

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

樓市落藥不可停 防止升勢「失控」

記得筆者自開始向欄目投稿時，時刻都在關注本地樓價走勢，並數次預料價格會見頂向下，但都沒有應驗！樓價只會短期止升後再回力向上，幾年來仍然保持強勢。為了迫使「炒家」離場，特區政府推出SSD（額外印花稅）去大幅增加交易成本，這招已收到預期效果令「炒家」沉寂一段時間，但同時使市場的盤源立即萎縮。

在新政府上台前，本港樓市的確出現交易量趨淡但樓價較平穩情形，主要原因是買家離開戰線靜觀政府推出何種長遠政策。不過「事與願違」，新特首上任後表明沒有打壓意圖，強調不會將私樓樓價拉低去遷就市民購買力，寧願用增加供應量途徑去平抑上升中的樓價。再者特區政府又於7月16日宣布在明年起每年准許5,000名白表居屋申請人可以免補地價購買二手居屋，目標正是月入3萬元以下家庭及屬首次置業人士。

既然上任特區政府沒有將房屋政策把關，使過去二年和未來三年的新樓供應量只是錄得年量萬個左右，這同過去二十年的平均數超過二萬個相差一半，短期供應量不足是不可能立刻改善，利好樓價的經濟因素如利息偏低、失業率不高和市民樓按比例合理即時推高樓價。讀者參考中原城市領先指數(CCL)最近已升高見歷史性的107.18，即平

均樓價已超越97年逾7%；自年初起同一指數已勁升13%並有持續上升情形。

綜觀各方面的數據，不難結論出最新升浪是由本地用家帶動的。從某大龍頭代理商的成交資料分析可見幾個月樓宇交易宗數中內地投資者比例大幅降低，這主要是得力於SSD政策實施和銀行收緊非本地居民樓宇按揭政策。從政府統計署數字顯示本地人口老化平均年齡40歲，中年人經濟基礎穩固並多已擁有自住的居所，他們自然地衍生出第二套房需求作為長期投資出租，家人/親屬居住或改善居住環境之用。

眼見新政府未能短期「出招」拉低樓價，他們積極入市推高樓價，又加上SSD開收使市場樓盤減少，造成現時樓價「愈升愈有」的現象，而且已蔓延到各種價錢的物業中；近期的居屋價格創新高，更瘋狂的是本港豪

宅升至亞洲區前列。這次升浪已明確表達出市民強烈感受到本港樓市短期上升格局已確立，問題是特區政府如何去打破這個信念呢？

特區政府應該明白如再容許樓價再大幅上升，這問題愈遲處理更難解決，房屋政策必須包含長中短期三個層次。短期措施是以行政手段令樓市迅速降溫，如延長SSD期限，收緊第二套房屋抵押政策如增加房貸利率和減低樓按比例、降低非本地居民豪宅抵押成數等等。但這些短期措施只能收到即時降溫作用，不會效力長久，如果沒有有效制訂中長期房屋政策，市民會走回舊路再憧憬樓價仍會上升。這種止升後再強力反彈其實在上任政府數次「落藥」後已體現出來，現任政府應汲取教訓去徹底理順。

在宣布短期降溫方案同時，特區政府立刻推動房屋政策檢討小組制定十年房屋政策，去重訂公私營房屋的佔比和建造時間表；優先幫助基層市民置業包括建屋目標具體實施方案和幫助市民上樓具體財務政策，訂下目標取締「劏房」，幫助「劏房」住戶如何租用公私營房屋，如何加快五年內樓宇供應量，使短期應市的私樓量由原來預計的年產萬個



圖為香港西環樓群。加大至約二萬個以上。如果市民真的有可能「上車」，她們便不會太過急去搶購物業。

當然去解決本地房屋問題的終極方法是持續增加土地供應量。可行的七大渠道包括填海、舊區重建、更改土地用途、強制徵收私人土地、發展岩洞、改建前石礦場及更長遠的深港邊界融合方案。這幾項政策是涉及多部門工作，多社會/地區階層協調，多層面法律問題，眾多技術問題和中港兩地政府的有效配搭協調，實在費上整個特區政府和各

九月九日是新一屆立法會選舉。期望市民可以以神聖二票去選出新任立法會議員，可以跟特區政府共同協作去創造出更加和諧的社會，而社會和諧是建基於良好房屋政策上。今天立法會議員花太多時間在內耗上，反而討論民生時間太少。建立美好特區有賴特區政府與新屆立法會議員們攜手合作，使市民安居樂業。

