

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

百家觀點

十一黃金周褪色啟示

本土消費旺季傳統上都是每年的7月和8月，但今年8月份的零售市道吹起淡風，僅錄得4.5%增長。面對本地經營成本急速上升，零售商惟有熱切期待十一黃金周會錄得理想成績，但這個被譽為有史以來最悠長的十一黃金周只能以「旺丁不旺財」來形容吧。

根據旅遊發展局主席田北俊公布「十一黃金周」8日假期共有96萬內地客訪港，較去年77萬增24%，但如扣除今年假期較去年多一天因素，旅客實際增幅約為10%，比市場預期的較差。今年來港的內地旅客消費力明顯下降，由以往的人均7千、8千元減至5千、6千元。消費模式亦出現重大變化，名牌和奢侈消費品不再是她們的搶購對象，反以日用品和電子產品為大宗。其實這股「名牌」採購地點轉變風氣早在今年暑假已出現，筆者6月間赴歐洲度假時發覺大批旅客已成為歐洲購物名城包括倫敦、巴黎、米蘭、琉森等的主要力量，主因是當地商品價格除稅後較本地便宜，而且各大景點有新鮮感。當然另外一個主因是內地經濟受歐美經濟轉差拖累而持續放緩，高消費旅客人數自然銳減。倘若上述放緩情況繼續，則對星級酒店和奢侈消費品的需求肯定會受影響而逐步下調，各大零售品牌的擴張計劃會急停，旺區地舖需求下降使近年的天文數字的地舖租金/售價不可能長久維持。

還記得近年大量歐洲零售名牌於香港股票市場分拆上市，上市後面對每年都要創造理想銷售業績向股民交待，一些已由小眾消費群逐步轉向大眾市場，走上奢侈品中產化和內地口味化之路。如果上述這股內地客消費平民化風氣持續，這些老牌奢侈品公司應加速「平民化」，由小量旗艦店變為中大型多零售點，而且店舖地點會從傳統高檔零售區逐漸分散到各主要商品區。當然另外一個生存模式是老牌奢侈品公司再創立大眾化的品牌去滿足中產/內地人士的大眾需要，而仍然保持傳統奢侈品的身份。無論零售商走上哪條路，2013年的擴展大計將會起了根本性的改變，而這種改變正遠達影響本地零售物業的租金/售價，值得物業投資者和廣大股民密切關注。讀者同樣會留意今年「金九銀十」有無出現呢？答案是內房市場的「金九」失色，而「銀十」淡靜。內地媒體報道「十一黃金周」期間全國54個城市住宅簽約套數僅1.6萬套，較上周大跌7成。面對資金壓力較去年底減少，內房開發商並沒有於「十一黃金周」大幅減價或提

供多種促銷優惠手法，一線城市出現「價量齊跌」，但明顯地量跌幅大而價錢下降輕微。

其實今年失色的「金九銀十」房屋銷售情況是可以理解的，自從中央加大調控力度後，內地房屋需求全由剛性帶動，樓價只會易跌難升，開發商在今年首季微降價後使相應部分資金回籠，她們大多已達到預期的銷售目標，再大幅減價的可能性不大，形成「金九銀十」再度成為夢想了！

沒有房產式的「金九銀十」並不表示樓市冷卻，國慶後各地土地市場恢復火爆，發展商磨拳擦掌地去補充土儲，如保利地產45億高價投得上海徐匯區地王、華發地產以12.74億獲得珠海商住地等等，這都反映出開發商看好未來內房前景，願意以今年最高地價去投地，可以預期未來內房房價會呈現高位徘徊格局，與市民期望的大幅回落的主觀想法大不相同。

為了減少外國經濟轉差對內地衝擊，中央政府鼓勵內需消費，「十一黃金周」長假經濟正好體現政策的導向。據國家商業部公布，內地「十一」長假消費主要數據錄得理想表現，如全國重點零售和餐飲企業銷售額是8,006億增長15%，全國實現旅遊收入達2,105億增長44.4%；而全國接待遊客有4.25億人次(上升40.9%)，和全國公路水路運輸旅客有6.6億人次(上升8.8%)。



