

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 希債憂慮重燃 債息升至歷史高位

上周五在懷俄明州召開的全球央行年會中，聯儲局主席伯南克未有提及第3輪寬量政策，並表示目前美國經濟從衰退中復甦的步伐遠不及預期強勁，但表示聯儲局9月中旬的會議將延長到兩天以便討論可採取的經濟刺激政策，市場認為屆時聯儲局可能公布新的刺激措施，使美股以及亞太區股市均見上升，VIX指數及避險貨幣瑞郎亦見下跌，市場情緒似乎有所轉好。

不過，若看清楚一點，其實目前的情況並不如市場反應般樂觀。第一，美國經濟數據仍然以平淡消息居多，進一步說明了美國目前的經濟多麼疲弱。第二，在近期市場的注意力主要集中在美國身上的情況下，歐洲那邊的情況又有惡化的跡象，希臘十年期國債利率又再悄悄地升至18厘的歷史高位。

先談談近幾天美國的經濟數據：美國上周首次申請失業救濟金人數上升5,000人，達41.7萬人，高於市場預期的40.5萬人；四星期平均新申請失業救濟金人數亦增加4,000人，達40.75萬人。而持續申請失業救濟金人數亦達

364萬人。

至於市場的信心繼續下滑，美國密歇根大學8月份消費者情緒指數最終數字由7月份的63.7下跌至55.7，低於市場預期的55.8，反映投資者擔心美國政府未能帶領美國經濟避免衰退。

此外，美國第2季經濟增長更向下修訂至1%，低於市場預期的1.1%，而商務部原來公布的第2季經濟增長為1.3%，主要由於企業累積存貨較最初公布的小，出口增長亦只有3.1%。而雖然第2季消費者開支由原先公布的增長0.1%，向上修訂至0.4%，但仍為09年

第4季後最小的升幅。

歐洲方面，有消息指出，由於希臘今年經濟衰退的幅度可能比預期的3.9%為高，而在國內生產總值的衰退幅度較預期高的情況下，赤字佔國內生產總值的比例亦很大可能會提升，因此希臘正面臨2011年財政計劃難以達標的危險，有可能會導致希臘無法取得2010年達成的對希臘援助計劃中的第六筆援助貸款。

作為歐盟和IMF對希臘緊急援助計劃的條件之一，希臘當時定下的目標，為於2011年將其預算赤字削減至國內生產總值的7.6%，2010年該比例則為10.5%。而歐盟和國際貨幣基金組織對希臘檢查代表團亦於周一（8月29日）到希臘首都雅典為希臘緊縮財政計劃和經濟改革執行進度進行考察，因此希臘能否獲得援助的消息將可能會為金融市場再次帶來一番波動。



希臘正面臨2011年財政計劃難以達標的危險，有可能會導致該國無法取得援助計劃中的第六筆援助貸款。圖為希臘財政部大樓。

## 大市撈底風險不低

中銀國際金融產品部執行董事  
雷裕武

受外圍市況影響，恆指自本月初接近23,000點水平，在短短7個交易日內急跌近4,000點，一度低見18,868點，跌幅之大，跌勢之急並不常見，其後港股繼續「有波幅，無升幅」，以上周為例，恆指如過山車般大上大落，一周高低差距870點。

大市急跌，不少進取的投資者或許已趁機部署入市撈底，而入場費低廉的衍生權證往往成為焦點選擇，他們相信只要市場出現短線強力反彈，便有機會藉此達到以小控大的投資效果。

經驗告訴我們，要成功捕捉V形反彈的機會，並非易事，特別是當大市持續反覆，受不明朗因素支配，往往低處未算低，失敗摸頂的例子比比皆是。要增加投資勝算，最簡單的方法莫過於順勢而行，即於個別股份或指數出現突破，且升勢確定時才追入或加注，然而其投資回報可能遠不及成功捕捉V形反彈一刻所帶來的優厚利潤。

倘若投資者認定目前市場已出現極度超賣，股價反彈如箭在弦，銳意部署入市大計自然是人之常情，那他們有甚麼要注意的地方呢？要知道反彈時間往往極為短暫，能成功捕捉的投資者只屬少數，要訣是緊貼市場走勢，市面有不少市勢分析法，其中一個常用的方法，是參考正股股價最近的低位，理論上，一般股份在此價位會有一定的支持。

### 權證博反彈宜訂止蝕位

事實上，相對於買入正股博反彈，透過衍生權證撈底對時間性的掌握更為要緊。由於權證屬槓

桿式投資產品，加上有特定期限，因此，只適合捕捉短線反彈的機會主義者。投資者在入市前必須訂下相關「止蝕」位，並嚴格執行。「止蝕」位或其他技術分析應以正股股價為依據，其實影響權證價格還有很多不同因素如波幅，故此投資者並不適宜以此作技術分析。

筆者經常提醒投資者，權證投資並不適用於任何市況，特別是當市場缺乏明顯方向時，風險相對較高，即使慶幸未有買錯方向，大市持續牛皮反覆也不見得對權證持有人有利，因時間價值將逐步影響權證的表現。故此，除非投資者純粹由於心癢而不停炒賣，或對個別股份有獨特看法，否則有些時候離場觀望可能較為合適。就以目前的市況為例，困擾大市的主要問題仍未有解決跡象，市場上不明朗因素揮之不去，要持續作短線炒賣博反彈的勝算，有可能不及成功捕捉一個入市機會。

