

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

聯儲局推量寬 樓價金價料續升

繼歐央行宣布推出無上限的買債計劃後，聯儲局亦於上周的議息會議上，宣布推出新一輪的刺激經濟措施，市場憧憬已久的第三輪量寬政策終於出台。

在是次推出的經濟刺激措施當中，聯儲局決定延續沽短債買長債的扭曲操作及延長低息環境至2015年中，並會從9月15日開始，每月購買400億美元按揭證券（MBS），藉以壓低按揭息率刺激樓市復甦。

雖然以每月的買債金額計算，其規模比早前推出的QE1及QE2為低，但聯儲局表明措施將會無限期延續，直到就業市場有明顯改善為止，因此，這可視為量寬措施的「無限版」。

然而，經過兩輪量寬措施後，措施對經濟的刺激作用將會產生邊際遞減的情況，再加上目前銀行體系並不缺乏流動性，只是銀行業在經濟前景不明朗的情況下，收緊借貸條件。另一方面，企

業亦不願借錢投資，因此，聯儲局再推量寬措施，似乎不是以放水的方式直接刺激經濟，反而是預期管理的手段，以增強企業信心，從而間接地刺激經濟。

聯儲局不設限期地放水，顯示出不到黃河心不死的決心，再加上低息環境不論經濟有否回復正常增長，仍會維持至2015年中的承諾，令企業無需憂慮資金投入後，經濟好轉時利率上升，令投資成本急增，從而更放膽借貸及投資，激活經濟。

然而，一旦企業的接受風險意願增強，繼而增加借貸投資，在大量便宜資金流出市場的情況下，導致商品價格急升，這將會推高通脹，蠶食貨幣的購買力。而由於港元與美元掛鈎，因此，

港元的購買力將會隨美元下跌，事實上，觀乎過去兩次量寬措施推行時，資產價格的表現，便可以看出其影響。

QE1於2008年11月開始推行，QE2則於2011年6月結束，在這段期間，美匯指數由約87的水平回落至約75的水平，跌幅約14%，而同期金價則由約750美元升至約1,530美元的水平，升幅超過一倍，至於反映香港樓價的中原城市領先指數亦由約57升至99，升幅逾7成。

從上述的數字可見，量寬措施對美元及港元購買力的蠶食能力很強，而QE1的規模約為1.7萬億美元，QE2則是6,000億美元，若今次量寬措施的規模與兩者總規模相若，可以預期美匯指數是在次量寬措施推行期間，下跌逾一成並非出奇之事，而樓價及金價由於基數已大，或未必能再有如此驚人的升幅，但兩三成的升幅，仍然是大概率的事情。



■聯儲局於上周的議息會議上，宣布推出新一輪的刺激經濟措施，市場憧憬已久的第三輪量寬政策終於出台。路透社

羅姆尼預算方案將增失業率

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

美國總統大選於今年11月舉行，筆者認為美國總統奧巴馬會連任。美國現時正受多重赤字困擾，包括財政赤字、就業赤字、公共投資赤字等。共和黨總統候選人羅姆尼及其競選搭檔保羅萊恩所拋出的預算方案或可減少財政赤字，但將增加失業率和減少公共投資。然而，羅姆尼並沒有提出如何減赤的細節，但他的大方向是：向富人減稅和大量削減非防務支出。

上周，美國前總統克林頓在民主黨大會上發表了有說服力的演說，談到以下的問題，讀者值得一看：美國在過去30個月創造了700萬私人部門職位，但仍面臨高企的失業率。當中，勞動參與率更創歷史低點。美國需要增加1,100萬個就業崗位才能回到危機前的就業水平。

削減政府支出妨礙就業創造

以當前經濟復甦速度計算，這意味着需要再多八年的時間。持續高失業讓高技能人才流失，損害了經濟增長潛力。當市場需求疲弱導致經濟低迷時，削減政府支出就會增加失業。事實上，美聯儲主席伯南克在Jackson Hole的年會上警告說，削減政府支出將極大地妨礙就業創造。

