

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

應對QE3 關注地產泡沫危機

擾攘市場多時，美國聯儲局終於在9月14日宣佈即時實施第三輪量化寬鬆(下稱「QE3」)政策。今期量化寬鬆政策包括下列三項內容：即維持超低息至2015年中，每月向銀行購入多400億美元與按揭有關證券(直至失業率大幅回落至4-5%)和原先的扭曲操作政策不變。這等於說美國政府每月向市場提供850億美元的資金直至失業率達標為限。

根據美聯物業的統計，在QE1及QE2推出後，本地樓價平均累升57%和22%，但QE2對樓市的刺激顯然大不如QE1的影響了。再者兩輪QE是自2009年中起通脹大幅攀升的元兇；自2011年中至2012年首二季，因內地和世界性經濟放緩才將通脹率壓回低水平，但預料新推出的QE3會使通脹情形死灰復燃，負利率情況局面令過剩資金再推向各種投資市場包括黃金、股票、債券、樓宇等等，加速資產「泡沫化」情況。

自從聯繫匯率實施以來，預期的美元持續貶值已大幅拖低港元實質價值，增加香港樓宇對外投資者(尤其內地人士)的吸引力。筆者相信QE3拉升本港樓價的力量比前兩輪的大幅降低，但業主對未來樓價仍然保持上升的預期是可以肯定的，令他們訂價時變得進取。又根據美聯物業的統計數據，今年首8個月本港平均住宅樓價和租金上升逾12%，QE3推出的高通脹後遺症使租金上升情形持續，樓價進入「易升難跌」局面。面對如此嚴峻局面，特區政府和其他持份者怎樣去應付呢？

在QE3宣佈後第一個早上，特區政府公開宣佈針對性一系列收緊樓按措施，主要對付持有多於一項物業按揭和收入非來自香港的中請人，並首次為供款年期設定30

年上限，明顯地新政策不是打擊首次置業和「樓換樓」的本港居民入市。特區政府的果敢迅速行動，表明打壓樓價再上升決心，並宣佈控制樓價是新任政府首要任務，如果政策發揮不到預期效果將繼續「加碼」直至情況受控。

政府短期打壓措施還可包括開徵資產增值稅，加重額外印花稅(包括延長兩年禁售期、劃一累進式稅率或甚至加大稅率等等)，要求金管局向金融機構訂定非自住物業和非本港人士按揭最高最低實際按揭利率(如4-5%或以上)，使現時買樓收租足夠供樓按金額情形逆轉，加強推出其他政策去防止公司名義買家的法律漏洞等等。

在決定推行任何稅種及行政手法前，特區政府需要格外小心評估每項政策的短中長期影響。例如資產增值稅一項，香港素來奉行經濟市場化和自由化，這項稅法肯定是立即收到降溫效果，但會嚴重影響金融中心的形象。另外已舉行的額外印花稅使本港的流通住宅售盤數目大幅減少，令樓價升幅擴大。如果再加重額外印花稅措施，勢必使住宅放盤數量大幅降低，大大不利樓價理性回跌。

反過來說，提高投資和非本地人士的按揭利率超過一般回報率是值得深入研究，因這可助租金回跌而銀行也可享有較高回報去彌補風險。投資者利用公司名義去持有物業是久被社會各階層非議的，政府應進一步分析研究如何防止。今天的特區政府應推出前瞻性政策，而不是事後應付的措施，將情形反客為主，不能太被動了。

社會人士一般都認為地產開發商非常歡迎本港樓價持續上升，並肯定是其中最大得益者，但筆者要為開發商討公道。其實QE政策是令資產泡沫化的同時，也大幅提高樓宇建築成本和土地價格，而發展商只關心是建成樓宇後總售價減去地價和建築成本等的淨額。

今天開售的樓宇的土地是幾年前平價購入的，其利潤是較為豐盛的，但發展商再購入土地和建築樓宇時的總成本已大幅增加使風險提高，這唯有樓價仍持續上升才能賺回。經歷了幾十年開發週期的體驗，本地樓價愈高愈難出售，另外未來回跌風險每天加高，這不是地產界所樂見的。