### 應避免選擇極度價外證

當投資者看好後市的短期表現，同時決定捨股取輪，以此作槓桿投資，下一步要做的是有效地揀選適合個人需要的權證，這也是一門高深學問。筆者建議短線投資者應避免選擇一些接近到期日，以及極度價外的權證，原因是一些短期的條款，時間價值流逝速度較高，換言之每日持貨的成本不低，不能視為防守性部署，即使股價上升，時間價值消耗也會令其投資回報失色；至於較為價外的條款，由於可被行使的機會不大，其風險一般較高，必須速戰速決，與時間競賽。故此，最理想的條款往往是一些在價或稍為價外的，其槓桿能為投資者提供不俗的放大效應，同時涉及風險也較極度價外的條款為低。

## 成都零售物業前景美好

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

筆者最近應英國皇家特許測量師學會中國分會的邀請到四川省成都市主講了「房地產投資信託基金」持續專業發展論壇。與來自四川省土地估價師協會會員和該會西南區會員共聚一堂，一起探討房托基金於大西南地區發展前景和一同與成渝區同業交流。筆者因業務關係，大概每季都會到成渝地區考察，覺得這兩座特大城市發展一日千里！

從2004年中開始，泛珠三角區域11省區簽訂《泛珠三角區域合作框架協議》，7年來成都從這區域吸納到位資金逾4,000億元，尤以廣東省和香港佔最高比重，分別達25.6%和18.2%。最近，兩地更新增了直航航班，配合香港旅發局在成都設立推廣點，為成都入境市場每年貢獻6萬個機位。今年五月，商務部聯同香港貿發局成功主辦香港時尚購物展，同時舉行「中國(香港)國際服務貿易洽談會成都分會」，推動成都企業利用香港專業服務提升國際競爭力及拓展海外市場。

研討會後，當地學會同工和業內同業一齊共晉晚餐。就餐的地點是位於一所傳統蜀式的平房內，中庭有一個通天處，四邊是由大小的廂房包圍，提供了地道傳統的四川菜，環境非常清幽。席間大夥兒談天說地，說到成渝近年巨大發展，不禁使筆者讚嘆不已！晚飯後，大家意猶未盡，決定徒步參觀觀條步行街，只見街上遊客眾多，三五成群購物、品嚐街上小食和進入兩旁景點參觀。筆者發現遊人打扮入時，尤以女士衣着入時，看似消費力不低，常常停留在當中餐館和酒吧，雖然當天成都氣溫達35℃，但未減遊客興致。

成都街頭給人和平、友善和生機處處的良好感覺。其實從成都社會消費零售額可見一斑。2011年1-5月零售額較去年同期上升18.4%，其中零售實現佔總額80.7%，較去年同期增長8個百分點。這全得力於社會民生大幅改善，城鄉居民收入顯著提升，2010年城鎮居民人均可支配收入達20,835元，比2005年增長83.4%，平均年增長

12.9%；地區生產總值預期由2010年的5,551.33億元高速提升至2015年的大於10,000億元，而人均地區生產總值至2015年將突破10,000美元。

### 高端購物商場空置率低

根據某物業顧問行的統計，今年上半年成都中高端購物商場市場僅有6萬平方米的新增供應，而2010年第四季度的47萬平方米供應量已基本被完全吸納，低企的市場空置率使優質商舖租金指數較去年同期上漲28點，這說明零售物業前景美好。漫步成都街頭，大家不難發現一座座新型商場已拔地而起，如青羊區順城大街的富力「熊貓城」、天府大道西的花樣年華市場、高新區天府大道北旁的新世紀環球中心商業群，這恰恰與市中心的春熙路步行街遙遙相望。

再者，成都有所謂商廈高樓20強，已建成最高的兩座分別是190米的喜年廣場和180米的仁恒置地廣場，它們都是集多功能用途於一身。根據最新市場消息，再過5年一座超過400米的超高层城市綜合體將在成都東部新城文化創業產業綜合功能區建成。目前成都甲級寫字樓存量面積達540,000平方米，主要位於中央商務區和人民南路。

### 世界500強企業紛落戶

受到連續一年多的持續增加的供應量，今年上半年空置率一直停留在30%以上，但甲級辦公樓租金於第二季末已升到超過120元/平方米/月，同比上漲11%，尤以諮詢/服務/製造/地產公司業務需求強勁。「十一」間的成都市對外開放情形不斷擴大，進出口快速增長：2010年全市進出口總額達246.6億美元，是2005年的5.48倍；2010年實際使用外資超過64.1億美元，是2005年的11倍；落戶成都的世界500強企業累計達189家，至2015年將達210家。

同一個周末，美國副總統拜登在習近平副主席陪同下從北京飛達成都訪問，這表明成都在美國人民心目中佔有崇高政治/經濟/文化地位。漫步成都街頭，欣賞一下這座美麗城市的面貌，品嚐著名的川菜，不失是人生一大樂事呢！