羅姆尼並沒有清楚列出哪些方面的支出將被削減，但承諾在2016年將聯邦支出削減5000億美元以上，並在此以後將其限制在GDP的20%以下。在2013年削減5%的非防務自由裁量支出，不會出台更多旨在創造就業機會的暫時性財政措施。

追加減稅只是改變稅基結構

但他將延長小布什的減稅計劃，同時追加削減20%的全面所得稅率，並把公司稅率從35%降至25%，以此幫助經濟擺脫財政懸崖。但即使這些政策獲得了落實，其短期就業創造效應也將十分有限。如果羅姆尼的追加減



■分析認為，共和黨總統候選人羅姆尼所拋出的預算方案或可減少財政赤字，但將增加失業率和減少公共投資。法新社

稅計劃如他承諾那樣，發生變化的將只是稅基結構，而稅收佔GDP總比重不會有大幅改善。

他的計劃還將擴大公共投資赤字。如果防務支出將保持GDP的4%，55歲及以上人群的社保和醫保也不會改變，這意味着在未來十年期間，50%以上的政府支出將不會動用。為了將聯邦支出壓制20%的限制以下，其他方面的支出將削減：當中包括教育、基礎設施和研究，這三大領域的支出是經濟增長和高收入職位創造的基礎。

「其他方面」還包括援助低收入家庭的支出計劃，例如食品券、助學金和醫療補助。預算計劃還將破壞聯邦稅收的轉移系統，從而惡化嚴重的收入不平等，助長貧窮而腐蝕美國未來的生產力。羅姆尼並沒有給出其赤字削減計劃的細節。但是，根據他所披露的內容，他的計劃將增加投資赤字和就業赤字，給未來經濟增長和繁榮帶來不良影響。

「點石成金」新手勿試

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕武

前文提及，投資末日權證涉及極大風險，當中尤以價外條款為基，但遇上大升市時，其爆炸力則非同小可。上周環球股市受QE3出台刺激而大升，在一周10大輪證升幅榜中，其中有9隻權證在不足1個月內到期，升幅最大的累升逾940%，即使第10位也累升近600%。

事實上，這類仙輪一直有一批忠心的捧場客，他們深信這是以小博大的最佳途徑，只要成功捕捉時機，便有機會在短時間內賺取極高回報，就讓我們進一步探討當中的底蘊。

行使機會極低賭博成分甚高

所謂仙輪，其實是指一些極度價外窩輪，可被行使的機會極低，因此，嚴格來說，不屬於短線投資，由於賭博成分甚高，視為投機策略可能較為合適。這類仙輪價格甚低，僅有價值全為時間值，投資者只是買入一個機會，期望窩輪能在到期前轉為價內，從而賺取較高回報。

買賣此類權證的背後動機，相信不難明白，由於仙輪的基數較低，因此只要輪價稍有波動，投資者的回報百分比便非常可觀。以1仙窩輪為例，只要每升1格（即0.1仙），便代表10%的利潤，只要正股突然轉勢，仙輪持有人絕對有機會在短期內將資金「翻一番」，甚至「翻數番」。

讓我們透過近期的一個實例來說明「點石成金」的威力。港交所（0388）過去數月一直受負面消息拖累，股價反覆偏軟，曾跌近100元心理關口，不少9月底到期、行使價110元的條款最低曾試過1仙淨沽出，正當市場預期該等權證將會在到期前完全失去價值，美聯儲局上周推出第三輪QE3，帶動港股價量齊升，刺激港交所股價大追落後，甚至在短時間內升破行使價，令該權證在短短一周內最高升至8仙，升幅達720%，爆炸力實在不言而喻。

話雖如此，筆者並不鼓勵投資者積極參與仙輪買賣，成功例子固然存在，但畢竟只是鳳毛麟角。簡單來說，「炒仙輪」的投機性質極高，以認購證為例，即使正股轉勢大升，但若在到期前未能突破行使價水平，仍是一文不值，故此，當中涉及的投資風險非常大，投資新手應盡量避免沾手。

