美聯儲推動利率正常化　下月加息已成定局

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

美國總統特朗普上周正式提名鮑威爾為下一屆美聯儲主席（本屆美聯儲主席耶倫將於2018年2月任職期滿），對資本市場影響偏正面。鮑威爾現任美聯儲理事，曾在老布什政府擔任財政部官員，2012年加入美聯儲。身為共和黨人的鮑威爾，有望在年底前獲得參議院聽證投票通過。鮑威爾具有華爾街背景，他曾先後在投資銀行Dillon Read及凱雷集團工作。在貨幣政策上，鮑威爾屬於美聯儲中的溫和派，在過去5年的聯邦公開市場委員會（FOMC）投票中，他幾乎均與美聯儲內部的主流觀點保持一致，從未反對過耶倫觀點。

筆者認為，如果鮑威爾當選，他將秉承當前美聯儲的主要政策取向，美聯儲漸進加息的政策將得到延續，對資本市場的預期有利。金融監管方面，鮑威爾與特朗普一樣主張減少監管，在不違反沃爾克規則設定的主要政策目標的情況下，建議消除或放鬆實施規則，利好華爾街投資銀行和資本市場。

筆者認為，鮑威爾被提名為下一屆美聯儲主席，表明美聯儲當前的貨幣政策基調仍將延續。美聯儲在10月份議息會議上宣佈維持聯邦基金利率區間在1%至1.25%不變。FOMC在會議聲明中表示，勞動力市場持續表現強勁，儘管受到颶風相關的干擾，經濟活動穩健增長，失業率進一步下降；家庭支出以溫和的速度擴張，企業的固定投資增長也在近幾個季度提升；汽油價格在颶風災難後上漲，推高了整體通脹，但是剔除食品和能源的通脹依然疲軟，短期內通脹水平仍將低於2%，但中期內將穩定在2%的目標水平。

美經濟擴張勢頭依然良好

筆者認為，目前美國經濟擴張勢頭依然良好，多項數據基本達到或向美聯儲長期目標靠攏，此輪加息周期將會穩步地推進，美聯儲可能於今年12月份再加息一次。

美國勞工部上周五公佈了2017年10月非農就業報告。數據顯示，美國10月非農就業人數新增26.1萬人，低於預期的31.3萬人。同時，勞工部將9月新增非農就業人數由減少3.3萬人上調至1.8萬人，將8月新增非農就業人數由16.9萬人上調至20.8萬人，兩個月累計上調9萬人；10月份失業率由上月的4.2%下降至4.1%，創2000年以來最低水平。另一項廣義失業率指標美國U6失業率為7.9%，較9月份的8.3%進一步下降；10月勞動力參與率為62.7%，低於9月份的63.1%；薪資增速方面，10月平均每小時工資同比增長2.4%，低於9月份的增長2.8%，同比增速較3%至3.5%的強勁增長區間仍有較大距離。

筆者認為，美國10月份新增非農就業人數雖然略低於預期，但失業率降至17年來新低，表明美國勞動力市場總體仍舊保持穩步增長態勢。不過，由於受到颶風造成的巨大損失以及災後重建等因素影響干擾，過去2個月的非農數據並不能全面地反映目前美國就業市場的真實情況，未來幾個月颶風干擾因素消除後的非農數據值得重點關注。

其他經濟數據方面，在家庭支出和企業固定資產投資復甦帶動下，美國三季度GDP年化季環比初值3%，高於市場預期的2.6%；美國10月ISM製造業指數為58.7，雖然從上月13年高位上有所回落，但仍高於過去12個月的均值，表明製造業整體仍然維持穩定向好的趨勢；10月消費者信心指數升至17年來新高；特朗普的重大稅改計劃近期取得積極進展。

美稅改若通過有助經濟加速

如果稅改計劃最終獲得通過，美國經濟增長或將加速並有望實現有史以來持續時間最長的經濟增長周期。

鮑威爾時代將啟　市場暫風平浪靜

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

炒作許久的美聯儲新一任主席之位終於塵埃落定。在此之前，市場不斷轉換猜測，被特朗普繞得團團轉，直到在消息確認前幾日，有媒體報道鮑威爾已經被白宮通知特朗普有意選他，讓投資者的期待聚焦在他身上。

貨幣政策未來將保持溫和

耶倫的任期將在明年2月份結束。畢竟誰做新一任美聯儲主席，將相當大程度影響到未來政策的走勢，對於目前就處在較為特殊階段的美聯儲政策環境來說也是相當關鍵。鮑威爾律師出身，曾擔任凱雷合夥人，共和黨人，傳由美國財長私下的推薦。被市場普遍認為，他會延續當前美聯儲的立場，貨幣政策立場將在2018年保持溫和，成為男版的耶倫，其出任也是一張安全牌。