剛過去的十一黃金周，名牌和奢侈消費品不再是內地旅客的搶購對象，反以日用品和電子產品為大宗。圖為以往一直深受內地旅客歡迎的鐘錶珠寶店。資料圖片

前兩者反映商機無限，但後兩組數據說明交通量巨大令全國運輸系統受壓嚴重！如何有效地應用「長假經濟」去激活內需市場則是中央和各地地方合作解決的問題。當人民收入水平上升對服務態度要求提高時，今年的「黃金周」成為「黃金粥」和景區「下坡看人頭，上坡看屁股」如果沒有根治，將迫使國民不留在本國消費了。「長假經濟」既是機會也是危機，期望中央和地方政府相互搭配，使商家發財時，市民玩得開心。

匯金增持並不意味市場轉向

時富金融策略師
黎智凱

10月10日當天，匯金公司通過二級市場共增持四大行1,711.71萬股。同時，匯金公司稱，擬在未來6個月內繼續在二級市場增持四大行股票。匯金增持成為近期市場關注的一個熱點。回顧以往，稍有風吹草動，市場便會掀起風浪。之所以會這樣，源於在過去的4年裡，匯金公司每每在市場處於低迷時增持四大行股票，市場表現也給予了每一次短期的支撐。2008年9月受匯金增持等三大救市政策的影響，9月19日大盤上漲9.45%。此後，每逢大盤低迷時，投資者都對匯金增持寄予很大的希望。

大環境低迷 信心難提振

在筆者看來，此次匯金增持對市場的影響作用是有限的，畢竟現時匯金所增持的30億資金，相對於現階段龐大的市場而言是微不足道。事實上自去年10月份，為提振低迷的股市，匯金公司表態將在未來12個月內增持買入工農中建四大行的股份，此舉引發滬綜指有一個短暫的反彈，但滬綜指在匯金增持一年後仍低於一年前。始終中國所面對的大環境仍然是實體經濟低迷，造成上市公司盈利前景

不樂觀，匯金即使高調入市也無法提振市場信心。匯金公司直接控股參股金融機構包括六家商業銀行、四家證券公司、兩家保險公司和四家其他機構。主要職能是對國有重點金融企業進行股權投資，以出資額為限代表國家依法對國有重點金融企業行使出資人權利和履行出資人義務，實現國有金融資產保值增值。

關注內銀不良貸款餘額上升

在筆者看來，匯金公司作為工農中建四大行的控股股東，從市場角度可以解釋為自身大股東的增持行為，僅僅是起到維穩的作用。但從匯金增持力度不斷減弱的跡象顯示，看來匯金亦逐步留意到銀行間的風險。現時五大銀行不良貸款雖然下降，但不良貸款餘額卻在上升。有關數據顯示，目前匯金公司持96.56%的中國銀行A股流通股權；匯金公司和財政部共同持有工商銀行的流通股權比例也高達94.11%。筆者相信，這些數字也在表明一個客觀事實：匯金增持空間十分有限。再者市場的運行是與經濟的運行密不可分的。現階段外局勢仍然動盪，內地經濟下行預期又未出現明顯反轉，且近期IMF再次下調2012年中國經濟增速，因此匯金增持行為很難對市場產生拉動的作用。

不尋常的貨幣政策

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

美聯儲和歐洲央行在9月份採取了不同的貨幣政策措施：美聯儲的第三輪量化寬鬆(QE3)，及歐洲央行宣布將無限量購買受困歐元區成員國的國債。市場對此反應熱烈，美國股市亦重新回到危機前的高點。歐洲右翼政治勢力和美國茶黨最擔心貨幣措施會助長未來通脹加劇、鼓勵不受約束的政府支出。

成效需時 經濟暫難樂觀

事實上，如今閒置的工業產能規模龐大，而現時經濟前景黯淡，這意味着嚴重通脹的風險極小。其次，美聯儲宣布將在2015年之前將利率維持在極低水平，亦意味着它預期復甦不會在短期內發生。對於經濟遠比美國疲弱的歐洲來說，這是個壞消息。最後，美聯儲局和歐洲央行說，市場不能自行恢復充分就業，歐美所需要的均是財政刺激。從經濟學理論，由於貨幣政策的成效見於實體經濟需時，更多貨幣手段並不會讓經濟短期內回復增長。

根據國際經濟學模型，流動性會增加借貸(主要流向投資者)，從而增加需求和就業。可是，從西班牙的例子，大量資金從西班牙銀行系統中撤出，而隨着歐洲在共同銀行系統的問題上繼續拉鋸，在目前緊縮政策的局面下，流動性即使增加，亦不能振興經濟。美國也是如此，主要向中小企業提供貸款的小銀行被完全忽視了。聯邦政府(不管是小布什政府還是奧巴馬政府)動用數千億美元支持大銀行，卻放任數百家具關鍵性的小貸商倒閉。

