

歐洲央行釋出穩步退出量寬信號

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

歐元區經濟前景漸入佳境

近日市場調研機構 IHS Markit 公佈的數據顯示，歐元區 10 月製造業 PMI 初值達到 58.6，為 2011 年 2 月來最高，10 月綜合 PMI 初值為 55.9。國際貨幣基金組織 (IMF) 在 10 月出爐的世界經濟展望中表示，考慮到全球貿易改善，歐元區內需走強以及政治風險下降等因素利好歐元區經濟的前景，將 2017 年至 2018 年歐元區經濟增長率上調至 2.1% 和 1.9%，高於 7 月份預測的 1.9% 和 1.7% 的增長率。

不過，IMF 同時提出，歐元區的中期前景依然疲弱，因為預期的潛在增長受到生產力疲弱、人口結構不良以及部分國家公共和私人債務過剩的阻礙。在 9 月份議息會議上，歐央行宣佈上調歐元區經濟增長率預期，將

否設定 QE 結束時間上仍存在分歧，但將會是開放式的，不會在 2018 年 10 月突然停止。

筆者認為，歐元區經濟復甦步伐加快是歐央行逐步退出寬鬆貨幣政策的內在驅動力。自 2015 年初起至 2017 年 9 月底，歐洲央行已經購買了 2.1 萬億歐元資產，在一定程度上推動了歐元區的經濟復甦。2017 年以來，歐元區經濟加速復甦，第一季度 GDP 同比增長 2.5%，第二季度同比增長 2.3%，同時歐元區內部各國的經濟增長情況也趨於更廣泛和平衡。

另外，隨着馬克龍當選法國總統，歐元區政治解體風險大幅下降。因此，歐央行釋放了可能退出量寬信號的信號，本次議息會議宣佈縮減購債規模基本符合市場預期。

2017 年的 GDP 增速由 6 月份會議的 1.9% 上調至 2.2%，保持 2018 年 GDP 增速 1.8% 和 2019 年 GDP 增速 1.7% 不變。

預期未來歐央行退出量寬鬆步伐將會穩步地推進。筆者認為，本次決議聲明偏鴿派，歐洲央行沒有給出明確的 QE 退出時點，而且表示 QE 計劃是一個開放性決策。但是，通脹水平仍然維持在較低水平，這將減緩歐央行結束 QE 的步伐。

歐元區 9 月 CPI 同比 1.5%，核心 CPI 同比 1.1%，離歐央行 2% 的長期指引仍有一定距離，在 9 月份議息會議上，歐洲央行將 2018 年至 2019 年通脹預期由 6 月份會議的 1.3%、1.6% 分別下調至 1.2%、1.5%。

2017 年，全球主要經濟體 10 年來第一次實現同步增長，商品價格大幅回暖。美國經

濟復甦過程經歷歐債危機、新興市場動盪和中國經濟下行的考驗，迎來特朗普新政樂觀預期，同時歐洲、日本和新興市場經濟也呈現良好勢頭。

股市大概率料續跑贏債市

在全球經濟復甦的背景之下，美聯儲引領全球貨幣政策逐漸正常化，歐洲央行也釋放出穩步退出量寬鬆信號，全球市場風險偏好回升，波動率指數維持在低位，推動風險資產價格上揚，利好資本市場。在利率上升初期，股票市場大概率會跑贏債券市場。

(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。)

美元去向靜待美聯儲新主席人選

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

在外界預期貨幣政策正常化 (包括但不限於縮表) 之下，加息可能更多更快，美元早前有一定反彈，但上週三所見，各主要貨幣兌美元有一定上升勢頭，包括憧憬歐央行即將宣佈明年 1 月起減買債規模，而英國經濟增長亦勝預期，甚至加拿大央行一如市場預期，維持利率不變，都帶動本身貨幣匯價。

特朗普人選傾向難以捉摸

不過，這一切並不意味，可以對美聯儲新主席人選之事掉以輕心，而美元亦可能較為波動，畢竟特朗普傾向 (或希望令人覺得其傾向) 難以捉摸。

純粹從期望管理的角度，應該讓耶倫留任，始終她由伯南克手上接棒至今，經濟復甦很好，而央行由金融海嘯以來的非常時期非常手段，逐步變為正常時期正常手段；由退市到加息，由加息到縮表，對於市場的反應，掌握得恰到好處，不溫不火，若以減低市場震盪的能力而言，無出其右。

