

天大證券資產管理董事  
施俊威

百家觀點

# 多重利淡夾擊 調整期加深

國際貨幣基金組織(IMF)於年初預期今年全球經濟增長率可達5.5%，最後大跌眼鏡。上周二IMF逼於無奈對2012年全球經濟增長率預測下調至4%，該組織6月份時曾預計明年全球經濟增長率為4.5%，現在更警告如果歐元區及美國政府不盡快採取相關政策行動，世界經濟將受到嚴重衝擊。



德國經濟數據差，增添發行「歐元區債券」的阻力。

路透社

IMF在《世界經濟展望》(World Economic Outlook)報告中指出，如果不採取全球協調行動，歐美國家可能會出現嚴重衰退，經濟可能十年內無法增長，IMF希望悲觀的預期將促使出席IMF以及二十國集團(G20)會議的各國財長及央行官員起草合作行動計劃，但歐美財長行動緩慢。

歐洲方面，IMF表示如果實力薄弱的歐資銀行自身無法籌集足夠資本，當地政府應向其注入公共資金或救助資金，否則銀行就應重組或關閉。歐元區領導人的行動速度不足以抑制主權債務危機向主要經濟體蔓延，繼希臘、葡萄牙、愛爾蘭主權評級遭下調後，標普又把歐洲第三大經濟體義大利主權債務評級下調。

歐元區自1999年成立以來，歐元前景因歐洲國家出現主權債務問題，去年5月首次設立總值7,500億歐元紓困方案，當中以歐洲金融穩定機構(EFSF)管理4,400億歐元為成員，可通過擔保財團成員借貸的方式來援助有需要的成員。至於其餘3,100億歐元，其中600億歐元由歐盟執委會提供，2,500億歐元則來自IMF。EFSF基金為期至2013年，只有當會員國財政困難提出需求時才會發行債券，歐盟不會主動發債募資。

短期而言，全球五大央行計劃通過三次美元流動性招標向歐洲銀行體系注入資金，以避免發生新的流動性危機。歐洲央行表示，將與美國聯邦儲備委員會、英國央行、日本央行和瑞士央行，協同執行三次美元流動性注資操作，可向銀行系統提供無限資金。招標活動將持續到年底，將作為歐洲央行例行操作的補充。三次招標的時間分別為10月12日、11月

9日和12月7日，相信短期可紓緩銀行間的流動性。

美國方面，IMF最後警告美國和日本應該吸取歐洲教訓，切勿利用金融市場以極低利率去不斷增加公共債務融資，言論正表明美國扭曲操作(Operation Twist，簡稱OT)只能治標不治本。IMF於年初預期今年美國經濟增長率2.5%，2012年美國增長率亦下調至1.8%。住房市場疲軟、家庭儲蓄可能快速增長以及不斷惡化的財政狀況都有可能對經濟增長造成損害。

中國方面，IMF將中國2011年國內生產總值(GDP)增幅預期下調至9.5%，低於6月份預計的9.6%，同時把中國2012年GDP增幅預期從9.5%下調至9.0%，而當前的緊縮政策和淨外部需求的減弱是造成中國經濟增長放緩的原因。IMF同時將中國2011年消費者價格指數(CPI)升幅預期從5.0%上調至5.5%，2012年CPI升幅則從預期2.5%上調至3.3%。IMF表示，中國依然面臨通脹壓力，但緊縮措施到目前為止已經發揮一定效用；房價漲幅和信貸增速已從近期紀錄高點回落。

不謀而合，OT與EFSF的到期日同樣於2013年6月底到期，加上中國內地短期再推收緊政策機會甚微。早前意大利批准通過削減540億歐元緊縮計劃，加上希臘資金至2013年仍有資金缺口，短期出現的不是股災，而是一次調整。歐美危機不能夠即時解決，配合法國CAC指數處於金融海嘯水平，大部分環球指數市盈率已是8倍，恆生指數已由2008年10月27日海嘯最低10,676點，升近3年，而過往每次牛市可維持2至4年。金融海嘯後的牛市以年均增速33%運行，估計這次牛市比較長，可延續至2013年。(本報有刪節)

