

美聯儲或無須大縮資產負債表

財經評述

蔡永雄 中銀香港高級經濟研究員

目前美國利率上升周期正在成形：一方面，特朗普改革對推動經濟略為加速增長應帶來積極作用，經濟對寬鬆貨幣政策的倚賴將可降。

另一方面，今年1月的失業率跌至4.8%的低位，新增非農職位數目亦超出金融海嘯前的高峰達712萬，應已達成聯儲局就業最大化目標。預期今明兩年美國的通脹率仍會維持於溫和水平，特別是美元匯率偏強將限制進口價格的升幅，部分抵消通脹上行的壓力，故預期今年聯儲局將加息兩次左右。以往聯儲局曾表示在加息周期妥善展開後，將考慮對如何收縮其資產負債表作出討論，本文擬就此略作分析。

不急於開展收縮

首先，收縮資產負債表的規模將是透過停止再投資來進行，而非主動向市場出售債券。從2013年至2014年間聯儲局縮減資產負債規模看，單是縮減買債規模，而非停止買債或出售債券已導致環球金融市場出現大幅波動，甚至新興市場貨幣大幅貶值。聯儲局料不會主動在市場上出售債券，而是透過不再投資到期債券來讓其資產負債表逐步收縮，以免對市場帶來太大的波動。現時聯儲局持有的債券組合中，將於未來一年、一至五年、五至十年，以及十年以上到期的比例分別佔12%、27%、9%及52%，過程將會甚

為漫長。

其次，聯儲局將加息至一定水平，如1.5%至2.0%左右才會展開收縮資產負債表的行動。當聯儲局決定不再投資到期的債券後，假如經濟環境轉弱，聯儲局需再次刺激經濟時，該局將以減息作主要手段，而非再次買債。否則便會在收縮資產負債表後，短時間內再次買債，勢將對金融市場，特別是個別債券市場帶來顯著波動，故聯儲局必須加息至一定水平，才有足夠的空間讓其於未來可以減息來刺激經濟。

與加息選項權衡

第三，聯儲局在收縮資產負債表期間或會

暫緩加息。聯儲局於2011年的分析指出，該局的資產負債表每擴大1,500億美元至2,000億美元，將對經濟帶來相當於減息0.25%的效果，故在其資產負債表收縮時，亦會對經濟帶來相當於加息的效果。因此，倘若聯儲局在收縮資產負債表時一同加息的話，貨幣政策緊縮效果或會太大。

第四，聯儲局或無須大規模收縮其資產負債表。金融海嘯前聯儲局的資產負債表規模只有約9,000億美元，與現時4.5萬億美元相距甚遠，但這不代表未來聯儲局的資產負債表需要收縮至9,000億美元的規模。一方面，當時聯儲局資產負債表中的負債部分主要是流通貨幣，規模達8,000億美元，但現

時流通貨幣的規模已增加至1.5萬億美元，且未來仍會因應美國名義經濟增長、低息環境和海外對美元需求續增等因素而持續擴張。另外，聯儲局以往透過調節銀行存放在聯儲局系統內的儲備規模來影響利率水平，有關機制只需要少量儲備便可有效運作，但現時的機制則是透過上調儲備金利率及隔夜逆回購利率以分別作為銀行體系的利率上限和下限，聯儲局必須讓銀行把多餘資金借給該局，令銀行於聯儲局系統內持有的儲備維持於較高水平，據估計該水平應達到1萬億美元左右。鑑於上述原因，聯儲局的資產負債表需要維持一定規模，如2.5萬億美元。

經濟穩政局仍亂 投資配置宜多元

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

從金融海嘯以來，全球皆是通過大量放水支撐下來的，各央行不斷減息至利率最低水平，歐日等央行更是採取負利率政策，包括美國在內的各國採取一輪又一輪的QE政策刺激經濟。然而，從近期經濟數據以及央行行動看，這樣寬鬆的步子好像有些放緩。