當然，特朗普未必單純由這一點去選擇，因為更多的政治任命理由可以存在，例如有足夠有力的人，支持其對金融監管的放寬，這一點未必是耶倫或辭任的費希爾所願。

無論如何，繼早前特朗普對耶倫表示讚



美國聯儲局主席「跑馬仔」遊戲本周將進入大直路，事關美國總統特朗普已表示本周會宣佈人選結果。圖為特朗普與兒童在白宮。彭博社

賞後，隨後媒體有報道共和黨人傾向支持的泰勒，而市場中人亦有押注於此君者。說實在，即使他真的當選，也不用擔心。

泰勒按原則行事增透明度

對比耶倫而言，在筆者心中，泰勒是次選。但其有名的泰勒法則，意味他本人的貨幣政策，將是按原則而行，有利增加透明度，後景寬年代穩定市場的期望管理，相當有用。

期望管理重要，遠的不說，看看近期。歐央行日前宣佈的政策取向，正是投資者

早已猜想的，延長買債時間，但明年起，每月購買金額減少。顯然，歐元早前的上升，正是反映這一點，而消息一出，無甚驚喜，自然回落，整體而言，並不算太誇張。

有人認為歐央行較預期來得鴿派，那得看你說的是誰的預期了。看看年初至今歐元漲了這許多，應該看得更清楚。美元波動性可能比想像中大，不是隨便說的。如今歐元回落，美匯指數應該升至 3 個月高位，收市時，造出去年 12 月中以來的最大單日升幅。

當然，美元表現多少與美聯儲新主席人選的憧憬有關，而美國總統尚未公佈其決定，這又是另一場期望管理了。

重大決定前不宜輕舉妄動

特朗普明顯地是跟投資者玩遊戲，盡量表現出難以捉摸。周末，不少媒體報道，未有透露消息來源的說法是美國總統傾向選鮑威爾。

傳統智慧是，重大消息或數據公佈前，別要勉強，乾脆等公佈後馬上行動。

天鵝犀牛轉換 新興市場受壓

程實 工銀國際研究部主管、首席經濟學家、錢智俊 工銀國際高級經濟學家

2018 年，全球復甦「換擋提速」在紓緩財政、債務風險的同時，也推動金融風險成為新的主導風險。由於全球資本市場依然沉浸於寬鬆狂歡、市場波動性長期處於歷史低位，一旦主要經濟體的貨幣正常化進程快於預期，就可能打破暴風雨前的寧靜，導致風險溢價的驟然跳升和資產市場的劇烈調整。這一金融風險已不再是小概率、弱預期的「黑天鵝」，而是逐步逼近、伺機而動的「灰犀牛」。IMF 在《2017 年全球金融穩定報告》中指出，如果上述金融風險發生，預計會對全球經濟增長造成 1.7 個百分點的損失，並迫使全球重回貨幣寬鬆時代。

應未雨綢繆加強風險防控

對於這頭「灰犀牛」，雖然難以精確預知其何時撞擊全球經濟，但是把握可能的衝擊路徑、預測潛在的衝擊部位，

亦能有效地未雨綢繆，助力風險防控。我們認為，一旦政策轉向觸發全球風險偏好逆轉，那麼將首先引發資本市場泡沫風險和新興市場貨幣風險，其形成的沉重風險壓力將主要由新興市場承擔。

第一，資本市場泡沫風險。當前，隨着全球貨幣寬鬆的刺激效應達到高潮，疊加各國復甦前景普遍好轉，全球股票市場的估值水平不斷攀升。但是，如果貨幣政策轉向引發金融環境過度收緊，缺少基本面支撐的部分股票市場將首先遭遇估值調整。

基於相對估值法的基本思想，我們通過如下步驟構建宏觀市盈率指標，以衡量資本市場的泡沫風險：1) 測算分母，即計算出當年一國經濟增長與一年前 IMF 預測值的差異，刻畫該國實際增長相對於市場預期的變化，再將這一數值無量綱化，使其能夠進行跨國比較；2) 測算分子，即

將當年該國股市漲跌幅度無量綱化；3) 分子比上分母，即得到宏觀市盈率，表示當年該國股市漲跌相對於實體經濟表現的強弱程度。

印度及南非股市估值偏高

通過對該指標進行跨國比較，可以考察哪些國家股市估值脫離了宏觀基本面。從當前時點看，據我們測算，在「G7+金磚」國家中，各國宏觀市盈率分化顯著。其中，印度、巴西、南非和美國的宏觀市盈率超過 1，尤其是印度、南非的年度增幅遠高於其他國家。