在上周四特朗普正式宣佈提名之後，美股變化不是很大，當日導致和標普走高，美債收益率跌幅收窄。美元短線上揚，收復了稍早的失地，但也並沒有特別大的波動，當日只是高見94.8，低見94.411，跌穿5日線，好在守住10日線，短線遇阻95關口。其實近期美元的走勢都是缺乏方向，窄幅波動。在九月開始探底回升後，升穿主要均線，10月底開始雖然反覆嘗試95卻遲遲未能有突破。

下月勢加息　金價炒上落

12月加息的預期持續穩定在九成以上。金價當日一度升穿20日線，隨後收窄漲幅，特朗普宣佈結果之後短線下滑。很明顯，金價的波動也相當有限，在避險情緒的支持以及全球貨幣政策正常化趨勢的壓制下，金價下有承接，上有阻力，只能圍繞百日線上落，缺乏方向，料短線內也將維持現狀，還在等待消息面的刺激，判斷出方向。

即使在決定宣佈後的交易日，市場的波幅依舊有限。可以看出，投資者並不覺得此番的決定有什麼新意，心中早已經有了預期。加上鮑威爾似乎不會在貨幣政策和監管方面和現有的政策有太大的差別，和耶倫相一致，且更傾向放寬監管，更是讓市場相當地淡定。

關注美聯儲獨立性是否有變

但其實是否真的風平浪靜嗎？並不敢百分百確定。細看美聯儲以往的核心架構，耶倫是主席，費切爾是二把手，杜德利是三號人物。但現在耶倫即將卸任，費切爾在9月就提出辭呈，有報道稱杜德利也將在本周宣佈退休計劃。之後的美聯儲到底會怎麼樣，尤其在特朗普的影響下，美聯儲的獨立性是否會受到影響，政策前景是否會有變化，這些都是未知數，雖然特朗普一度表態希望市場能夠消除對獨立性的擔憂。

■特朗普提名鮑威爾出任下屆美聯儲主席。　新華社

所以目前就開始有聲音認為不排除鮑威爾會嚴格執行耶倫時期的政策路徑，明年是否加快升息步伐，也未可知。

不過這一切也還是要看美國經濟增速、通脹和就業等的情況而定，也非單一因素影響。所以市場表面的平靜只是當下，投資者還在耐心等待，而鮑威爾的影響也遠遠不僅如此。

港股觀望大藍籌業績

姚浩然 時富資產管理董事總經理

恒指十月創新高後一直在28,000點以上窄幅上落，未能突破28,800點，情況延續至十一月初。筆者認為主要由於幾個因素：港元1個月銀行同業拆息上升，顯示大型招股抽緊了市場銀根；美元短期偏好，流入港股資金減少；恒指於年初以來累積了可觀的升幅，期內並沒有大型調整，需要較長時間整固。預計短期內，美匯指數走勢和大型藍籌季度業績仍是牽引港股的主要因素。

歐央行料最快明年中加息

近期歐美央行的議息結果皆傾向收水，惟收水的依據各有不同，筆者認為當中只有美國是最有條件和沒有包袱。舉例英國央行在通脹不斷上升的壓力下迫於加息，但其第三季GDP初值季增0.4%；相對美國第三季GDP年率初值按季增長3%，顯示美國的經濟基礎比英國打得穩，對加息的承受能力較大。

此外，英國脱歐談判、加泰亂局和意大利明年大選，對歐元區經濟或多或少也有影響，而歐元區目前通脹只有1.5%，遠較歐央行定下2%的目標為低，未能為歐央行短期內大規模收緊貨幣政策提供足夠條件，筆者估計歐央行最快也要明年中才有機會啓動加息。

另一方面，即使美國10月非農新增職位只有26.1萬個遜預期，但是失業率進一步下跌至4.1%，加上10月綜合PMI初值創九個月高，反映美國經濟無問題，繼續在良好軌道上。美國條件好自然大條道理繼續收水，聯儲局於上月開始縮減資產負債表行動，最初每個月縮減100億美元資產負債表，其後每個季度增加縮減100億美元資產負債表，上限為縮減500億美元資產負債表。

環球股市可維持反覆向上

因此，明年第二季每月縮減規模為300億美元資產負債表，而同時歐央行每月購買300億歐元債券，在一收一放的情況下市場上的流動資金於明年中前仍錄得正數，資金仍相當充裕。

在經濟復甦及企業盈利持續改善下，投資者仍樂意投放資金在股票身上，環球股市可望維持反覆向上的走勢。筆者認為真正的考驗是明年下半年，因為在明年下半年開始聯儲局縮表規模才超越歐央行每月買債規模，令市場上的流動資金變為負數。