大家如不是善忘的話，不妨回想97年一些發展商高價投地後要等不少於十年才見到樓價超越總建築成本連合理利潤水平！未來一年開發商去投地時要格外小



圖為九龍區大型私人屋苑之一的匯景花園。

心評估自身現金流情形，計算每塊土地的合適開發模式和總成本，得充足了解其回報和風險兩者成正比才「去馬」。

未來兩年，因為私樓供應量仍未恢復正常水平，樓價仍會「易升難跌」，希望各界人士注重樓市下行風險方「見機而行」呢。請注意地產升浪處理不好便演化成社會危機，為政者必須小心處理。特區政府抱著謙卑、誠實、包容、恩慈心去理解人民的需要，才具體推出合乎公共利益的房屋政策。

人行料終放寬貨幣政策

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

歐美日央行均於本月推出了買債計劃，為原本金融體系進一步注入流動性，然而，考慮到三間央行推出措施的時序，似乎是各國央行互動的結果，而非單純為了刺激經濟。

歐央行於9月初率先宣布推出無上限的買債計劃，然而，計劃只會在有成員國正式申請援助後才會啟動，因此，歐央行至今仍未有採取行動，而歐央行的資產負債表亦未見增加，仍然維持在約3萬億歐元的水平。

不過，由於西班牙及意大利求援仍屬大概率的事情，歐央行一旦啟動買債計劃，雖然歐央行表明會為此作出沖銷，但要完全做到不增加貨幣供應實際上並不可能，而這將會壓低歐元匯價。

歐美日連番行動刺激經濟

眼見歐央行的行動如箭在弦上，為避免美元升值打擊美國製造業出口，聯儲局在當地經濟對經濟刺激措施未有太大需要的情况下，在歐央行推出措施的一周後，亦宣布推出無限量寬措施，並即時開始啟動計劃，購買資產。

事實上，即使聯儲局未推出寬量，美國就業情況仍在持續改善，首次申領失業救濟金人數處於4年多低位徘徊，房地產市場更有復甦跡象，8月份的房屋銷售量更達至兩年多高位，因此，聯儲局推出寬量措施，首要目的應是希望壓低美元匯價，而非增加資金供應，直接刺激經濟。

再過一周，日本央行又以刺激經濟為名，亦宣布擴大資產購買規模10萬億日圓，至80萬億日圓，並延長計劃期限6個月至2013年年底，以對抗通縮、刺激消費，以推動經濟成長。

當然，日本央行這次行動的動機，明顯地與聯儲局的動機相似，希望對沖外央行的貨幣政策對本國貨幣之

影響，壓低日圓匯價，從而保住日本製造業出口。

不過，觀乎日央行的往績，其單獨干預匯市的效果一向不大，在過去，日本央行持續推行量化寬鬆，然而，日圓匯價卻持續走強。更甚者是，由於歐美均放寬貨幣政策，壓低利率，減低機構借入日圓後在其他國家進行投資的誘因，日圓被沽出作為利差交易的吸引力亦會減弱，這將使日圓推出量寬卻收不到預期效果，因此，雖然日圓升值打擊當地經濟，但在歐美量寬的情況下，日圓難以抑止升勢，這次成為貨幣戰爭的輸家。

央行互動 避免本土經濟受損

從歐央行、聯儲局到日本央行，可以看出各國央行之間的互動，一國央行的行動，將會逼使其他國家央行作出反應，避免對本土經濟構成損害，而仍以製造業及出口為經濟主力之一的中國，在環球央行貨幣寬鬆的情況下，人民幣匯價將會被迫升值，從而打擊中國經濟，事實上，自9月初人民幣兌美元已升值了逾0.7%，因此，為避免中國經濟受損，人行將無可避免地，進一步放寬貨幣政策。



圖為中國工商銀行北京分行。

探討歐美齊量寬利害

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

歐洲央行在二級市場落實無限量購買政府債券如此大膽的決定，歐洲央行行長即推動各方就這個具爭議性的執行步驟達成一致的共識。可惜，歐洲央行沒有在西班牙和意大利受到主權債務危機波及之前採取這項行動，拖延實施並不感意外，足夠的民意及政治意願在此時顯得更為重要。