因此，以上四國的資本市場估值水平已經大幅偏離實體經濟的增長表現，出現明顯的資產泡沫，市場脆弱性正在上升。

此外，2018 年，如果美國特朗普政府的金融監管放鬆力度失當、節奏失序，則可

能引發全球性的金融監管寬鬆，導致上述資本市場泡沫風險進一步擴張。

第二，新興市場貨幣風險。除了衝擊資本市場外，發達國家貨幣政策的收緊和全球風險溢價的跳升也會增強避險需求，刺激國際資本流出新興市場，進而引致新興市場幣匯率震盪。

選用三類指標衡量匯率穩定

我們選用三類指標對影響匯率穩定的基本因素進行考察。其一，通過一國五年期主權 CDS 息差水平，衡量主權違約風險和政治風險。其二，通過一國外匯儲備總量，衡量一國進行匯率干預、維持匯率穩定的能力。其三，通過一國財政赤字占 GDP 佔比、經常賬戶赤字占 GDP 佔比，即「雙赤字」水平，衡量一國內外外部經濟的失衡程度。

(本報有刪節)

今季物業市場聚焦商廈投資

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

今年六月，銅鑼灣怡東酒店公開招標。雖然經過三個月的積極談判，但是最後於上月流標收回。反過來，近期最轟動的兩宗上市公司賣出的二組中環中心辦公室，則分別以約 7.38 億元售出頂樓和市場傳聞的約 402 億元售出約 75% 大廈權益，前者更以逾呎價 55,000 元成交，一舉打破今年初皇后大道中 9 號呎價 39,800 元紀錄，並首次突破中環核心地區逾 5 萬元呎價的水平。中環中心的兩組買家都是中資機構，但是前者卻招不到中資開發商或投資者的垂青，也間接引證了中資企業對商廈開發經驗仍自覺不足，本地開發商則嫌怡東酒店的意向地價太高。

反觀香港傳統開發商對商廈仍是「情有獨鍾」，願意以市場價格或稍高呎價去投商廈用地。中區美利道商業地皮，恒地以逾 5 萬元一呎樓面地價是一例。十月份又產生逾百億元的市建局中環商業地王。永泰地產拍住資本策略，以約 110 億元成功奪地，樓面地價逾 2.5 萬元/呎，中標價非常理想。該地皮是辦公室、酒店及零售用途，如以未來商廈

港傳統開發商較看好商業地皮

從上述兩種商業板塊成交來看，本港傳統開發商較看好商業地皮，但是中資企業，無論是國有或私人，則只會大力投注於商廈現樓上，這跟對方不同的開發經驗、物業管理團隊和投資周期長短看法有着密切關係。

其實商廈或商業地皮是具有高投資性的，尤其是中區核心地段。從政府統計數字看來，中上環及金鐘未來共有五幅商業地皮供應，提供近四百萬平方呎樓面，最快都要一至二年後才招標，約四至五年才可應市。這形成短期內中區無商地供應，產生現樓供不應求現象。

中環核心寫字樓物以罕為貴

中環核心寫字樓的租金名列全球榜首，主要得力於其總存量不大，僅是美國紐約曼哈

頓區的一成，且中國已經居全球第二大經濟體，中國企業自然借香港「走出來」，不少各類產業的國有或私人企業來香港租用大面積辦公室，一些更為提升自身國際形象而搬入極級中區辦公室，使核心中區寫字樓租金平穩上升。近期中資與美銀行於中環國際中心租用二萬平方呎，成交呎租達 150 元。如以保守的 3% 回報率及 150 元平均呎租計算，則平均呎價已突破 6 萬元一呎，怪不得核心地帶的中環辦公樓呎價已逾 5 萬元了。

商業物業料仍為港投資熱土

十九大會議剛落幕，新屆中央領導層確立，中國經濟改革開放步伐繼續，中資企業「走出國際」營商不減，對香港辦公室租金和售價產生強大支持力。可見未來幾年，全球利息仍然低企，令物業回報率不會大升，整體售價可望穩步上揚，核心的中區辦公室仍會受追捧。擁有強勁開發和營銷團隊，本地開發商仍會集中投資商業地皮，再有效經營，作為集團中長線投資對象。



今年六月，銅鑼灣怡東酒店公開招標。雖然經過三個月的積極談判，但是最後於上月流標收回。

筆者預期今年末季，以至延伸到明年上半年，商業物業仍是香港的投資熱土，尤其核心的中/上環和金鐘一帶。全海景臨海的頂級辦公樓單位維持在五萬元一呎成交是可以

期待的，租金會穩定上升，維持不低於一百元/呎。整體具規模商廈和黃金商業地皮還有「命名權」的額外價值，這比單層單位交易更理想。

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。