發達經濟體包括美英德法等，經濟數據均有好轉。美國CPI衝破2%，創兩年半來新高，就業市場有明顯改善。一向低迷的歐元區，整體CPI上升1.7%，高於上月的1%，延續之前升勢；歐元區各國通脹全面回升，包括深受債務和德銀危機困擾的國家，能源價格的回升也有助力。中國經濟表現平穩，CPI上漲2.1%，PPI漲幅逾五年新高，2016年GDP增速6.7%，完成6.5%至7%的年度增長目標，三去一降一補的供給側改革，初見成效。

中美經濟逐步平穩

樂觀來看，能夠有通脹而不是通縮就是好事。在中美等經濟改善下，需求提振，大宗商品價格反彈，2016年下半年，無論是發達經濟還是新興市場，出口均明顯改善，是良性循環。市場信心

也得到提振。經濟指標平穩向上的同時，特朗普意外勝選，其呼籲加大基建投資和減稅，萬事以美國第一的原則，點燃投資者熱情，從股市看，大家對未來發展有信心。

美聯儲方面，2016年最後一個月，時隔一年後再次宣佈加息，並預計2017年加息三次，其先後多次表達樂觀態度，給大家信心背書。

告別高增長，中國經濟逐步平穩，不會硬著陸。人行近期動作頻頻，節前推出臨時流動性便利(TLF)，上調MLF，節後在公開市場進行逆回購操作，上調SLF利率，一連串動作，引發市場對於是否開啟加息周期的討論。在此先不針對此話題進行討論，但無疑也從側面反映出央行對於整個經濟基本面的安心，否則也不敢貿然做出這樣收緊的行動。於此同時，通脹的風險也在增加。

黑天鵝頻出存隱憂

此外，尤其是從去年下半年開始，各國央行也一改以往寬鬆到底的態度，轉為觀望，相信各國將逐步轉變財政政策。

然而，這只是一個趨勢，目前各國還基本處在穩中有憂的狀態，尤其是全球政治不確定性充斥。黑天鵝事件頻出，從脫歐公投到特朗普勝選，的確令人感到不少意外。現在，不按常理出牌的新總統，一舉一動足以引發金融市場波動。歐洲方面，英國脫歐所帶來的影響，豈只是公投當日對市場的衝擊？未



人行近期動作頻頻，節前推出臨時流動性便利(TLF)，上調MLF，節後在公開市場進行逆回購操作等。

來不確定因素更多。加上特朗普勝選可說掀起全球的民粹主義，對於大選之年的歐洲，自然有影響，包括德國、法國、荷蘭等核心國家，皆拉開大選帷幕。所以，投資者在對經濟有所信心的同時，不得不擔心這些，近期金價和日圓的走勢，便是明證，多元資產配置還是十分有必要。

細說樓價不跌之謎

陳東岳 香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師(產業測量)

春茗時大家的話題，除了特首選舉之外，便離不開對樓市樓價的看法。有朋友問政府在去年11月「加辣」，兼且政府公佈未來三四年私樓供應達9.4萬個單位，表明供應充裕，何解近月樓價仍錄得微升？另外，美國新總統上台後推出一連串新措施，對世界貿易及經濟構成頗難預測其影響力的不確定性，包括美元利率走向會否快速向上，何解近期中資發展商似乎無懼樓市下調的可能，而仍然高價購入政府招標的住宅用地？筆者嘗試和大家探討一下箇中原因。

「加辣」無損一手銷售

回顧政府去年年底大幅「加辣」後，數據顯示樓價並未回落，其立竿見影效果是住宅樓市交投大幅縮減，理由是諸

如買家印花稅及額外印花稅大幅減弱了以投資者（或稱炒家）的買樓意慾。相對來說，「加辣」對二手樓交投影響較大，這是何解？原因是一手樓銷售現時一般會送贈相當部分印花稅，兼且發展商還可能給予買家二按，於是買家可能只需付出一成多樓價首期，便可購入單位。一般二手樓業主無可能送贈印花稅給予買家，加上難造二按，於是「加辣」後，客觀效果造成整體成交縮減，市場相對側重一手樓的現狀。有朋友埋怨對二手樓業主不公平，現時想放售較難及被壓價。