如果歐盟成員國人民認為留在歐元區明顯符合所有人的利益，那麼歐元區生存下去的可信度將大大提高。要實現這一點，赤字國需要經濟有正增長和就業環境改善。歐洲央行可以通過更大力地踩下貨幣政策的油門來作出貢獻。歐洲央行並不會無條件介入，只有在相關國家滿足特定條件時才會參與。具體條件並非由歐洲央行設定，而是由各國政府、歐盟、歐盟委員會和國際貨幣基金組織(IMF)決定。

直接貨幣交易(OMT)的政策邏輯不是為處於困境的國家政府提供融資，而是穩定投資者對歐元不必要的恐慌，維護貨幣政策的單一性。儘管政策利率較低，但部分歐元區成員國的信貸環境仍然極為緊張。由於各方對互相關聯的銀行業風險的認知存分歧，以及跨境放貸規模縮減，結果令「危機最緊迫國家的融資環境最缺乏支持」。

歐央行贏得時間 區內風險仍未除

考慮到政治狀況，歐洲央行已經十分盡力。德國憲法法院的裁決和高爾大選結果可能會帶來幫助，但歐元區解體風險難以消除。如要消除風險，債務國公民必須找到可信的信貸增長途徑，而債權國的公民必須相信他們沒有把錢扔進無底洞。歐洲央行的舉措贏得了時間，但還沒有贏得這場遊戲。

另一方面，美聯儲終於啟動了第三輪量化寬鬆，發起新一輪資產購買行動以扶持美國經濟。它反映出美國聯儲局

內部對於經濟前景的不確定性愈來愈擔憂。鑒於失業率仍頑固地高於8% (事實上可能高達16%)，而就業創造速度仍不夠，為了刺激經濟增長，只能採取最激進的行動。

可是，對美聯儲來說，這絕不是一個輕易做出的選擇，因其不僅要回應外界對於放鬆貨幣政策有效性的擔憂，還要顧及在總統大選前重大行動出台的政影響。在美國勞工部報告發表美國經濟於8月份僅創造9.6萬就業崗位後，出新一輪資產購買舉措的理由就更加充足了。

美11月大選後財政政策僵局將延續

美聯儲採取行動的另一個理由是：美國國會讓人無法預期會出任何新的刺激措施。事實上，11月大選後財政政策僵局將會延續，一旦國會不能就財政政策達成一致的情況下，將可能導致美國陷入經濟衰退。美聯儲這次所採取的行動在形式上與前兩輪量化寬鬆(QE)大致相符，只是做法更加果斷。每月購買資產將達到850億美元，包括抵押貸款支持債券和在延續「扭轉操作」(Operation Twist)的計劃下買入長期證券，這些都與前兩輪QE相似，但這一次的承諾是無限制的。這意味著美聯儲將在可預見的將來持續提供刺激政策，直至勞動力市場出現重大好轉。



歐洲央行在二級市場落實無限量購買政府債券，被認為已十分盡力。

過度刺激經濟致更大通脹

時富金融策略師
黎智凱

著名經濟學家成思危在中青年改革開放論壇會議上稱，據其測算如果沒有2008年的經濟刺激計劃，2009年經濟的增長只有2.4%，結果增長了9.2%。但過度的經濟刺激換來的卻是通貨膨脹，房地產泡沫，產能過剩等代價。

無論從宏觀角度還是微觀角度，從國家到個人，目前都比較關心通脹問題。對於通脹的成因，是哪些因素起主導作用？是貨幣現象；還是結構性問題？中國作為一個轉軌經濟體，一個快速成長的新興市場，在城市化、工業化的發展中，帶來很多結構性、周期性變化，通脹的成因非常複雜。

筆者覺得，最近幾年勞動工資成本上升，推動通脹，這在理論上是可能的，但不是主要因素；食品價格上漲導致通脹，這只是通脹的表徵，並不是原因。在經濟學上，通脹是指一般價格水平的持續上升，所有價格的綜合上升。

「進口」美量寬帶來後遺症

就像貨幣學派經濟學家弗里德曼說的那樣：無論何時何地，通脹都是一種貨幣現象。09年「四萬億」經濟刺激政策，大量投放貨幣，通過大幅增加政府投資帶動信貸瘋

狂增長，其結果是嚴重通貨膨脹。在筆者看來，我們「進口」了美國極度寬鬆的貨幣政策，但我們在匯率的靈活性和貨幣政策的自主性方面，沒有處理好，這是導致通脹，甚至局部泡沫的一個很重要的原因。

