

# 美10月縮表 對短期資本市場影響料溫和

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，美聯儲公佈9月份議息會議聲明基本符合市場預期，港股市場小幅上漲。上周恒生指數漲0.26%，收於27,881點；國企指數上週漲0.37%，收於11,109點。港股日均成交金額為1,019.5億港元，較前周有所上升。

美聯儲在9月份議息會議上宣佈，聯邦基金利率區間維持在1%至1.25%不變。本次會議中，美國聯邦公開市場委員會九名委員投贊成票支持決議。

美聯儲認為經濟將溫和擴張，勞動力市場表現穩健，失業率持續下降；家庭消費支出和企業固定投資繼續擴張；短期內通脹有所回落，但是預計中期內仍可達到美聯儲2%的目標。

此外，美聯儲公佈了FOMC委員們對美國未來經濟形勢及貨幣政策軌跡的預測，與6月份會議相比，此次預測並無太大變化。在GDP增速預期方面，FOMC將2017和

2019年GDP增速由6月份會議的2.2%和1.9%分別上調至2.4%和2.0%，保持其餘年份GDP增速和未來長期GDP增速1.8%不變；在失業率預期方面，FOMC將2018年至2019年失業率由6月份會議的4.2%、4.2%分別下調至4.1%、4.1%。

## 或提升美國債中長期利率水平

在通脹預期方面，FOMC將2018年個人消費支出(PCE)由6月份會議的2.0%下調至1.9%，將2017年-2018年核心個人消費支出(Core PCE)預測由6月份會議的1.7%、2.0%下調至1.5%、1.9%；在聯邦基金利率中位數預期方面，FOMC將2019年底及長期利率由6月份會議的2.9%、3.0%下調至2.7%、2.8%，暗示2017年將再加息1次，2018年加息3次，2019年加息2-3次。另外，美聯儲在本次會議上增加了2020年的預測。

美聯儲亦明確表示，從今年10月份開始縮表，縮表路徑與6月議息會議公佈的結果一致，即美聯儲將主要以停止對到期債券進行滾動再投資的方式實現溫和的被動縮表，起初每月最多縮減60億美元國債和40億美元MBS，之後每季度分別上調60億美元和40億美元，直到12個月後達到每月縮減300億美元國債和200億美元MBS上限為止。

當前美聯儲資產負債表規模約為4.5萬億美元，其中美國國債和MBS分別為2.5萬億美元和1.8萬億美元左右。美聯儲停止將到期的債券進行再投資，可能會提升美國國債的中長期利率水平。

## 本輪升息周期料止步於2.8%左右

根據堪薩斯聯儲此前研究估算，兩年內削減6,750億美元相當於加息25個基點。筆者測算，2017年至2019年美聯儲資產負債表

將分別縮減300億美元、4,200億美元、6,000億美元，大約相當於在2019年底以前加息39個基點。因此，美聯儲縮表對資本市場的短期影響應該比較溫和。

同時，可能考慮到縮表對市場流動性的影響，美聯儲將2019年底及長期利率預期由6月份會議的2.9%、3.0%下調至2.7%、2.8%。這預示在縮表和升息交替進行的背景下，本輪升息周期可能止步於2.8%左右的政策利率水平，時點可能在2019年到2020年前後。

## 美加息循序漸進利好全球經濟

總體來說，由於FOMC委員此前已多次釋放信號，本次宣佈縮表和維持聯邦基金利率不變的會議聲明基本符合市場預期。本次會議聲明公佈及耶倫演講結束後，根據聯邦基金利率期貨推算的12月份加息概率上升至64%左右。

筆者認為，美聯儲貨幣政策的基調仍將以穩健為主，此輪加息周期將會緩慢地推進。美聯儲加息步伐循序漸進意味着美國經濟擴張勢頭良好，全球經濟也將因此受益。

香港股票市場方面，全球經濟穩步復甦，企業盈利正在逐步改善，美國股市屢創新高，同時美國總統特朗普的重大稅改計劃近期取得積極進展，這些都對香港股市形成利好。如果特朗普的稅改計劃獲得通過，美國的GDP增速或將從目前預期的2.4%提升至3%以上，進而對全球經濟產生積極影響，並為香港股票市場營造一個相對穩定的外部發展環境。

歷史數據表明，在美聯儲加息周期內，港幣匯率會上漲。

(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。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

# 美聯儲鷹派抬頭 金價受壓

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

在剛剛過去的一周，市場焦點都在美聯儲議息決定上，這個走在加息道路最前沿的央行，一舉一動影響着各類資產以及其他主要央行。結果在意料內的部分是，維持利率不變，並宣佈從10月開始啟動縮表，這是美聯儲今年就一再不斷給市場打好預防針，且得到大家的共識的。超出市場預期的倒是美聯儲對於加息預期。美聯儲維持年內還將加息一次的預期，並預計2018年加息三次，2019年加息兩次，態度偏鷹派。