或對二手業主不太公平

怎樣解釋在「加辣」後及面對上述不明朗因素，樓價仍然不跌反升？這就跟

樓市側重一手樓有關，大家可能知道，一手樓訂價除反映市場因素外，還反映了發展商的印花稅優惠及現時賣樓促銷所付出的高佣金。

換句話說，一手新樓樓價可能含有相當水分，當市場成交較側重一手樓時，一手新樓樓價仍然維持高企及獲得買家承接，於是整體平均樓價還是會反映一個微升的狀態。

還有一個說法，當市場成交大幅縮減時，仍有能力買樓的買家是較有實力者，於是其實現時樓價水平只反映較強實力那部分買家的看法，並不是普通市場買家的看法。假如尤其對二手樓業主不太公平的現象，源於去年底前政府的「加辣」措施，或許各位特首候選人可研究有何平反之策。

內企投地為資金買保險

至於內地發展商近期投地表現進取，或許是出於對人民幣未來走勢不明朗的保險策略，香港法制健全，資金泊在香港相對安全且易於管理。另外，港元與美元掛鈎，假如未來美元兌人民幣持續走強，則持有港元資產可產生保險效果。

香港發展項目由投標買地至樓宇落成入伙一般四五年左右，即是資金未必會被綁得太長時間，中資熟悉內地建材價格及建造成本，或許可以以較低建築成本完成項目，於是可以以比本地發展商出價為高的地價去投地。當然或是在港插旗為主要目標，計數就算無利潤仍要奪得項目。

機械人生產冒起 製造業巨變

陳德翹 興證國際證券私人銀行董事總經理

特朗普上任美國總統後第一個新政策，就是退出跨太平洋夥伴關係(TPP)協定，並鼓勵美國製造業回歸美國，提供更多職位予美國工人。不過此舉在缺乏勞動力人口的美國，只會令製造成本愈來愈高，到時候可能沒有人願意去付高價買一部iPhone、一雙Air Jordan籃球鞋。面對中國勞動力成本不斷上漲，很多製造業開始遷移生產線到第三世界國家，但轉移生產需時，加上第三世界國家未必能取代中國的生產力，「機械人生產」正正是解決此問題的良藥之一。

3D打印技術大減成本

舉例如著名運動品牌adidas在德國總部靜悄悄建起了SPEEDFACTORY，並計劃分別在北美和日本設立第二座和第三座SPEEDFACTORY。3D打印技術配合機械人自動化生產改變了傳統製造業的經營模式，大大減低了製造成本。營運SPEEDFACTORY只需要百多人，代替了動用上千勞動力的原始廠房。中國勞動力成本不斷上升，加上球鞋的需求急增，用傳統人手已經滿足不

到消費者的需求，機械人生產可大大縮短生產周期，在歐美設廠亦可減省了運輸時間，生產完成後直接送到銷售點。人工智能生產的冒起，筆者相信製造業已經開始產生了巨變，特朗普的政策更加迫使其他國際企業要加速開始效法這種經營模式，時代的巨變令我們開始要告別「Made in China」。製造業之外，家用機械人的需求亦開始急增，美國家用機械人製造商iRobot在2016年開始業績急速上升，單是中國的增長已達70%，該集團CEO預計中國機械人市場未來還會有高速增长。中國亦在「十三五」規劃，將重點建設機械人產業《機械人產業發展規劃(2016-2020年)》。