短期內，市場流動性仍然不用擔心，投資者可將目光放在企業季度業績上，例如港交所(0388)和騰訊(0700)將分別於本周和下周公佈業績，若業績理想，有望帶動港股再上高峰。

歐洲經濟增長模式明年換擋

程實 中國工銀國際研究部主管、首席經濟學家、董事總經理；王宇哲 工銀國際資深經濟學家

經歷了近十年艱難的掙扎，歐洲經濟逐步從危機中走出，迎來了持續增長的曙光。今年以來，全球經濟復甦勢頭明顯，歐洲是發達經濟體中的領跑者。

隨着政治風險在馬克龍和默克爾相繼勝選後大幅下降，加之持續寬鬆的金融環境，歐元區經濟表現搶眼。2017年三季度，歐元區季調後的同比增速達2.5%，創下了2011年一季度以來的新高。從驅動因素來看：消費支出依然強勁，自2014年三季度以來一直是歐洲經濟增長的主要動力；全球貿易的復甦也對歐洲經濟增長起到了積極的推動，逆轉了2017年之前連續五個季度的持續拖累；資本形成也不乏亮點，存貨的拉動作用出現明顯改善。

有望實現成員國共同正增長

除了內、外經濟之間逐漸平衡外，在多元化漲潮的環境下，歐元區核心國家和邊緣國家攜手復甦，歐盟所有成員國也有望實現十年來首次共同正增長。受益於持續的貨幣寬鬆刺激，歐元區通脹中樞有所提升，10月歐元區HICP初值同比增長1.4%，較去年同期提升0.9%。隨着勞動力市場的結構性改善，歐元區失業率也不斷下降，9月達到了金融危機以來的低點（8.9%）。

展望未來，歐元區增長動能有望持續，但在復甦主動力從貨幣寬鬆繼續向結構性改革轉變的過程中，地緣政治風險回潮將帶來增長模式的換擋。

從高頻指標來看，歐元區製造業產能利用率創下金融危機以來的新高，製造業PMI攀升至58.6，接近2011年初的高點；經濟景氣指數、Sentix投資信心指數、消費者信心指數也都顯示，歐元區經濟已走出了歐債危機的陰霾。

根據IMF今年10月的預測，2017年和2018年歐元區的增速分別有望達到2.1%和1.9%，較之於7月的預測各提高了0.2個百分點。

邊緣國家復甦勢頭更為強勁

在區內主要國家中，除法國外，其餘國家當前的經濟增速都超出歷史均值：德國經濟依然穩健，法國經濟2018年有望提速接近歷史均值，西班牙和意大利增速或有所回落，但仍高於/接近歷史均值。邊緣國家的復甦勢頭甚至更為強勁，塞浦路斯、葡萄牙、斯洛文尼亞、西班牙的產出缺口縮減幅度均超過1.5%，愛沙尼亞、拉脫維亞、希臘、葡萄牙2017年的經濟增速預計較2016年超出1個百分點以上。

（本報有刪節）

新股熱火爆　須留意風險

周嘉儀 興證國際證券市場拓展部聯席董事

最近港股其中一大焦點可說是熱爆的新股市場，先後有三隻與內地大型科技公司有關的新經濟公司正在招股或已經上市，令投資者趨之若鶩，它們凍結資金額都接近有史以來最高，甚至港元拆息亦為之抽升。其中一隻明天上市的科技新股，市場消息指它的暗盤價已升近五成！該股最後表現如何當然要等它正式上市後才可知曉，但港股最近整體情緒比較樂觀已是不爭事實。

「凍資王」表現影響短暫

回顧過往凍結資金最多的「凍資王」表現，便不難發現凍資金額多少對股價短期表現影響較大，但與中長線表現則關係不大。由2012年至2016年的「凍資王」在首日平均升幅高達12%，而在上市第三天能維持上升的仍是大多數。不過這些市場寵兒在上市一年後的表現則相當參差，有上升13%，但亦有跌幅超過三成。這數據說明凍資金額多少其實與股價中長期沒有多大關係。

提防臨近年底獲利盤較多

但話說回頭，市場現時氣氛熾熱則甚為明顯。恒指昨天在早段急跌逾460點，但在午後迅速收復失地，收市只微跌6點。如此波動的走勢正切合興業證券全球首席策略分析師張憶東在早前的分析。

張憶東看好港股，並認為在第四季度市場沒有系統性風險，但波動會增多，因為年初至今恒指漲幅巨大，所以無論是中外機構在臨近年底時都可能會選擇套現獲利，因此獲利盤會較多。

龍頭金融股值得留意

至於板塊方面，張憶東看好龍頭金融股，推薦保險股和優質內銀股，因為他認為保險股的壽險業務在短期內會受惠於嚴格監管政策，令行業競爭格局改善，而內地居民消費力提升亦會為板塊帶來中長期支持。