炒貨幣寬鬆 貴金屬跑贏股票

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

觀察過去兩次，聯儲局推出量寬對經濟之刺激作用，出現邊際遞減的跡象，再次放寬貨幣政策，未必能作為目前經濟之靈丹妙藥，當局推出量寬機會實為不大，然而，聯儲局主席伯南克於上週五（31日）的央行年會上發表之演說，似乎是為着推出刺激經濟措施而鋪路。

伯南克雖然未有演說中明確表明推出新的刺激經濟措施，但卻不斷強調過去兩次推出量寬對經濟之成效，又重申若經濟復甦動力不足，不排除採取進一步行動。

伯南克在演講中，引用多個數據模型，如第一及第二輪量寬對壓低美國國債債息之效用，以及對美國GDP增長及就業職位之正面影響，試圖說服外界聯儲局所推行之量寬措施是非常有效，以至推出新一輪的量寬對經濟復甦有着一定的成本效益，因此，在目前經濟復甦非常令人不滿意的情况下，聯儲局推出新一輪量寬措施亦是可行的選擇之一。

由於2008年金融海嘯期間，各國央行聯手出招成功令環球經濟快速反彈，使市場將經濟轉差及央行出招聯繫起來；每當有跡象顯示經濟惡化，投資者對央行出招救市的預期便會升溫，繼而推升股市商品，因此，伯南克如此強調量寬的正面作用之言論，使市場對聯儲局於下月之議息

會議上進一步放寬貨幣政策之預期增加，當日風險資產亦一如以往上揚。

「放水」對實體經濟幫助有限

不過，細看各類資產變動，似乎反映出市場開始就放寬貨幣政策對經濟之效用，抱着懷疑的態度；歐美股市當日升幅明顯遜於貴金屬價格，美股尾段更有回落跡象。由於金價升跌主要受投資者對貨幣政策之預期影響，經濟對其之影響較低，相反則受兩者影響，因此，金價表現較股市為佳，似乎反映出投資者雖然預期聯儲局很可能進一步放寬貨幣政策，但措施對實體經濟幫助未必太大，使股市升幅不如金價。

由此看來，無論9月份央行聯手放水行動會否成真，在歐央行及聯儲局議息舉行前，在央行不停出口術之前提下，市場只會繼續炒作貨幣政策預期，若投資貴金屬與股市兩者選一，短線而言，似乎以炒作貴金屬有着較佳回報。

話說回頭，即使伯南克繼續出口術，維持市場對量寬之預期，但筆者仍認為聯儲局推出量寬措施乃市場一廂情願居多。美國總統大選選期逐步逼近，為求穩定，國家推出重要經濟措施的機會率應愈低，加上聯儲局政治中立之名義，聯儲局於總統大選前按兵不動的概率較大，市場對聯儲局推出量寬的憧憬未必成真，一旦預期落空，資產或會打回原形。

德國憲法院裁決惹關注

AMTD尚萊財策劃董事兼行政總裁
曾慶瑛

歐洲央行行長德拉吉宣佈為專心於9月6日舉行的歐洲央行議息會議，缺席一年一度在美國懷俄明州Jackson Hole舉行的銀行家年會。同時，他急切地等待德國憲法院於9月12日對歐洲穩定性機制（ESM）的判決，以及公佈歐洲央行九月份報告等。這些都令投資者認為德拉吉可能下個月便宣佈購買歐債計劃；而德國總理默克爾在上週四訪問中國亦被視為尋求中國購買歐債之舉。

我們可以從多個維度了解中德關係。德國需要中國市場和中國政府資金購買德國和歐洲債券。7,500多家德國企業在內地總投資額超過185億美元。2011年雙邊貿易更是超過了1,690億美元，佔中歐貿易總量30%，但是相比貿易重要得多的是讓中國投資並持有其債券（特別對德國而言）。中國對EFSF債券的需求，在穩定歐元區中所扮演角色尤其重要。

默克爾訪華成果舉足輕重

默克爾訪華的成果有機會左右9月12日德國憲法院就德國原告提出的決定，即成立ESM的立法決定違反了德國基本法的意見而作出裁決。如果裁決成立，那麼憲法院將要求總理拒絕在ESM條約上簽字。由於此關係各國利益，各方集團均對即