須有全軍覆沒準備 應嚴控注碼

我們或許知道，仙輪買賣有別於一般權證投資，到



■圖為港交所大堂。資料圖片

底有甚麼地方需要注意？首先亦是最重要的，投資者必須有全軍覆沒的心理準備。始終，仙輪買賣的賭博成分甚高，投資者應控制注碼，切勿因價格低微而投放過量資金，令整體風險大升。當然，在個別情況下，投資者視為小本投機的玩意，或許不需太過着意止蝕，主要是等待正股在到期前來一次大突破，需要有豁出去的心態。

此外，投資者對相關正股表現也應有強烈看法，因為最終成功「中獎」與否，與此有莫大關係。雖說「點石成金」存在一定的難度，運氣看似較客觀分析重要，但投資者若能緊貼市況，並仔細分析，不難發掘到一些勝算較高的機會可以一試，一般而言，投資者或可留意在大市即將轉勢，或一些預計即將有消息公佈的股份。

距離到期日的長短對仙輪的表現也有密切關係。年期較長的仙輪較年期較短的可取，原因是年期較長的條款，代表可出現的變數較多，包括權證進入價內的機會率。倘若權證投資期快將屆滿，正股仍在低位徘徊，未能升回行使價以上，權證最終將會失去所有價值。

最後，要留意的是，發行商並不會擔保最後會以任何價格收回股證，這將要取決於權證本身的價值，只要正股價格未能升破窩輪行使價，該認購輪仍會在到期時失去價值。（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。）

「十二五」金融改革 期待利率市場化

時富金融策略師
黎智凱

「十二五」金融改革規劃即將發佈，將涉及利率市場化、匯率市場化、人民幣國際化等諸多層面變革；將涉及間接融資及直接融資等金融結構方面改革；在金融組織結構上，涉及微型金融組織的發展問題；在宏觀審慎和微觀金融監管方面，將涉及構建宏觀審慎管理政策框架等問題。

筆者一直認為金融服務的作用在於盤活社會資本，最終服務於實體經濟。隨着內地經濟增長下滑，工資及原料成本上漲，貧富差距拉大，各方面都反映內地經濟之不可持續性，來年可謂進入了經濟結構轉型的關鍵時期，而筆者相信金融將會於內地經濟轉型的路途扮演重要角色。

一直以為利率市場化是中國金融界長期關注的熱點問題。關於「十二五」金融改革，涉及方面是多方面的，下面筆者僅從利率市場化談一下自己的觀點。

冀資金流向和配置不斷優化

為什麼要推進利率市場化改革？在筆者看來，所謂利率市場化是指金融機構在貨幣市場經營融資的利率水平，它是由市場供求來決定，包括利率決定、利率傳導、利率結構和利率管理的市場化。利率市場化可以發揮市場配置資源作用的一個重要方面，利率作為非常重要的資金價格，應該在市場有效配置資源過程中起基礎性調節作用，實現資金流向和配置的不斷優化。如果進行利率管制將導致金融抑制，導致利率遠遠低於市場均衡水平，資金將

無法得到有效配置，金融機構與企業行為將會發生扭曲。

其次，利率市場化也反映客戶有選擇權。金融機構的客戶既有居民，企業，還有各種各樣的其他實體。這些客戶在市場中有選擇權，他們對金融機構提供的服務和價格，可以表示滿意或不滿意，可以選擇這家或那家，也可以選擇不同價格的類似金融產品作為替代。

最終要達到確立市場定價權

如何推進利率市場化？筆者認為，要有實現正當公平的競爭主體，要考慮逐步放開替代性金融產品的價格，要大力加強對客戶的宣傳教育，最後要進一步確立市場定價權，使金融機構進一步增強風險定價的能力。要為金融機構實現財務硬約束和自主經營、自擔風險提供正向激勵機制，更好地推動利率市場化。

總之，要有規劃、有步驟、堅定不移地推進利率市場化改革。穩步推進利率市場化改革，完善以市場供求為基礎的有管理的浮動匯率制度，改進外匯儲備經營管理，逐步實現人民幣資本項目可兌換。