其實在此之前，面對疲弱的經濟數據以及不穩定的政治局勢，市場對於12月升息的預期大幅下降，並不認為年內還會有加息。直到上週公佈的通脹數據表現出乎意料，重新支持了加息預期，令利率回升至五成，而美聯儲的鷹聲更是提供了支持，目前加息概率升至逾六成。

## 美縮表決定對美匯影響有限

然而縮表的這個決定，對美匯指數的影響有限，只是在決策當日上漲0.78%，隨後兩日連續回落。雖然美匯指數連漲兩周，但並未脫離弱勢格局，圍繞92上落，運行在50日線以下，缺乏上行動力，短期內壓力仍頗大。

倒是金價面臨進一步的沽壓，延續近期的跌勢，更是在上週跌破1,300美元的重要支持，失去九月以來積累的升幅。金價技術

指標向淡，跌至保歷加通道下軌，MACD熊差距擴大，並進一步考驗50日線的承接，重新回到1,200至1,300美元區間。

雖然短期內，縮表的影響對市場有限，但中長期還是給黃金帶來壓力。畢竟利率正常化是一個大趨勢，金價無息收，對於投資者吸引力減弱，漲幅受限。

## 關注美財金重量級人物發言

新的一周，美聯儲官員將密集發言，包括耶倫和杜德利等重要人物，都需關注。隨着美聯儲未來多個主要職位空缺，這樣的局面將有利於特朗普重塑一個聽話的美聯儲，這讓美聯儲決策前景有更大的不確定性。

截止到目前為止，其他主要央行還是以觀望的態度自居。除了加拿大銀行，作為率先跟隨美聯儲加息腳步的主要央行，今年來已經加息兩次，一次是7月一次是9月，展現出其收緊的決心及繼續看好經濟增長。目前加元10月加息概率不到五成，12月概率逾六成，在經濟數據向好的狀態下，今年加息大概率還將加碼。美元對加元在近期反彈，留意1.25的阻力，漲幅或有限。

歐央行、澳聯儲、英央行等則是選擇按兵不動。歐央行德拉吉暗示10月或做QE決定，且沒有打擊歐元，態度沒有預期那麼的鴿派，給歐元帶來明顯的支持。德國



大選結果料不會影響歐元的趨勢。密切留意近期決策者們在10月會議前的講話。澳聯儲在肯定全球經濟狀況改善的同時警告若澳元繼續上升，經濟增長和物價或低於預期，更傾向慢慢加息，目前市場普遍預計首次加息要在2018年的二季度。

## 英央行年內加息概率相當大

英央行雖然按兵不動，但表示可能需要未來數月收緊貨幣政策，如此鷹派的態度

刺激英鎊大幅走高。現下11月升息的預期頗高，已達七成，年內加息概率相當大。

瑞士央行宣佈了最新的利率決定，如期按兵不動，但在聲明中指出瑞郎被顯著高估的程度已經有所下降，似是對極度寬鬆態度的鬆動，但並不認為未來幾個月會有所行動。

日央行算是主要央行裡比較另類的，加息的可能性微乎其微，更大概率是維持現有的寬鬆政策。

# 外圍變數多 港股趨波動

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股連跌三日，周一(25日)跌幅更擴大至380點收報27,500點，令恒指跌至接近9月低位。大市反覆下跌主要由於近期環球市場同時釋出一些負面消息，令投資者有機會先行獲利回吐。

消息包括德國大選後遺問題、美國加息速度有機會比預期快和標普下調內地及香港信貸評級等。

筆者認為某些因素對港股的影響只屬短暫，而有些則要繼續觀察才可更準確預計其影響性。

## 德國未來政局存不確定性

周日(24日)德國大選如外界預期般總理默克爾第四次連任成功，惟其領導的基督民主聯盟僅取得32.9%選票，較上屆少

8.6%低於預期，雖然仍能成為議會第一大黨，但在籌組聯合政府方面有困難。因為一向合作的第二大黨社會民主黨已表明拒絕加入，令默克爾只可尋求與自由民主黨及綠黨合作。值得注意的是，極右政黨另類選擇黨在大選中得票第三首度躋身議會，相信會使默克爾未來推行政策時遇上阻力，令德國未來的政局增添不確定性。

然而，筆者認為德國的不確定性會為歐洲央行對未來的貨幣政策取態更為穩陣，因為歐盟在失去英國後，對德國和法國將更倚重，加上歐元區通脹一直偏低，相信未來一段時間歐洲央行會維持寬鬆貨幣政策，對環球資金面有利。

另一方面，美國聯儲局上週議息會後宣佈維持利率不變，並同時宣佈下月啟動縮

表行動，初期每月上限為100億美元，符合市場預期。

## 美年內再加息令市場意外

筆者認為100億美元規模對資金流動性短期內沒多大影響，屬於可接受程度，唯一較令市場意外的是聯儲局預期今年會再加息一次，而明年將加息三次，加息速度比先前預計快。加息預期升溫加上德國大選對歐洲的影響，帶動美元走勢回升。預計加息很可能在12月發生，但明年能否加息三次，筆者認為仍有待觀察。

