

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

焦點重回歐美復甦 短期恐慌悲觀不再

早前最令投資者困擾的兩大因素，分別是中東北非的地緣政治危機，以及日本海嘯引發的核輻射危機。如今事態發展並無好轉，事實上，中東局勢仍然處於膠着狀態，對原油供應的威脅仍然未除。而日本核洩漏亦持續，肇事福島第一核電站南面排水口附近的海水的放射性碘131升至今最高水平，日本更承認肇事核電站全部1至6號機組將報廢，不排除仿效切爾諾貝爾核災，以混凝土和鐵板「封棺」，反映日本核事故嚴重。

不過，投資者雖然時常跟風，經常見風吹草動便有反應，但從另一角度看，也相當客觀理性，近日所見，日圓「套息交易」活動趨趨活躍，瑞郎淡倉則稍為減少，美元兌一籃子貨幣除日圓均下跌，可見風險胃納上升，投資者重新追逐高回報資產。商品貨幣則在預期全球經濟增長，以及日本地震災後重建，有望提高對商品需求下，成為被追捧的對象，其中以澳元最為明顯，兌美元匯價攀升至1983年實行自由浮動匯率以來最高水平，因市場預期全球增長加上日本的災後重建，將會提高商品的需求。

如此景象，其實並不出奇，大家客觀一看，人稱恐慌指數，但其實反映美股標準後市波動性預測的VIX，直到執筆前一晚，再下跌至18以下水平，不但遠比日本海嘯後一度升至的30為低，甚至比日本海嘯發生前，市場焦點仍較中東北非政局不穩時的20為低，可見悲觀不再，恐慌亦不再。至於美股的表現，亦可把情況說明一二，例如以較多股份數目，也因此對大市更有代表性的羅素

200指數為例，目前是2007年10月底以來的最高位，跟2007年高位相距不足2%，換言之，整體投資者情緒，已重新樂觀起來。

之所以會有這種由悲轉喜的情況，很大程度上，是由去年底起，歐美經濟復甦勝預期所致。的確，連一直最難處理的失業業也有改善，而近日所見，美國3月份私營部門就業人數增幅雖只僅僅符合市場預期，亦無礙市場對非農就業數據持樂觀態度。當然，人無遠慮，必有近憂，歐美的復甦並非一帆風順，尤其隨着情況好轉，央行持續寬寬的機會將大減，貨幣政策勢必有所改變，起碼由早前的極度寬鬆，改為朝向收緊，已是重點的不同。事實上，美國堪薩斯聯儲主席霍恩周三呼籲聯儲局加息，並將資產負債表規模降低至危機前的水平，內容固然並無新意，但放在更大的格局看，未嘗沒有道理。

無疑短期內美國加息機會仍低，反而是歐洲加息機會較高，歐洲央行執行理事會成員斯馬吉日前表示，歐洲



圖為民眾在美國紐約一家服裝店購物。
新華社

央行將逐步上調利率，同時確保面臨借款成本上升困難的成員國銀行能夠獲得幫助。市場現時普遍預期，歐洲央行可能於4月7日的議事會議上加息25個基點。值得留意，市場再度將注意力轉移至歐債危機上，標普早前將希臘主權信用評級下調至BB-，同時將葡萄牙的主權信用

亞洲市場在震盪中站穩

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

在宏觀經濟方面，日本經歷這場天災之後，相信在未來數月的經濟活動將難免減弱。當中，最受關注的是電力供應短缺，多家科技和汽車公司的廠房受損，以及製造業供應鏈中斷等問題。地震已導致東京電力公司（TEPCO）旗下兩家核電廠停產，佔該公司總發電量約15%，以致部分受影響地區須採取輪流停電措施。

不過，在往後六個月至一年期間，隨着日本政府加快推動災後重建工作，日本工業活動將可望逐步從震盪中復元。根據初步分析，摩根大通證券已將日本今年第一季國內生產總值增幅的預測，從2.2%下調至1.7%，第二季亦從2.2%下調至0.5%；而第三及第四季的增長預測，則分別從2.5%和2.0%，調高至4.0%和2.5%。