■圖為內地交通銀行分行。資料圖片

「銀髮地產」大有可為？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

根據國家計生委的統計和預測，中國正面對人口快速老化的嚴重挑戰。預料到2050年，全國老年人口（即滿65周歲）總量將超過4億，佔總人口約24.4%。在2010年，全國老年人口只佔上8.9%，即未來40年間，全國老年人口急速上升15.5%。再者，科學技術上升和醫療水平提高使國家人均壽命不斷延長，社會生活節奏的不斷加快，使許多年輕人因工作及升學而遠離父母，導致「空巢」老人逐年增多。從主觀因素去考量，「銀髮地產」是未來房屋的一個主要需求源。

需求量大料保年增長10%高水平

剛剛經過了「黃金十年」，中國主要城市的商品住宅馬上進入另外的光輝十年，但房產專家大都預計傳統的住宅開發大概還有15-20年的時間可以做大，當大部分家庭雙方家裡都已有房子後，市場需求自然會大幅減少而步入自然需求期。在2011-2020年十年間，國家和各大主要省份的GDP仍會保持平穩增長，各地的福利保障、福利水平不斷提高，到2020年老年住宅逐漸成為消費主題，預計十年內養老產業會出現井噴現象，需求量能保持年增長10%的高水平。

既然未來有大機遇，大家應該仔細研究「老年房產」市場，決定如何去投資呢？目前內地養老地產成功營運的案例較少，主要有以下幾大問題。首先是老年人較難成功借錢去購房。國內銀行因擔心老年人的還款能力較差，而且因年齡高原因供借款年期受影響，大都不願意提供抵押服務給「銀髮一族」。

另外，國家還未有專項提供「安老按揭」，即是高齡業主可以利用自住物業去抵押。香港的「安老按揭計劃」其實可以作為國家推行這個專門抵押服務的藍本。2011年7月，香港按揭證券有限公司聯同七家商業銀行推出首批「安老按揭計劃」。安老按揭是一項貸款安排，老年業主利用在香港的自住物業作為抵押品，向參與銀行申請安老按揭貸款，而業主仍可繼續居於該物業直至百年歸老。業主可以於固定年內（10、15或20年）或終生每月取得年金，或支取一筆過貸款。

另外「老年房屋計劃」的建築成本和後續的管理成本都較傳統住宅高，這會減低對開發商和投資商的吸引力。其實這兩項成本偏高的主要原因是發展商開發這種項目的案例太少，未能深入研究如何降低成本，但當養老地產逐漸成為未來房地產的重要組成部分時，隨着案例和單位數目大幅增加後建築和營運成本自然會大幅降低。今天，一些具遠見的開發商如保利、華潤、首創、遠洋、萬科等已成立專門養老地產研發團隊。另外保險公司如泰康人壽、中國人壽也紛紛啟動養老地產項目。

但是養老地產的持續推行必須得到國家和各地方人民政府的大力協助。政府的職能角色主要有兩大方向，即提供合理價格的土地使用權出讓，如傳統住宅一樣可出讓年期70年的養老地產項目土地或在出讓商品住宅土地時加入特定比例的養老地產單位數目，使家庭內幾代人可以於同個屋苑內居住而減少「空巢」老人的問題。另外如推行福利房計劃，根據各個省份老年人的數目和結合地方財政能力，政府可提供財政優惠給開發商和投資者，如建築費用資助和稅費減免，去吸引他們參與地方養老地產項目興建。

後續相關產業鏈商機非常龐大

投資者不應輕視養老產業，後續的相關產業鏈其實非常龐大，如醫療衛生、休閒保健、托管托養、家政服務、文化娛樂、信息諮詢、遺體安葬等等。試想某個地方能吸引一大批養老地產項目成功落戶，這批龐大消費群體可以拉動相關的產業企業進駐，對當地的持續經濟發展有莫大幫助。

開發商更應明白「銀髮地產」與傳統住宅項目的開發模式和運營方法有眾多不相同地方，這必須由養老地產研發團隊專門研究和推行，有機地將居住、醫療、休閒、護理等等服務結合起來，創造低成本及可持續營運的成功案例。當一批項目成功完成和管理時，開發商便可以容易通過各種渠道去融資，如私募基金、房地產信託基金等等。今天養老地產仍處於起步階段，開發商必須通過全面市場研究方可「入市」。人口老化已成為全球未來幾十年共同面對問題，各位持份者、政府和開發商何不結合起來「將危化機」呢？