁有投票權，也被看作與美聯儲主席耶倫看法相近的官員。此外，美聯儲副主席費希爾在上周日也表示目前美國就業市場和通脹率距離美聯儲當初設下的目標已經不遠。可以看到，重要官員轉鷹，這似乎是在給我們一些暗示，或許是在給耶倫此次講話吹風。

其實美聯儲現下如果要加息自然有多個理由支持，選擇不加息也可以擺出理據，一切都在決策者的取捨之中。當然在加息之前，美聯儲一貫要用足預期管理。現如今，鴿派聲音不斷，這就需要高層來給市場吹吹風，讓投資者有所警惕。目前普遍預計，耶倫或呼應前兩人的觀點，表達對美國經濟的樂觀態度，認為所影響的外圍風險不斷減弱。

至於會不會給出明顯的加息信號，只能持保留觀點，概率一半一半，不排除耶倫給市場一些「意外驚喜」。不過客觀來看，耶倫若是想給自己留個後路，面對下一次議息會議前的非農等數據，此次年會講話或繼續和我們「打太極」。對於加息時點，考慮寬鬆的貨幣環境以及大選在即，應可維持觀點，年底加息概率偏高，當然也不排除意外發生，畢竟近來有太多意料之外的事，投資者還需多一分謹慎。



圖為美聯儲主席耶倫計劃出席今年的Jackson Hole會議，並將在香港時間周五晚發表講話。資料圖片

值，考慮分開起碼五年到位，全台縣市應在某個合一標準率中進行，避免出現地區不均果，造成分化現象，減少人民無謂流竄情形。

七月六日，中國社科院發布了《中國住房發展(2016中期報告)》。報告指出全國房地產目前出現嚴重分化，一、二線城市房價迅猛增長，但三、四線城市房價上升慢或負增長，並建議抓住目前機會，在一、二線城市開徵房產稅。其實，早在2011年開始在上海和重慶兩地已經試行，但是兩地只向部分物業徵收，內容並不相同，而且試點效果並不彰顯。據新華網報道，試點三年間，重慶和上海稅收總額只有約四億和六億元，對地方財政收入貢獻較小，對當地房地產收入更加微不足道，對有效打擊房價上升起不了顯著作用。

## 台加稅不利教訓值得借鑑

經過多年推進，今年重要發展是已將房地產稅法列入全國人大第一類立法項目，預計最快將在2017年底前通過，或會在2017年提交審議，在下一屆立法通過。台灣的房屋持有稅的最新風波是對政府產生深刻教訓，值得中央政府了解研究，從中汲取教訓，對各種房地產稅費進行全盤整合、除去重複徵收、杜絕打沉房屋持有者的信心的可能性，使到地方財政收入多元化，一舉根治長期地產綁架地方經濟的困局。