

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

安倍再任首相 日本經濟略見正面

日本國會眾議院選舉結果揭曉，自民黨取得勝利，自民黨黨魁安倍晉三再度擔任日本首相，由於安倍晉三曾承諾假如當選，將會向日本央行施壓，促其進一步擴大量化寬鬆規模，日圓匯價有望下跌。

自民黨與同一陣線的公明黨在是次大選中，獲得了超過可推進修憲所需的眾議院三分之二的議席（320席），亦超過了可以控制眾議院17個委員會的絕對穩定多數席位，今後可佔據各委員會委員長職位，並確保各委員會過半數的委員人數，令新一屆國會在推行政策上的阻力大減，有利新政府施政。

可見，日本國會未來對日本央行的干預增加已是可以肯定的事，相信安倍晉三將會重新啟動民主黨執政期間中斷的「經濟財政諮詢會議」，並要求央行行長出席，達到干預央行政策之效果。更重要的是，日本央行現任行長白川方明的五年任期將於明年4月到期，使反對日本政府對央行作出干預的最後

阻力也消失。

安倍晉三亦已表示，將安排認同物價目標的人士接任行長，日本央行即使在未來兩三個月能勉強保持住獨立性，但當白川方明卸任後，日本央行很有可能會大幅地擴大寬鬆政策規模。新政府期望擴大寬鬆規模，刺激通脹及壓低日圓匯價，從而推動當地經濟增長。

然而，日本推行寬鬆貨幣政策已有廿年，但仍無法為當地經濟增添活力，反而受美國的貨幣政策影響，令日圓匯價持續上升，導致當地出口業競爭力減弱，使經濟規模很多時候均停滯不前，甚至不升反跌，加推量寬

措施，對日本經濟作用成效未必有太大作用。

但可幸的是，聯儲局此乎有退市的打算，雖然聯儲局在上周的議息會議上宣布每月除將繼續購買400億美元按揭抵押債券（MBS），另外，更新增每月購買450億美元的美國國債，但卻就未來貨幣政策設定了目標，如失業率維持在6.5%以上，未來1至2年的通脹預期不超過2.5%，才會維持現有的寬鬆貨幣政策，否則將有可能加息，與早前幾次僅強調若就業市場仍未復甦，不會撤回措施不同，似乎正為結束寬鬆政策而鋪路。

加上，經過多次量寬後，措施的效用已遞減不少，資金未必會因此而流出美元，反而，在美國經濟前景轉佳的情況下，回流美元，減輕日圓的升值壓力。再者，聯儲局此時再擴大量寬規模，或多或少應與美國財政



日本的央行日本銀行（Bank of Japan）在東京的總部。

懸崖問題有關，而無論談判結果如何，美國財政勢必有所緊縮。

在美國經濟還不太穩健的時候，擴大量

寬規模形同買個保險，壓低美元似乎非聯儲局之本意。因此，日圓匯價中短線有望下跌，再加上中美經濟回穩，對日本經濟有一定的幫助。

內地宜以靜制動應對QE4

時富金融策略師
黎智凱

當地時間2012年12月12日美國聯邦儲備委員會宣佈了第四輪量化寬鬆貨幣政策（QE4），目的是進一步支持經濟的復甦。至此，美聯儲局每月資產採購額達850億元，並用量化數據指標來明確超低利率期限。筆者認為，此舉意味着美聯儲局將繼續向全球釋放流動性，可能進一步會給新興市場經濟體系帶來通脹的壓力。

所謂量化寬鬆政策，主要指中央銀行在實行零利率或近似零利率政策後，通過購買國債等中長期債券，增加基礎貨幣供給，向市場注入大量流動性的經濟干預方式。此政策最早發端於日本央行，本世紀初為解決經濟長期停滯問題，日本央行在低利率政策失效後，首度使用了量化寬鬆政策。

面對着美國這一輪又一輪的量化寬鬆政策，各國為求自保和振興經濟，也無奈地加入到放水的行列。英國央行已經同意通過銀行將數十億英鎊的資金注入企業和家庭部門；歐洲央行則承諾壓低那些向其尋求幫助的政府的借貸成本；日本央行在外界壓力之下，計劃購買01萬億日圓的政府債券、公司債券和股票。中國作為世界上最大的加工

廠，又該如何應對？

明年物價上漲存不確定性

筆者認為，量化寬鬆政策的持續推出，對中國來說，總體上是弊大於利。美國目前是零利率，而我國基準利率是3%，資金進來只要放在銀行就能淨賺3%的收益。加上全球大宗商品均是以美元來計價的，量化寬鬆政策的實施，會使市場的流動性增加，為此國際大宗商品的價格也將出現新一輪的上漲，會對中國形成輸入型通脹壓力，從而增加了明年物價上漲的不確定性。與此同時，龐大的外匯儲備也將面臨新一輪的貶值。

現在中國的經濟處在上下兩難的境界。高投資率的另一面是低消費。自2008年之後的大規模貨幣政策刺激引起通貨膨脹，過度投資使企業通過增加投資生產出來的多餘產品賣不出去。

筆者認為，強行拉起來的增長會導致經濟系統的崩潰，面對這在一次的量化寬鬆政策，我們應當以靜制動。要繼續把握好穩中求進的工作總基調，原先通過出口消化的過剩、落後的產能必須調整，通過擴大內需，讓實體經濟盡快走出困境，步入復甦軌道。只有這樣才能夠更好的應對外來的經濟壓力。