美國未來加息的關鍵在於通脹率，即使美國經濟數據顯示就業和製造業等數據一直表現良好，但通脹率始終未能升至2%水平，而聯儲局近期更將核心個人消費支

出(PCE)通脹預測中位數下調，反映美國未來通脹有機會持續疲弱。

因此，筆者認為假使12月能加息，明年能否加息三次仍有待觀察通脹數據。若未來加息預期降溫，對環球股市皆有利。

## 港股27000成短期支持位

就標普下調內地及香港信貸評級一事，筆者認為對港股影響屬短期，因為香港財政狀況穩定，銀行信貸質素良好，而內地年初至今經濟增長穩定，去槓桿有所成效，相信A股及港股兩地基本面穩定，信貸評級下調沒多大影響。估計短期恒指仍會受利淡因素影響有所下跌，預計短期支持位為27,000點，短期阻力位為28,000點。

# 開發郊野公園爭議不可輕視

張宏業 特許測師、中國房地產估價師

自從今屆特區政府上任後，特首已積極地尋找土地解決本地的房屋問題。九月中旬，我們正式成立土地供應專責小組，旨在為尋地建屋找着共識，推行公眾諮詢工作，使社會上下能夠訂定整體土地供應策略。當中土地來源基本上包括填海造地、郊野公園、鄉郊棕地、填平船灣淡水湖、貨櫃碼頭/高速公路上蓋建屋、貨櫃建屋等等。土地來源尤其以郊野公園土地是最受關注，主要原因是土地面積龐大、位置偏遠、市民/原居民保育聲音巨大等等。

於1976年，當時的香港政府訂立「郊野公園條例(第208章)」去確立土地用途，並於公園內廣泛植樹，今天已建立24個郊野公園和22個特別地帶，共佔全港土地面積40%，成為香港市民郊野/遠足及外地遊客觀光/遠足的不二之選。

## 贊成與反對意見各走極端

社會各界人士普遍有三種意見。首先是郊野公園是不應該利用去發展，政府必須先去

規劃其他土地來源，如填海造地、復修棕地、填平水塘、貨櫃碼頭/高速公路上蓋建屋等等，盡量不能開發公園，免得成為先例。當然另一極端意見是全面檢討郊野公園政策、進行整體規劃、尋找出發展地點的地理位置和面積規模，似乎這選項還未得社會普遍接納。

按照上屆政府的思維，特首已委託房屋協會選中二幅郊野公園邊陲土地、邀請顧問公司競投興趣表達書，然後訂立具體競投標書，最後根據技術層和投標價去選中顧問公司提供報告書，通過公眾諮詢收集意見。該兩塊土地各佔二十公頃，位於馬鞍山和大欖郊野公園邊陲的水泉澳鄉和元朗大欖隧道附近。

## 現屆政府大改用途機會微

根據競投興趣表達書的競標文件，顧問報告範圍包括現在生態價值和環境調查、公眾享受價值、潛在環境挑戰研究和開發潛質可行性(依循公型房屋和/或非牟利老人宿舍

用途)。明顯地是保育和開發同樣地注重，謀求保育/開發並重的開發方案。筆者相信現屆政府會有效地利用顧問報告去思考整個郊野公園的未來發展路向，大規模、大動作去規劃改變現行用途的可行性好微。

筆者認為開發郊野公園是其中一個選擇，但是必須小心處理。開發規模只能是一小片面積主體，必須是邊陲地帶、鄰近新市鎮範圍。每項計劃以環評和開發並重報告書先行，對現時環境生態情況深入調查，並具體評估未來生態挑戰，最後制定未來發展充分融入環境中。這些土地不要提供給公開拍賣/招標用，規劃用途不外是公眾房屋、社區中心、老人設施、開放遊樂設施、教育用地，期望可減少市民和原居民的反對聲音。如果附近有原居民的用地，發展計劃也要關顧他們的權益，提供相關服務設施和就業機會使他們得益，計劃便可以順利開展。

## 須謹慎處理引入私人資金

除了公眾用途外，這些土地引入私人開發



資金時，政府必須謹慎處理。大型居住/商業用途是不可能批出的，筆者相信生態度假酒店、生態式遊樂園、老人療養院、老人居住中心、市民養生/消閒中心等等都是可行的。這些設施必須是盡量開放予公眾的，只對

部分人士如會所、高球會等等開放是不容易通過現行立法程序的。

經過四十年建立的香港郊野公園適宜大規模保育、小面積開發，開發用途也只能以公眾為主、私人為輔，這些珍貴社會資源不要濫用、不可輕視、不得胡亂開發。

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。