## 央行最後一擊：擴大準備金計提範圍

匯豐經濟研究亞太區聯席主管  
屈宏斌

8月26日央行下發通知，將保證金存款納入存款準備金繳存範圍，自9月5日起分批上繳。商業銀行需要將其包含承兌匯票、信用證、保函等在內的保證金存款包括到準備金繳存範圍內。央行數據顯示，保證金存款7月末總額4.4萬億，按照目前19.5%-21.5%的準備金率水平，政策出台後，未來六個月內將總計緊縮流動性9,000億-9,500億元，相當於上調準備金率100-150基點。媒體報道顯示，六大銀行上繳的節奏為20%：20%：60%，在三個月內全部計收；其他銀行則分六個月上繳：15%：15%：15%：15%：20%：20%。

### 將不會再上調準備金率

央行這一舉措顯示抗通脹仍然是其首要政策目標。這一政策出台我們視之為對之前預期的兩次50個基點的準備金率上調的替代。預計央行將不會再上調準備金率。從政策效果上來說，擴大準備金的計提範圍也意味著準備金政策工具效果的強化，並有助於一定程度上減少商業銀行為盈利需要而變相轉移存款至理財產品的扭曲行為。日前公佈的數據顯示7月存款淨減少六千多億。

自去年10月以來，央行已經上調了準備金率9次，加息5次。經濟溫和放緩的同時，通脹壓力仍然高企。7月消費物價指數達到三年來的高點6.5%，遠高於年初所制定的4%的政策目標。儘管我們預計消費物價指數將會在未來幾個月逐漸回落，回落的速度可能非常緩慢。

如果僅考慮央行這一舉措對短期市場流動性的緊縮影響，容易造成市場恐慌。但我們認為不必恐慌。因為很明顯，貨幣市場的劇烈動盪也不是央行所願意看到的。而央行也具備充足的政策工具，如公開市場操作甚至下調準備金率來應對可能出現的短期流動性衝擊。7月末以來，央行已經在公開市場上連續投放流動性



央行日前下發通知，將保證金存款納入存款準備金繳存範圍，自9月5日起分批上繳。

總額1650億元。未來幾個月平均月度到期央票不到2000億，央行可以通過回購等操作繼續為市場注入流動性，必要時下調準備金率。

### 抑制通脹仍為重心所在

簡言之，抑制通脹仍然是決策層的政策重心所在。經濟增速溫和放緩，消費物價指數未來可能緩慢回落，對緊縮過度的擔憂是過慮了。央行可以通過公開市場操作投放流動性甚至下調準備金率來應對可能出現的貨幣市場流動性緊縮衝擊。增長方面，匯豐製造業採購經理指數趨穩也顯示不會出現增長超調的狀況。此次擴大準備金計提範圍至保證金存款應是央行本輪緊縮周期的最後一擊。

## 按兵不動是伯南克明智之舉

路透專欄撰稿人  
Richard Beales

熱點透視

或許一時無法打動股市投資者，但美聯儲(FED)主席伯南克上周五在杰克森霍爾會議上作出新的寬鬆政策承諾是正確之舉。對刺激美國經濟和疲弱不振的就業創造能力，不僅可能毫無效果，還會招致聯邦公開市場委員會(FOMC)的反對。現在，會期延長一天的9月美聯儲政策會議成為市場新焦點。

### 零利率延長兩年招反對聲

對伯南克或像去年杰克森霍爾會議時那樣宣布更多買債計劃的期望，曾提振市場出現些許上漲。但多數分析師感覺伯南克的選擇比當時更加有限，事實也確實如此。即使美聯儲內部一些支持者也認為第二輪量化寬鬆效果並不明顯，充其量也只能說是尚無定論。FOMC在8月9日會議上承諾將近零利率政策再延長兩年，已經招致10名委員中3名委員的反對。

反對者之一——費城聯邦儲備銀行總裁普洛瑟甚至有些搶了伯南克的風頭，他在伯南克演講前夕公開表示，進一步放寬政策無助於刺激經濟。伯南克恰如其分地對貨幣政策冷淡處理，不過同時指出經濟復甦力道不足，對長期失業問題表達了擔憂。

### 以退為進冀爭取同事支持

這並不是說伯南克不想在某個時候動用更多貨幣政策工



伯南克繼續推行超寬鬆貨幣政策遇到阻力，美國聯邦公開市場委員會(FOMC)收到3張反對票。

具。但這確實彰顯出FOMC內部對伯南克的質疑升溫，更不要提國會對他的疑問。這或許解釋了他將下次政策會議會期由一天延長為兩天的原因。由FOMC而不是一篇按套路準備好的演講來決定貨幣政策或許更加合適。但伯南克還需爭取盡可能多的同事支持自己。

即便伯南克大概非常渴望採取更多行動，但按兵不動也許是下月會議的最佳政策舉措。無論如何，在經濟和市場缺乏動能的情況下，伯南克備受期待的杰克森霍爾演講或許只能將市場焦點從貨幣政策上推開幾個禮拜。