## 希債孳息再升 債務違約難免

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

希臘債務問題仍然困擾環球金融市場，雖然前一周全球5大央行聯合為歐元區銀行提供額外的美元流動資金，一度穩定了市場的信心，希臘一年期國債孳息率亦受到消息影響一度從歷史高位回落，不過，過不了兩天，孳息率上週又再次向上，並在希臘八家銀行被下調評級的消息襯托下連升五天，再次升至接近歷史高位的135厘的水平，顯示縱使多國央行繼續出招，市場仍然認為希臘發生債務違約還是不能避免的事情。

其實，過往亦曾經發生過多次主權債務違約的問題，包括1994年的墨西哥、1998年的俄羅斯以及其後的阿根廷。而往往這些國家都會通過進行本國貨幣的貶值以及選擇性違約，與主要債權人談判，達成延長還款期以及利率的下調甚至本息的減免等協議。

然而，希臘作為歐元區的一部分，與其他歐元區國家一樣共用同一種貨幣，貨幣政策的決策權均在於歐洲央行，因此希臘無法透過進行貨幣貶值，大量發行貨幣，來達至償還貸款的目的。

### 希臘選擇性違約機會較大

因此，要不是希臘脫離歐元區，並重新推出本國貨幣，通過大量發行以償還債務，要不是希臘踏上違約之路，作出選擇性違約的決定，而相信後者的機會亦會較大。有消息指，德國政府已經正在推進一項希臘

債務重組計劃，該計劃將涉及強行的、非自願的希臘公共債務重組，並將使債務發生40%至50%的減值，以及強制希臘政府採取新的嚴苛預算措施，但也要要求歐元區成員國幫助希臘銀行進行資本重組；不過，計劃尚未正式提出，也未經歐洲官員討論。

事實上，在多國不斷為希臘債務持續惡化的情況下，歐元區多國共用同一種貨幣以及一個央行，但又同時奉行基本獨立的財政政策的矛盾變得愈來愈明顯。

### 區內多國財政走向統一

可以預期的是，對歐元區來說，持續的貨幣統一將會促進歐元區多國的財政走向統一，因為到了最後，資金將會以不同的方式從財政較強的國家流向財政較弱的國家，要的是以直接的方式，如發行歐元區共同債務，要的是通過援助向較弱國家政府放貸的銀行，間接地向弱國注資，使各個成員國的財政自主受到制約，其實某程度上歐央行以及國際貨幣基金組織要求希臘加大緊縮政策才可獲得援助，已經是在制約希臘的財政政策。而為了應付債務問題，希臘將會繼續處於被動的狀態，財政政策繼續被別人牽着走。

展望本周，希臘債務問題將會繼續成為市場焦點，本週四(29日)德國議會將投票決定是否允許歐洲金融穩定基金在二級市場購買主權債券，並將其規模從目前的2,500億歐元擴充到4,400億歐元，以防止希臘債務問題擴散。不過，即使順利通過，亦只能為金融市場帶來一兩天的提振作用，投資者還是趁反彈出貨為上策。

## 「金九銀十」看中國樓市演變

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
張宏業

最近，筆者從香港某報章上發現「銅九鐵十」新名詞，內容大致是說明內地樓市的「金九銀十」的光環已褪色。步入傳統的九、十月的樓市熱買期，各大城市的秋季房展會和新盤開售場地都冷清開場，縱然樓價有回落跡象，也未能吸引買家趁低吸納，被稱為近年秋季銷情最差的一年。

中國房地產市場正在降溫已在國家統計數據中清楚體現。根據國家統計局於九月中發佈的8月70大中城市房價數據，當月70城市新建商品住宅價格環比下降及持平的城市數量增加較多，顯示中央房地產調控政策累積作用逐漸浮現。同樣重要的是二手住宅價格方面，環比下降和持平城市較上月增加九個。

### 大城市二手房現有價無市

隨着中央對房地產信貸收緊，二手樓市轉靜，大城市的二手房已出現有價無市，小業主如要買房需要降價。但在一手樓盤未大幅減價的情形下，還未出現二手業主砍價局面，市場正在好淡拉鋸中。筆者相信在今年十月中國統計局發佈九月70城市的同樣數據可以更加顯現樓市加速降溫形勢。