日圓不會重演大漲歷史

另外，在1995年神戶大地震後，日圓兌美元匯價曾在短時間內急升，以致對日本經濟造成損害。我們認為，由於現時日本財務省已提高警惕，並會在必要時入市干預以遏制日圓的升勢；加上各國有默契地聯手干擾，故相信今次地震應不會引發日圓匯價重演類似當年大漲的歷史。

短期內，亞洲地區將無可避免受到日本的事態發展、特別是工業生產大跌影響，但受損程度應不至於像亞洲股市的跌勢所反映般嚴重。個別股份和類別甚至可望受惠於這次事故和災後重建所帶來的機會。

亞洲對輪往日本出口的倚賴，於過去10年間已普遍穩步下降，而日本在中國、台灣、韓國及印度等主要地區的出口所佔比重相對不高，於2010年12月底分別為7.7%、6.6%、6.0%及1.9%。我們認為，日本地震對亞洲地區造成的主要不利衝擊，在於日本出口因為電力中斷、工廠停產與物流受阻而減少，以致供應鏈受干擾。當中，首當其衝的應是台灣及韓國科技業的供應鏈。

日本科技公司向來都處於生產不少專門元件的尖端，該等元件會運往台灣及韓國，再裝配成最終產品。即使一件日本生產的小型元件出現短缺，倘若沒有替代品供應，都會導致台灣及韓國無法製造最終產品。

科技公司邊際利潤受壓

我們亦有理由假設，日本供應減少會令元件價格上升，對全球科技公司的邊際利潤構成一定壓力。雖然如此，投資者亦不用就此過分看淡科技業前景。科技產品需求仍然殷切，相信一旦供應回復動力，企業即可迅速恢復生產以應付需求。

此外，亞洲各地亦有若干行業可因日本地震而得益。在煉油、化工、汽車及鋼鐵等範疇內，日本、台灣與韓國向來都是彼此的競爭對手，現時日本部分產能已經停頓，供應問題最終將導致產品價格上升，有利於韓國及台灣的競爭同業。

短期內避險心態加劇和外資流出是難免的，但亞洲基本因素仍然穩健，估值亦日益吸引。在個別股票層面，若干頗具投資價值的吸納機會亦已開始浮現。

中國通脹仍存隱憂

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

中國人民銀行貨幣政策委員李稻葵日前在南京參加「二十國集團國際貨幣體系高級別研討會」時表示，國際貨幣體系改革需要一個漸進式的過程，否則會影響中國的外匯儲備價值，而且表明不希望美元和美國債券迅速貶值。雖然貨幣政策委員並非內地貨幣政策決策機構，但此番言論明顯代表了人民銀行的看法。

在上次的文章中討論過，央行至今擁有近3萬億美元的外匯儲備餘額，而這龐大的外匯儲備實際上是多年來通過每年均錄得雙位數字增長的貿易盈餘積累下來的。簡單而言，中國製造業和出口商接收外國訂單，多年來主要的出口對象為美國，但因為中國實行匯率管制政策，外國買家支付中國廠商的美金會先經過央行轉換成人民幣，然後再支付予廠商們。在這一過程，人民幣便作為了一種央行支付的票據形式，而實際上，由此積累而成存放於央行外匯儲備，才是中國商家們真正的財富。

若然人民幣升值，便等同國民存放於央行的外匯資產價值下降，且意味着中國國民財富的減損。在面對龐大的外匯儲備，央行最切實的是購買美元定息資產，這主要是基於美元作為全球流通量最高的貨幣，而且美國亦是中國貨品最大的買家，通過維持美元資產的持有量，可以確保了人民幣的匯價，和中國貨品的需求穩定。

多年以來，美元持續貶值，到近年更因為量化寬鬆而令到貶值有所加速的趨勢，形成了中國執政者實行多元化投資的政策。從2007年9月29日成立的中國投資有限責任公司(簡稱「中投」)，起始資金為2,000億美元，成為全球最大的主權財富之一便由此而生。但從過去幾年中投的成績令人懷疑其海