將到來的裁決十分關注。一方面，投資者擔心德國法院將反對ESM的立法，導致他們的投資或將帶來損失。另一方面，部分歐洲國家納稅人擔心，眼見自己國家經濟狀況仍然堅挺，憲法院的裁決會容許歐元區債務社會化，投資者的損失將由納稅人來承擔。

德國原告代表了整個德國政壇，包括左翼黨、基督教社會聯盟議員高威勒（Peter Gauweiler）和前總理施羅德的社會民主黨政府司法部長道勒-格梅林（Herta Daubler-Gmelin），後者更是收集了數萬人的簽名支持。還有一群退休經濟學家和法律學教授，以及另外一批「普通」公民，後者的抱怨被德國憲法院採納為參考例示。

現時西班牙的情況最不容樂觀，其自治省Catalonia正式要求救援，導致西班牙可能向歐盟要求全面救贖。而上周四意大利拍賣國債的反應可進一步了解投資者情緒。

沒人知道德國憲法院將如何裁決。大部分觀察者認為德國憲法院不可能反對ESM條約，但許多人預期最後判決將要求ESM條約進一步作出修改，或者要求德國總理必須在滿足一定條件才能簽字。考慮到德國憲法院不為游說和請願所動，歐盟的唯一基石只能是法治精神。若果當權者可以在每一個案例中破壞歐盟規則，那麼歐盟將永遠不可能保持和平及繁榮穩定。

股證發行人賺錢靠管理風險

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

在過往的投資講座中，投資者最有趣知道的，除了市況分析，以及投資產品應用實例以外，筆者也經常被問及，到底發行人如何獲利？業務是否只賺不虧？而利潤又是與否與產品發售量或定價直接掛鉤？

在剖析產品發行人如何賺錢前，讓筆者先澄清一些市場流傳已久的誤解。許多投資者以為權證溢價就是發行人的利潤，溢價愈高，自然代表利潤愈豐，事實並非如此。發行人「出輪」並非為求賺取窩輪溢價，真正的利潤取決於他們風險管理的技術。發行人賣出權證後，往往需要買入其他衍生工具作對沖，當中也要付出溢價，這溢價差額（往往只有數個百分點）若能抵銷發行人權證的整個壽命期中所有對沖成本，剩下的便是大家所關心的利潤。當然，發行人也可能因為市場波動或風險管理不善而招致損失。

對沖過程涉大量數學程式

對沖過程涉及大量數學程式，並非三言兩語能說清楚。簡單來說，發行權證並非一門「印銀紙」生意，賺錢與否，跟發行商的風險管理技術有密切關係。大部分發行人均以投資組合形式來管理風險，組合內包括很多不同形式的衍生工具，如股票期權、股票掛鉤產品ELI、認股權證和正股等，各有不同的風險程度，從而產生互相制衡的對沖功能。

發行人如以買賣正股來對沖權證風險，普遍運用「高買低賣」（buy high sell low）策略，即是正

股上升時要追貨平倉，正股急跌時則要沽貨平倉，因此發行人對沖風險也要付出一定的成本。而每日的盈利表現，將會跟整個投資組合的表現掛鉤，換言之，發行人難以單從個別產品表現來進貢整體盈利。

基本上，發行人的主要着眼點是捕捉波幅轉變，最終希望可以在波幅變化上做到「低買高賣」，有別於一般投資者所關心的資產價格升跌。舉例來說，發行人一般會是在引伸波幅漸趨便宜時進行回購，直到引伸波幅上漲至偏高水平時，便轉為沽售。只要發行人為已沽出的權證做好風險管理，其後，無論正股價格是升是跌，對他們的賺錢也沒有太大關係。

投資者需要注意，倘若他們只是單邊買升或買跌，而沒有進行相關的對沖活動，他們便不應以引伸波幅作為唯一的考慮因素，其他數據如有效槓桿比率或行使價也許更為重要。對發行人或專業投資者來說，他們往往會在股證的有效期內，進行持續性的對沖活動，在這情況下，引伸波幅的高低便起了決定性作用。

一般而言，信譽良好的發行人會積極地為已發行的權證提供流通量，讓投資者能隨時在公平、合理的情況下進行買賣，要知道，發行人若能提供良好的流通量，自然大大提升投資者對於商譽品牌的信心。事實上，要貫徹始終地為權證提供流通量，是需要一定的成本，只有對未來市場發展有承擔的發行人才會貫徹地執行。這也是投資者選擇權證時不能忽略的要點之一。散戶應多留意不同發行人的報價往績和實力，或可從中對他們未來的報價表現取得一點啟示。