「金九銀十」現象的形成是天時人力所造成的。當樓價仍處於低點時，開發商利用中秋和國慶假期集中連銷樓盤，便逐漸形成這個現象。從大城市慢慢推銷到全國性，因為高樓價會將購買力轉到「低水」地方，所以出現了一二三線城市「波浪式」的上漲連環現象。中央和地方政府有所體會，已聯手擴展「限購令」城市至大中小城市，尤其是同期升得最厲害的中小城市，全面防止城市樓價失控。再者，各城的房管部門將業主資料完成「聯網」令他們的投資活動一目了然，杜絕這些熱線往各地不同城市抄賣的可能性。

近幾年，開發商沿用大節日傾銷的形式去買樓，大多收到不俗的效果，但隨着樓價達到高位和大城市空置率嚴重，這種方法需要定時檢討改良。現在的局勢是有能力購房人士大部分已「入市」，未有的根本上不能負擔，而且這些業主已持有二間物業或以上。寂靜的二手樓市令業主轉套現困難，他們不會貿然入市，造成惡性循環促使一手樓市更加不活躍！

### 購房者對住宅要求有所增加

經歷幾年的實戰經驗和收入改善，購房者對住宅的要



圖為重慶市民參觀一公租房小區。

新華社

求有所增加，朝向高質素方向進發，這包括樓宇裝修水平、大廈設施、單位設計、大廈管理質素、建築物位置及四週環境和開發商的售後服務。開發商的高管人員必須力求創新，完善產品質素，安排完整售前後服務，充分進行售前市場研究以確保價錢、面積、戶型、設施等具市場競爭力。中國各大中小城市的房地產發展情形有異，開發商應掌握最新地方市場資料，才可「百戰百勝」。當前開發商面對短期銷售不振的困難局面，不是取得利潤多少，而是能否套現求存，有膽量定下實在的降價水平才是現在的決勝甚至生存之道！

香港股市正刮起一股內房股淡風，普遍大型內房開發商的股票價錢已從高位下跌40-50%，這個跌勢遠比樓市下降情形嚴重。但大眾股民不宜看得太淡，因房地產始終是國民熱衷的投資工具之一，剛性需求仍然存在，只不過是經濟週期的影響出現短期調整而已。一些開發商早前積極分散投資，將資金投入辦公室、商場、酒店、物流方面，並已佔了總資產和年收入額可觀比重，股民應待內房股穩定後，細心考量各公司的管理團隊質素、投資物業分配及比重和其住宅價格取價態度是否合時，然後選擇吸入優質的再待下次經濟週期的上升。

最後，筆者借看完影片的感受與各大開發商老闆和高管人員共勉！名導演活地亞倫最新的作品是「情迷午夜巴黎」，故事以倒楣的作家午夜夜夜空為題材，道出他寧願不回到法國最光輝的九十年代和法國大革命時代，但選擇留在現代的巴黎，「活在當下」地享受現在所有的。開發商不應沉醉於以往的「暴利」年代，切切實實地回到今天和未來的處境，想在大型形勢之前以保持公司的長遠競爭力！

## 市場波幅添變數 入市宜謹慎

中銀國際金融產品部執行董事  
雷裕武

恆指上週累跌逾1,700點，權證市場持續活躍，藍籌股份全線下滑，不少相關權證的引伸波幅大幅抽升，令窩輪價格大幅波動。筆者上週提及，正股價格和波幅均屬窩輪定價的重要因素，目前兩者都已變得非常波動，投資者入市時必須非常謹慎。

近年隨着有關波幅的介紹和評論不斷增加，現時不少稍有經驗的權證投資者，對引伸波幅的概念和應用有多些了解，並以此找尋潛在的投資機會。部分市場「專家」指，倘若比較一些條款相近的權證，波幅高低可反映價格平貴的指標；然而，若把這關係奉為必然定律，似乎又不太恰當。讓筆者透過一個簡單例子說明箇中因由。

### 正股和波幅去向不容忽視

假設某熱門權證過往6個月的平均成交價為10,000元，其中現有單位以9,000元求售，這是否代表一個適當的入市時機呢？作為精明的消費者，當然不會單憑價格高低來決定入市與否。樓價下跌對消費者當然吸引，但他首先要對這樓盤的地點、間隔及設施有興趣，更重要的是看好後市表現，否則，即使價格再低也未必值得入市。同一道理，投資者在買入窩輪前，不應只留意目前引伸波幅是否吸引，正股和波幅的未來去向亦不容忽視。