雖然機械人已不是新鮮事，但在來年政策環境和成本上漲推動下，行業將會正式踏入增長期，筆者預期機械人的需求會在未來數年顯著上升，機械人絕對是大勢所趨。製造機械人、人工智能作業系統的公司必定因此受惠，市面上已有基金推出專門投資機械人概念股票的基金，如果想享受其升浪可以投資相關投資產品，如基金、ETF、個股等。

德國應減稅同時改革工業發展

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

自去年英國公投意外得出「脫歐」結果，以及意大利政府的憲制公投被否決，令親歐洲的總理倫齊下台後，投資者極度關注歐洲今年多場選舉，會否跑出意外結果。同時，德國右翼的支持度亦有所上升，親歐洲的總理默克爾政府，亦不得不推出減稅措施，以拯救疲弱的民望。

英美大幅減稅 德國不得不跟

德國政府連續七年獲得財政盈餘，但德國財長朔伊布勒過去一直拒絕減稅，理據在於要建立嚴守財政紀律的形象，令過往幾年受歐債危機影響的國家及其人民，明白到嚴守財政紀律的重要。不過由於三大原因，令他最近在接受媒體訪問時，不得不再考慮應否減稅的問題。

第一，英美兩國政府出現不同的政治問題。英國在「脫歐」公投意外通過後，英政府已表態可能透過降低企業稅至12%，以吸引企業留在英國投資，及吸引專業人士留在英國發展，以減低「脫歐」對英國經濟的衝擊。

至於美國方面，特朗普在競選時，已向選民及企業作出承諾。一旦由他上台執政，美國的企业稅率將會降至大約15%。在面對美

美稅率大幅下調下，德國政府需要下調稅率，以維持當地的競爭力。

第二，當然是來自今年10月舉行的國會選舉。目前整個歐洲處於向右傾的時代，不少區內民眾對歐盟以至歐洲央行，未能平衡處理區內不同國家、不同經濟狀況，表達不滿。雖然朔伊布勒未有表示減稅與選舉有關，但他指出減稅措施是否落實，關鍵在於大選後的結果。該言論可以說是默克爾所屬政黨獲勝，減稅措施才有望落實。

數碼科技興起 工業備受挑戰

至於第三個原因，德國以往的傳統工業優勢，受美國以至新興市場的科網行業所挑戰。雖然當地去年經濟增長達到1.9%，是五年以來最快增長，但身為歐元區的主要經濟引擎，以汽車生產的貿易為先。寶馬、奧迪及平治雖然在全球豪華汽車的市場佔有率高達八成，但數碼科技的興起，卻令德國傳統工業受到挑戰。

其實，德國總理默克爾的政府，已經感受到有關的挑戰。德國政府相信，未來一部汽車的價值，主要是來自數碼設備，只有兩成來自電池。若德國不追上數碼科技的發展，可能令德國往後的汽車生產技術落後於其他

國家。當地的科技人士卻指出，德國政府以至商界不肯冒險，不投資新技術，令德國的汽車生產技術，以至其他新的數碼科技，均落後於其他國家。

據資料顯示，德國最新的100強企業中，高達55間是工業，包括機械製造、汽車、礦業、能源及化工，只有5間是科技公司。相反，美國的100強企業中，有多達20間是來自科技公司及多媒體應用。德國目前在物資發展方面有着領導的地位，但問題卻在於網上聯繫的發展較美國落後。大數據本應可以發揮這個作用，但德國政府以至商界憂慮有關資料，可能落在美國企業以至美國政府的手中，令德國政府在發展數碼科技與傳統工業的聯繫上，出現問題。

目前全球五大最高市場的科技企業，均由美國企業佔有。到第六位，才是德國的科技企業SAP。此外，中國以至其他新興國家的科技企業發展快速，對德國這個以傳統工業發展為主的國家，可以說是成為一大挑戰。因此，德國能否擺脫依賴傳統工業的發展，相信是德國下任政府以至當地商界的挑戰。

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。