至於銀行股則受惠於中國經濟復甦，令其不良貸款率企穩和淨息差見底。

張憶東的分析沒有提及明天矚目上市的新股，不過如前所述，新股上市時很大程度是由市場氣氛而並非基本面主導，因此投資者要格外留意風險。

昨天金管局總裁陳德霖亦預計市場樂觀情緒在未來數月會持續，但他認為目前股市估值高，高位回吐風險亦大。

樓市調控奏效　內房開啟新時代

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

根據自數年前持續發佈的32個中國城市的房地產成交量顯示，今年10月首周房地產成交量按周降約48%，按年減35%，並較9月平均每周成交量降25%。如筆者於10月10日本欄目預期一樣，「金九銀十」落空了。黃金周內房銷售疲弱正好說明全國性調控措施開始奏效，房地產市場進入「高價格、低成交」的局面。由於政策的有效導向，預料今年內這個市場特質仍會保持。

「房住不炒」定位成主調

同月底，中央召開十九大會議。習近平總書記在十九大報告中強調：「堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，加快建立多主體供給、多渠道保障、租購並舉的住房制度，讓全體人民住有所居。」相比十七大、十八大兩次大會對樓市定位，十九大報告更提升「房住不炒」定位到黨代會層面，未來三十年房地產發展開啟新時代。

在十九大的記者會上，住建部部長王蒙徽進一步解釋房地產新時代的內容：透過落實房地產長效機制，綜合運用金融、土地、財稅、投資、立法等手段，以滿足新市民住房需求為主要出發點、建立購租並舉的住房制度為主要方向、市場為主滿足多層次需求。

筆者解讀十九大報告對房地產業影響是打擊投資客短炒套利，限制房企加快周轉贏利，而且導向房企和投資者長線經營獲取利潤。這個新政策導向予未來房地產有何商機呢？把握這些商機會決定他們的投資命運，起碼未來十年間。

以改善需求取代剛性需求

未來中國一線和主要二線城市是存量市場。如十九大報告指出，現階段的主要矛盾是「人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分的發展之間的矛盾」，即是說房子普遍是「數量足、質量差」。未來主要城市會以改善需求取代剛性需求，購房者寧可多付錢去購買精裝房，配套設施充足，歡迎住宅增值服務，如清潔、宴請、組織活動、長短程旅遊等等。熱門城市的土地及建造成交仍然看升，房企只有用心打造優質住房，以較高均價去回收高昂成本，當房企附加增值服務走上合乎經濟效益時，將服務板塊獨立上市做大做強。

既然租售並舉是未來房地產主要方向，房企應努力加入。「多主體、多渠道」包括各級政府供給和私人住宅單位供應。很多房企已開始代政府建造出租單位，收取穩定合理利潤。房企則可以做公寓出租項目，以房託基金和新上市形式盡快變現。現在內地公寓出租市場大體可劃分為藍領公寓、白領公寓和高管公寓，視乎當地經濟發展情況定位，主要落戶於一二線熱門的人口淨流入城市。房企應首先組建專門服務團隊，根據企業市場既有定位，進入較有優勢的類別。

內地經濟將擺脫房地產主導

十九大報告提出要推動「新型工業化、信息化、城鎮化、農業現代化同步發展」，明顯地逐步將內地經濟脫離房地產主導方向。房地產的投資性逐漸減低，會被產業決定地產方向，地產業根據產業需求開發。新型工業化需要新型工業園、物流中心；信息化需求數據處理中心、機械人生產基地、產品展示館、城鎮化引導大量青年、農民進城，需求可負擔租用住宅，房企可協作政府代建；農業現代化締造生態園、現代農莊、基因改造中心等等。透過產業和地產融合，房地產可出產合乎新經濟模式的載體，以代建、合作或參股行為收回成本和合理利潤比率。

現代大城市的問題使世界各地以城市群替代大城市，再建立周遭的特色小鎮，成為城市人的「氧吧」和旅遊活動的載體。正如十九大報告提出要「城市群為主體，構建大中小城市和小城鎮協調發展的城鎮格局」。和地方各組城市合作，於都市群裡做特色小鎮，收取穩定長期紅利。

總括來說，十九大報告已清楚說明房企短期獲利不再，應該加入長線經營獲取平穩紅利行列。透過進入其他附加服務，結合地產和關聯新型產業板塊和利用房託和其他新型融資渠道。當收入進入穩定期後，獨合服務和出租板塊上市集資，再做大做強。香港房企和各類房地產專業公司已累積經年的非住宅和高端出租住宅運營經驗，應可結合內地龐大市場去謀大業，努力開拓地產新「藍海」。當然雙贏的合作合資計劃是較可取，畢竟內房企才是「地頭蛇」，香港企業是否可以發揮「過江龍」角色，則要大家加倍努力吧。

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。