人們常言，歷史不會簡單重複，但會驚人的相似。的確，自從經濟學發生凱恩斯革命後，政府干預經濟就成為常態，主要經濟體都在反周期過程中，不斷使用刺激政策，而宏觀經濟也就在刺激、復甦、過熱、緊縮、衰退、再刺激中不斷循環反覆。

資金氾濫 人幣升值壓力增

而今QE3以其寬鬆積極的姿態給低迷的市場打了一劑強心針，儘管提振了大家對經濟的信心。但其弊端也會顯現。在筆者看來，中國的通貨膨脹一部分是來自輸入性通脹，比如進口的石油、原材料等。這次美聯儲推QE3勢必將推動中國房價上漲，將加劇大宗商品價格上漲，致使人民幣升值，通脹壓力加劇。

雖然中國現時面臨經濟軟著陸，通脹短期內理論上並不是大問題，但筆者估計下一步中國政府會以穩增長作為短期目標，屆時應會大力加大基建投資，一旦財政政策過分寬鬆，再加上全球「放水」的影響下，中國的通脹將有機會失控。

如何評定權證是否「抵買」?

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

在投資講座中，筆者經常被投資者問及，市場上有接近5,000隻認股權證/牛熊證，即使選定掛鈎正股，到底應以甚麼準則來比較條款，評核個別權證是否「抵買」？一直以來，坊間普遍以權證溢價為準，認為溢價越低的條款越吸引，該論點是否正確？此外，有指引伸波幅其實更具代表性，也是一種更有效的比較準則，到底投資者又可如何應用該數據？

讓我們首先重溫權證溢價的概念。坊間對溢價的闡釋一直眾說紛紜，有指它是投資者需額外付出的代價，亦有指這是權證價格高低的指標。其實，這數值代表相關正股在權證到期前需要達致打和所需的升/跌幅度，由於有簡單公式可循，散戶也能輕易掌握。

簡單來說，當溢價越高，正股所需的升/跌幅便相對提高，權證持有人最終能在到期時打和的機會便會越低，因此，大多數散戶投資者會傾向選擇一些低溢價權證，甚至認為這類條款較為「抵買」。

要留意的是，上文有關溢價的定義，其實假設權證投資者一直持貨至到期，但在現實情況下甚少出現，假若投資者只是以權證作即日買賣，溢價稍高的條款也非完全不可取，反而發行人能否積極開價或提供足夠流通量，更是關鍵所在。

作為分析數據，溢價本身亦有限制，並非純粹越

低越好。首先是有時間性，溢價高低與到期日遠近有非常密切的關係，由於溢價顯示正股及權證價格的相互關係，即使正股股價維持不變，輪價也會因為時間值流逝而逐日貶值，最終，權證溢價便會隨投資期逐漸縮短而下降。簡言之，倘若兩隻權證的行使價完全相同，年期較長的條款始終會有較高

溢價高低未必不能反映平或貴

總括而言，溢價高低並不能實際反映權證價格是平或貴，充其量只能預計到持有個別權證至到期日的勝算。筆者認為，因為權證溢價的種種限制，投資者若要比較相近條款的權證，或可考慮以另一熱門數據——引伸波幅作基準。

眾所周知，權證的定價因素眾多，其中引伸波幅是重要的一員，也往往是散戶較難掌握的數據。不少投資者或許對引伸波幅的概念已有基本認識，他們也能簡單地從發行人的網站或其中途徑取得資料，但對實際應用方法可能仍一知半解。筆者認為，散戶可能不必花大量時間鑽研波幅的計算方法及背後數學公式，只需知道實際的應用方法便足夠。

引伸波幅越低代表價格越便宜

簡言之，主要有以下兩方面：一、對於掛鈎正股相同、行使價及到期日又相近的權證，引伸波幅較低，代表其價格相對便宜；二、投資者也可觀察整體的市場波幅走勢變化，部署入市或離場的考慮，盡量避免在高位接貨；基本上，引伸波幅分析法並沒有以上有關溢價的限制，投資者可以直接進行比較。總括來說，對於一些行使價及到期日相近的權證，引伸波幅越低代表價格越便宜。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)