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。

經濟低迷 債券有機會

時富金融策略師
黎智凱

歐美經濟持續疲憊不堪。歐洲央行行長德拉吉缺席央行年會的消息一度引發市場無限遐想，猜測其可能在周四將舉行議息會議上宣佈一些重要舉措。雖然德國央行行長魏德曼威脅一旦重啟買債計劃便會辭職，但市場仍然期待歐央行行長德拉吉將履行承諾。「超級馬里奧」是否會在本周會議上就兌現其承諾，市場將拭目以待。

8月份A股連續創出三年多的新高，投資虧損慘重，行情嚴重影響着投資者的心理。是該抄底股票，但何時才是底部？還是投資黃金、外匯呢？

經濟探底 股市難有表現

筆者認為，未來實體經濟仍處在下行探底之中，股市短期之內難有表現，而中國貨幣政策仍將趨於寬鬆，無論是降息還是降准，都有利於導致債券收益率曲線的下行，都利好債市。投資債券是當下穩妥投資的首選。加上香港銀行對非港居民開放人民幣業務，這給內地居民投資債券等低風險產品帶來便利和機遇。

8月份，債券市場保持較好地動態行情。數據顯示，8月30日，國債收益率曲線1年期、5年期分別為2.66%和

3.09%，比7月末分別上漲36個BP和23個BP；央票收益率曲線1、3年期收益率分別為2.94%、3.06%。債券市場正以較快速度在向前推進。大家都知道，債券市場之所以能夠支持實體經濟的快速發展，是由於債券市場能夠迅速聚集大量閒散資金，引導社會儲蓄轉化為長期投資，發揮為實體經濟輸血的功能。

債券作為投資工具其特徵：安全性高，收益高於銀行存款，流動性強。

在筆者看來，債券最根本的特性在於按期付息和到期償還本金，債券投資收益可提前計算且穩定，正常情況下持有到期，虧錢的機會很小。作為債券投資者也不用擔心資金流動性的問題，因為我國目前交易所掛牌的債券實行的是T+0回轉交易，T+1交收，即當天買入的證券，當天就可以賣出，交易資金第二天就會到證券資金賬戶。

筆者認為，由於當前內地股市低迷，全球與內地經濟均面臨下行的風險，未來貨幣政策和財政政策將趨於積極，從而促使流動性環境不斷改善以推動實體經濟復甦。而根據美林投資時鐘理論，在復甦階段，經濟刺激政策發揮作用，GDP增長率加速，企業盈利大幅上升。這個階段是股權投資者的「黃金時期」，債券類資產收益率可能會在一個相對較長的時間內具有相對吸引力。從中期來看，債券類資產都是較好的投資標的。

科技提升企業競爭力

筆友達東集團主席
謝松發

最近發佈的全球1,700名行政總裁的調查報告指出，未來三至五年內「科技」將是最影響全球企業的首要外在因素，較之兩年前「科技」只排名第三，今年已超越經濟及市場對企業的影響力了。

相信很多人也同意科技近年的影響力，但將科技排名於經濟之上也是一個頗意外的結果，生意人會明白經濟往往影響整體營商環境，而科技有甚麼值得憂慮呢？

首先，科技進步讓顧客隨時隨地接觸到多方資訊，他們不易被商家打動，他們知道的遠遠比商家預期的多，例子有新產品不同型號的功能及特色，汽車及手機等產品資訊往往由於過於流通，而令商家再無法單方面主動控制何時推出那種型號，倘若商家的積存舊款的話，就會更難於以正常價位銷售存貨。

成功的商家就用多個渠道與顧客保持緊密的溝通，除了掌握顧客脈搏之外，更進一步轉化為商機。以往慣常以電話語音系統去拖延顧客的查詢或投訴，現在更多是公開而即時的應對顧客，因為科技讓溝通變得無障礙及遠至海外國家，墨守成規的商家就會輸掉顧客。

墨守成規只會輸掉顧客

第二，員工要面對更強的顧客，也需要賦予更大的權力去應對，社交平台就提供了大量廿四小時無遠弗屆的溝通機會，即使是真正的面對面，員工也需充足的科技配備去滿足顧客，以即時處理訂單及物流管理的流動系統，取代傳統的銷售模式。

由此可見企業均面對一個要提升科技配備的壓力，這絕非豪花一大筆投資就可解決，持續性也是非常重要。所以該報告也建議企業不妨以夥伴形式結合外界科技力量，這可以有助有效地提升科技水平，增加競爭力。