市場預期，央行再度加息或上調存款準備金率的可能性仍存。
美聯社

外投資損失慘重，其中較為出名的是對黑石和摩根士丹利的投資，在2007年投資至今仍然處於巨虧當中。

海外投資損失構成影響

值得注意的是，外匯儲備實際上是中國國民暫存於央行的財富，意味着龐大的外儲，在海外投資嚴重虧損下，為了平衡資產負債表，央行需要向市場體系注入更多的人民幣。正常而言，中國實行匯率控制，有多少美元進入中國，央行就要發行相應數量的人民幣到市場。但由於中投損失，央行發行的貨幣量便比流入的海外資金多，從這個層面來講，中投的海外投資損失，對內地通貨膨脹隱憂具一定影響。

從央行的數據可見，1999年廣義貨幣供應量為11.76萬億元人民幣，至今年1月這數字增長到高達73.39萬億元人民幣，貨幣供應量的真正加速期由2008年開始，從2008年的47.51萬億元，增加到2009年的60.62萬億元，由過去10年的平均年增長率16.8%，突然加速到09年的27.6%。目前中國M2是GDP的1.8倍，相對美國的0.6倍和日、韓約1倍左右的乘數，中國的通脹隱憂可想而知。

本月樓市去向成關鍵

置業18主席
張肇柱

踏入第2季度，市場關注樓市的方向，本月可說是關鍵時刻，除政府本月開始推出官地，其餘政策包括收緊發水限制10%，銀行正面按揭信貸資料庫亦同時生效，相信對發展商、甚至小市民有一定影響。

4月為今個財政年度土地拍賣拉開序幕，年內政府為增加土地供應，除沿用勾地制度外，亦主動推出多幅土地拍賣及招標。而紅磡三幅地皮即將透過拍賣及招標形式於月內推出市場，當中高山道7號前海關已婚關員宿舍會「打頭陣」，成首幅拍賣地皮，其拍賣成績亦對後市有一定啟示。

另外兩幅地皮為紅磡利工街及寶其利街地皮亦於拍賣後兩日，以招標形式推出。縱使政府主動加碼推地，但不要忘记，政府本月正式收緊發水限制，此舉或令發展商投地及勾地意慾大減。事實上，發水收緊對發展商影響甚大，

從近月發展商為趕搭「發水尾班車」而大量入則可見一斑；資料顯示，屋宇署在去年12月及今年1月分別接獲逾百份入則申請。

本月實施的多項政策，除對發展商產生影響，普羅大眾亦不能幸免，銀行正面信貸資料庫於月內正式生效，投資者借貸紀錄將無所遁形，銀行從中得悉客戶實際有多少個單位，借款多少，從而作出評估借貸風險。由於初期系統尚未完善，部分資料仍未上載至資料庫，銀行可能需要作書面查閱，延長審批時間。一名投資者向筆者表示，信貸資料庫實施後，向銀行借款供樓，等如被「起底」，會打擊入市的意慾及信心。

除此之外，4月份市場圍繞各種不明朗因素影響，例如日本大地震可能引發的金融危機，本港樓市亦受到牽連。而過去數周樓市瀰漫觀望氣氛，睇樓量回落，市場不乏減價放盤、低市價成交等等，已初見日本事件造成的影響。綜觀各項因素，筆者相信，本月將成樓市去向的關鍵，未來樓市走向拭目以待。

如果香港地震 後果堪虞

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師
陳東岳

日本地震加海嘯兼核危機，很佩服日本國民沉着應對，未見有恐慌性行動。事態發展下來，核洩漏擴散危機深重，日本政府疑似仍未把所有事實公諸於世。今次很值得身處福地香港的我們反思，究竟我們面對同類災難的時候，是否具備同等應變能力。香港不在地震帶，但假如鄰近地區發生核事故，港人一樣難以倖免。港府是否應在平常日子，作公眾教育，教導市民怎樣面對災難；當然，更要做的就是，在真的面對核事故時，防禦措施是否足夠，怎樣部署應變計劃。