從以上的例子可見，價格高低不應是投資者考慮入市的唯一因素。倘若按照過往平均成交價10,000元為市場標準，現價9,000元看似頗為吸引，但投資者需留意，所有過往成交價都是「過去式」，只能作為參考，對未來樓宇價格的走勢並無任何保證，最要緊的還是整個投資氣氛的發展以及後市的預期走勢。

倘若投資氣氛有跡象轉壞，即使現價9,000元較過往平均價為低，也未必是一個精明的投資決定，正如「低處未算低」的道理。相反，倘若現價為10,500元，雖然稍高於過往成交價，我們亦不能妄下定論，認為價格不合理。一如在90年代樓市高峰時期，許多單位造價持續創出新



恆指上週累跌逾1,700點，權證市場持續活躍，令窩輪價格大幅波動。

法新社

高，差不多任何時間買入都能獲利，故此，即使價格較高的權證也有很多捧場客。說到底，最後買賣價是由市場的供求決定，應可直接反映市場的實際情況。

不用多說，引伸波幅的短期走勢對權證價值絕對是舉足輕重。那麼，正股的歷史波幅的重要性是否完全被比下去？我們又可以如何理解歷史波幅與引伸波幅的關係？其實，正股的歷史波幅甚具參考價值，正如某樓盤的過往成交價是5,000元抑或10,000元，就已帶來很大的指標作用，投資者至少知道，這是屬於普通屋苑或豪宅級數，以及是否適合自己參與的界別。

### 駕馭波幅轉變絕對是藝術

此外，我們可預計同一樓盤過往3個月的平均成交價，跟6個月或9個月的可能會出現頗大差距，投資者在考慮買賣前應如何善用這些數據？這猶如窩輪投資者如何靈活運用10日、30日或60日的歷史波幅去分析正股的波幅走勢，及適切地跟引伸波幅作比較。一般而言，數據觀察期愈長，其平均數值便會愈見平穩。事實上，駕馭波幅的轉變絕對是一門藝術，並無特定公式可從，也沒有對錯之分，但透過不斷觀摩學習，在錯誤中汲取教訓，必定成功在望。

筆者在此提醒散戶，引伸波幅是重要的分析數據，坊間一般認為數值越低越好，然而其穩定性或更為重要，當然，投資者也應考慮其他數據如權證的有效槓桿比率、街貨量或發行人開價的積極性，作綜合分析。

## 離岸人民幣投資風險增大

路透專欄撰稿人

顧蔚

熱點透視

中國離岸人民幣市場的投資受到當頭一棒。香港交易的人民幣/美元在9月23日急劇下挫；儘管在岸人民幣匯率由於受到當局資本管制的保護，而繼續維持穩定。投資者此前很可能想不到人民幣也會像其他亞洲貨幣那樣，遭遇資本外流的重創。

這可能為迅速發展的離岸人民幣市場兜頭潑下一盆



投資者應當以此提醒自己，中國的資本管制依然強大，離岸人民幣投資比在岸交易的風險大得多。

新華社

冷水。在香港市場交易的離岸人民幣/美元匯率跌至6.56，較在岸匯率折價達到2.6%。通常而言，人民幣離岸匯率要高於在岸匯率，因為在岸人民幣不可自由兌換。希望押注中國當局實施有管理的本幣升值的投資者，會選擇在香港市場積極買入離岸人民幣。

不僅僅是離岸/在岸匯率對比發生轉變，而且中國政府仿效巴西和韓國，干預市場維護本幣匯率的可能性也微乎其微。畢竟中國已經在保護境內人民幣匯率。人民幣離岸匯率在過去兩天中的跌幅，看來比韓元與台幣等許多其他亞洲貨幣還要大。

直到目前，離岸市場的擴張非常迅速。根據匯豐的數據，今年人民幣計價債券發行量已達到去年全年的三倍，儘管收益率普遍低於同類的美國債券。投資者一直指望著人民幣升值能提高其投資收益，並相信人民幣匯率會一直漲下去。

### 規模太小 資本管制機會大

隨着離岸人民幣持有者意識到，中國政府無意在危機中為他們提供重要的流動性，該市場的擴張腳步可能會有所放慢。海外人民幣市場規模太小，很難影響到龐大得多的境內市場。香港的離岸人民幣交易充其量不過是一項試驗，評估取消資本管制對匯率有何影響。投資者應當以此提醒自己，中國的資本管制依然強大，離岸人民幣投資比在岸交易的風險大得多。