QE3可能催生更多長線投資

IMF預警並未改變減支的必要性

路透專欄撰稿人
Ian Campbell

熱點透視

全球經濟軟弱無力，而國際貨幣基金組織(IMF)的建議也並不牢靠。IMF最新的展望報告警告說，財政縮減可能給經濟成長造成巨大衝擊。照這樣看，摺節永遠會被認為是適得其反的，是錯誤的。但事實是，那些即將陷入債務深淵或甚至破產的政府，必須果斷解決問題。經過過度摺節修整，經濟終將開花結果。

IMF的警告是用專業術語表達的，具體是說所謂的財政乘數「最近可能一直都超過了1」，也就是說，政府減支會嚴重損及國內生產總值(GDP)增長。財政乘數是用於解釋政府支出/減支對GDP的影響大小。

財政乘數無法精確計算

但IMF的思維恐怕值得推敲。首先，財政乘數是無法精確計算的。不可否認，政府減支起初會對經濟增長產生負面影響，但影響多大，還取決於經濟中其他方面的情形。

目前，西方大多數國家的民間部門都在去槓桿化。看起來像是政府減支在大幅拉低GDP，但其實經濟的其他方面也在構成拖累。

那些反對摺節的人認為，抵銷民間部門的不利因素是政府的工作。但這又忽略了另一個問題：政府債務像雪球一樣越滾越大，未來利率負擔上升，政府支出效果日益減退。好比日本，政府支出非但沒解決問題，反而加深了困境。

受歐元區影響，全球經濟增速目前處於低位，IMF的預測是今年萎縮0.4%。當然，摺節是一個嚴重拖累因素。但如果不選擇摺節，就是主權破產——這顯然會對全球經濟構成巨大風險。

這就是為甚麼IMF這樣一個世界主要經濟組織根本不應當提出「漸進式」調整的呼籲。在景氣好的時候，許多政府過度支出，而景氣不好的時候，很多政府又採取了刺激手段。現在赤字和債務已經高築，時間也所剩不多。嚴密修剪果樹可能帶來短暫痛苦，但之後會刺激成長。能夠指引我們前進方向的是這套果樹邏輯，而不是IMF的財政乘數。

人行即時降準降息機會較低

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

美國經濟呈復甦跡象，加上聯儲局推出量寬措施大大穩定市場信心，美國本土需求增加帶動中國出口於上月再創紀錄新高。

美國10月份密歇根大學消費者信心指數初值意外升至83.1的5年新高，此外，現況指數初值以及預期指數初值亦上升至88.6及79.5，均高於9月份之終值及市場預期，反映投資者對美國經濟前景樂觀，預期今年第四季銷售旺季，美國經濟能有理想表現。

預期第四季銷售理想，美國企業增加聖誕訂單，加上中國政府出口退稅政策擴大開始見成效，使中國9月份出口同比增長遠超市場預期，達9.9%，單月出口規模更創歷史新高，至於進口則增長2.4%，與市場預期相符。

雖然9月份中國出口增長如此強勁，季節性因素亦為一主要原因，因此，並不意味中國能達到今年外貿出口增幅10%的目標，但在歐洲經濟疲弱的情況下，出口仍能具有如此幅度之增長，成績已算不俗，相信在美國所帶動的季節性需求下，中國未來一兩個月出口有望保持緩和增長。

至於進口方面，雖然9月份之增幅僅有2.4%，明顯低於出口，但仔細觀察，9月份對原油、鐵礦石以及大豆的進口量相對於8月均有較大幅度的上升，表示中國內需市場開始顯示出一定的改善跡象。

內需市場雖有改善跡象，惟內地製造業產品的出廠價仍在下跌，最近公布的9月份

中國製造業生產者出廠價格按年下跌3.6%，跌幅較8月份時的3.5%為大，而按月則下跌0.1%。

但可喜的是，內地製造業的原料成本跌幅亦同時回落，跌幅更比出廠價為高；9月份中國製造業生產者購進價格按年下跌4.1%，而購進價格跌幅大於出廠價格，這反映出內地企業過去毛利率受壓的情況有所紓緩，內地製造業或能出現谷底反彈。