有傳媒問我，假如本地發生9級地震，香港樓市會怎樣？我說這是一個假設性問題，因為香港不在地震帶。但若果真的有9級地震，後果將會極之嚴重。由於不在地震帶，香港市區的樓宇都作高密度發展，樓層高而每座大廈之間間距不大，建築結構一般沒有就抗禦地震作考慮，遇上嚴重地震，一定「散晒」！死傷枕藉可以預期。嚴重地震後，根本不復存在「樓市」，買家消失，

業主的物業無法交吉，銀行按揭亦沒有抵押品！保險亦無得賠！

災難令人想起保險，一般銀行只要求按揭客戶買火險，客戶一般亦不會自行投保買地震等天災的保險，就算你想買，保險公司亦未必接受包括這類屬於不可抗力天災的投保。

日本大災難，這一刻港人仍在糾纏於政黨政治，政府派錢不患寡而患不均等爭拗。大家應坐下來，想一想，天災到來，人人平等。是否應該團結一致，居安思危，有什麼更有意義的事要做？由於不在地震帶，香港政府沒有如日本政府的處理地震天災的經驗，例如在預報系統的建立，又如向群眾教育在事故時怎樣逃生及自救等，應該都可以做些準備措施。近日反而民間有學校自發性向學生教導遇到事故時，如何逃生自保的演習，很值得作為通識教育推廣。

眼前大家務必留意的，就是日本天災對利息的影響。日本資金班師回朝救國，可能抽緊各地銀根。而日本國內重建需財，可能加碼量化寬鬆，從而推高通脹。總而言之，大家密切留意有關訊息。

美聯儲須增強透明度

路透專欄撰稿人

James Pethokoukis

熱點透視

美國聯邦儲備理事會(美聯儲，FED)主席伯南克將開始每季召開一次新聞發布會。他必須明白，這項史無前例的計劃不會損害央行影響力。畢竟，歐洲央行(ECB)總裁特里謝在每次月度政策會議後都會召開新聞發布會。美聯儲略微提高透明度，甚至可能有助於勸退試圖對貨幣政策施加更多影響的國會。

無論伯南克解讀經濟的能力如何，他對政治肯定有一定的把握。美聯儲歷史性地干預經濟，使其獨立性處於前所未有的危險境地。根據近期的彭博調查，僅有37%的美國人支持保持美聯儲的獨立性，而39%的美國人則認為美聯儲對國會更負責任，甚至有16%的美國人希望撤銷美聯儲。

或許是為了反映公眾的擔憂，而且也是為了尋求增加自己的權力，國會已試圖削弱美聯儲的獨立性。民主黨建議，取消地區儲備總裁在聯邦公開市場委員會(FOMC)的委員資格，因他們在通脹問題上過於強硬。部分共和黨人希望授予國會新的涉及廣泛的酌情決定權，以審計美聯儲活動。

其他共和黨人希望修改美聯儲的雙重職責，即最大化就業和遏制物價，使其只需關注通脹問題。本周，美國最高法院剛剛裁定，美聯儲必須披露其2008年緊急貸款計劃的詳情。



圖為美聯儲局局長伯南克(左)與財長蓋特納。

路透社

在法院失利或許是因禍得福。美聯儲擁有巨大權力而卻保持神秘，這滋生了公眾的不信任感，進而可能進一步干涉該央行。目前來看，伯南克已通過更頻繁地公布央行預期和會議紀錄，來使美聯儲略微開放。邏輯上講美聯儲下一步應該是召開例行記者問答。該央行近期的一份內部研究報告發現，雖然更加公開透明未必有助於各發達經濟體的央行，但也不會對其產生損害。

儘管美國失業率或將處於高位，而且成長乏力，但美聯儲的下個重大任務將是撤銷貨幣刺激舉措。伯南克將需利用所有他能夠參加的公共論壇，解釋退出策略如何運作。