從數據上看，雖然中國經濟有改善的跡象，但仍十分脆弱，中央仍需繼續推出刺激政策，以穩定國內經濟，不過，除中央推出加大投資基建等措施外，人行近幾個月卻未有重大動作，息率及存款準備金率均未有被下調。

資金流動性狀況已趨緩解

人行未有進一步放寬銀根，主要是由於經過數月前的減息及減存款準備金率動作後，內地的資金流動性狀況已趨緩解；截至今年9月底，內地廣義貨幣(M2)餘額達94.37萬億元人民幣，按年增長14.8%，達15個月新高，同比增長不僅比8月的13.5%高出1.3個百分點，更比央行早前制定的今年M2增長14%的調控目標還要高。

可見，人行已達到紓緩內地資金流動性的目的，而目前部分企業仍表示難以獲得貸款，更有可能是資金錯配的問題，這需要的是政策引導，而非人行繼續放鬆銀根可解決的，加上，在內地經濟呈改善跡象的情況下，人行即時減息或減存款準備金率的機會將較低，相信暫時仍以利率招標方式，控制內地資金流動性。

選擇權證不能忽略控股比率

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕武

心，必須細心留意條款細則。

比率愈高 槓桿效應愈大

投資者在市場揀選權證各施各法，成交量、發行人開價積極性、行使價、槓桿比率或引伸波幅都是一些主要甄選準則。大家又有否想過兌換比率(或作換股比率)，也有一定之參考價值，甚至可以解釋權證升幅參差之謎？

其實，兌換比率一詞已不能準確反映實況，因為目前本地權證市場已沒有換股的安排，所有在到期時仍有價值的權證，均會全數以現金交收，持有人可自動收結算價與行使價之間的差額。因此，筆者認為「控股比率」一詞或許更為貼切。

現時，與個別股份或指數掛勾的權證仍是市場主流，它們的控股比率各有不同。以股份權證為例，控股比率主要分為10比1和1比1，個別股價較大的正股如騰訊(0700)，權證的控股比率便是100比1，另有部分因為調整特別股息的關係，而相應轉變，如5比1或2比1等。至於指數認股證，則沒有特定的限制，完全由發行商自行決定。到底不同控股比率對權證表現又有何影響？

控股比率數值的高低，除了影響權證表現，也會決定每股權證的價格。投資者在心理上，一般比較鐘情價格較低的條款，加上目前市場買賣盤報價規則，不同價位的權證，價格跳動幅度不一，價格較低，波幅較大，因此發行人在發行新條款上，也會考慮控股比率的因素，把每股權證的價格相應調低。例如兩隻相同條款的權證，倘若控股比率為10比1，每股權證價格為3元，倘若把控股比率訂為10比1，每股價格則為0.3元，相信較為市場受落。要留意，價格高並不一定代表昂貴，相反，即使價格低逾數仙亦不代表便宜，故此投資者切忌掉以輕

此外，權證的控股比率愈高，代表槓桿效應愈大，持有者所面對的風險與回報愈高。舉例來說，在目前市場上300多隻恒指輪中，我們不難找到兩隻行使價及到期日一模一樣的窩輪條款，然而，它們的每股價格及表現或會是天壤之別，當然，影響窩輪價格走勢的因素不少，包括引伸波幅、市場買賣供求情況或莊家的報價表現等等，但也有機會來自控股比率。

假設兩隻恒指輪的行使價和到期日相同，它們的每股價格及升跌表現理應相距不遠，但實際差距明顯，箇中原因或許來自控股比率的差別。要留意的是，由於控股比率是用以計算槓桿比率的主要元素之一，槓桿比率越高，代表可以較低投資金額控制正股，從其股價波動中獲利。因此不同的控股比率，會直接影響窩輪的槓桿效應，以致其實際表現。

此外，指數輪投資者也可利用這數值來計算恒指輪需要跳動的點數，即要令權證跳動一格所需期指轉變的幅度，從中比較相近權證條款的敏感度。計算方法非常簡單，以每股跳動0.001元、控股比率5500、對沖值0.437的權證為例，指數需要跳動(0.001 x 5500) / 0.437 = 12.5點，相關權證才會變動一格；假如另一條款相同的權證，控股比率為8000，套用以上相同公式，指數需要跳動(0.001 x 8000) / 0.437 = 18.2點，才令相關權證變動一格。

當然，一旦權證價格高於0.25元，每股跳動便增至0.005元，需要期指出現較大的變幅，輪價才有轉變，因此或可解釋活躍的恒指輪，價格一般在0.25元以下。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)