持來應對。

與國際貨幣基金組織或歐洲穩定機制不同的是，《清邁倡議多邊化協議》的捐款由各國自行管理，而各國也可以選擇不向貨幣互換協議提供款項。這意味着在系統性衝擊期間或在成員國間發生政治衝突之時，該協議都會受到限制。

清邁協議限制金融監控能力

另一個挑戰是清邁協議限制金融監控能力。事實上，東亞國家或許會發現難以公正監測每個國家的政策和堅決執行政策實施條件。在歐元區危機之前和期間的希臘就表明讓各國對鄰國採取強硬態度往往都是非常困難的。若能利用更多資源用作優化治理架構上，東盟宏觀經濟研究組織可以在區域經濟監測上扮演一個更有效的角色。這不但無須承擔一個可能由金融安全網衍生出的道德風險，更能強化區域控制，將有利於更好的信息分享和決策。

領導人們都對國際貨幣基金組織和區域性金融協議之前的合作原則表示同意，其中包括公開信息分享和聯合行動。除了歐債危機之外，東盟早於1998年已從亞洲金融風暴得到了教訓，認識到只有有效管理跨境資金流，才可構建完善的國家、區域和全球應對措施。為了更有效應對危機，亞洲國家必須繼續優化區域金融安全網絡和監察機制，同時強化自身與國際貨幣基金組織的合作。

亞幣前景端視財政一體化

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璦

近年，全球央行的量化寬鬆政策和歐債危機，並沒有影響東亞自由貿易區的發展。東盟更可以從歐債危機中吸取兩個寶貴的經驗。首先，不要過快整合金融及貨幣進程，反而要先從財政和銀行體系監管的一體化着手；其次是在實施這一切之前先要制定出合適的體制框架。

事實上，由於東盟內部的經濟和政治狀況存在差異，因此各國不可能在短期內在一個區域性的固定匯率體系或單一貨幣中達成妥協。或許在幾十年後該地區的國家會發展出一套財政一體化的體制，例如類似歐盟現在設定的那種單一銀行監管機構。

在2010年制訂的《清邁倡議多邊化協議》，以1,200億美元的區域性貨幣儲備用作在緊急關頭時，為成員國提供短期的流動資金。東盟13國現在更將儲備增至2,400億美元來強化上述協議，集團各成員國亦同意把即將與國際貨幣基金組織借款計劃掛鉤的危機借款最低比例從80%降低到70%以增加協議的靈活性。《清邁倡議多邊化協議》還需經過一場危機的考驗，它或許無法及時和靈活地提供合適的緊急支持，2,400億美元僅相當於東亞地區GDP總規模的1.5%，歐洲的經驗告訴我們大範圍系統性衝擊必須要有更大規模的金融支

中國樓市明年何去何從？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

還記得1992年初，偉大的中國經濟改革政治家鄧小平南巡廣東作了重要講話。最教筆者記住的是「不堅持社會主義、不改革開放、不發展經濟、不改善人民生活，只能是死路一條」。在十八大完滿閉幕後，新任中共總書記習近平選擇南下視察廣東，巧妙地發出繼續有力推動改革開放的強烈信號。

廣東此行中，習近平總書記有意地簡化出巡規格，盡量減少對當地人民的影響。他沿着鄧小平的政策和訪問路線，對民間經濟努力成果給予充份肯定，於廣州主持經濟工作座談會劃上完美句號！在座談中，來自珠江三角洲的各行業民企負責人紛紛發言，就加強內需、完善營改增值稅政策、推進金融創新、如何擴大出口、扶持小型企業、完善土地制度等各抒己見。

總書記強調增強憂患意識、堅持穩中求進和推動經濟持續健康發展。從中外各方面輿論反映，總書記南巡廣東已收到預期的重申中國持續走開放改革經濟道路的良好效果，對明年經濟增長「保八」產生了不俗的心理效應。

再者，從中國官方權威統計機構發布中，讀者會發現明年中國經濟增長「謹慎樂觀」。中國社科院最近發表2013年經濟藍皮書中指出預計2013年拉動中國經濟的「三頭馬車」將呈現投資加快，消費平穩，外需改善的形勢，全年GDP增長率回升至8.2%，而CPI為3%，理論上GDP增長仍大大高於通脹。人民生活質素持續改善，但深層次的經濟問題在於人民收入增長仍低過GDP升幅，政府應着力改善收入分配的矛盾。

其實回顧過去十年，中國房地產市場已經歷了三波。頭

一波是中國一線城市商品住宅持續上升，但當這些發達經濟的城市住宅價錢升超2萬元/平方米後出現乏力再上的短期消化現象。第二波的始作俑者是一線開發商，他們為爭取公司業績持續增長紛紛走去二三線城市吸納平價土地，然後運用自身發展經驗和充裕資金打造大型住宅樓盤。因為他們早著先機，這些二三線城市住宅單位往往以當地「超前價」成功售完，令他們贏取豐厚利潤；但因為這些城市土地開發規模更加巨大令發展商出現短期資金鏈緊絀的不良局面。

踏入2012年頭，中大型開發商因為售樓收入低於開發資金出現了資金缺口問題，紛紛傳出財政問題，惟有走上發行高息短債的道路。可幸的是中央政府見到資金缺口情形，有序地放寬銀根，持續經濟發展使居民收入增加再次吸引國民吸納物業。

市場邁成熟期 一線樓市看俏

隨著二三線城市住宅單價急促上升後，當地商品住宅房出現「價高量跌」的滯銷局面，發展商紛紛回歸一線城市住宅市場，「天價地王」再次在北京、上海等一線城市產生！再者，零售業火紅和商貿活動活躍，大量資金流入非住宅商品房市場，取其寬鬆行政控制和市場前景仍然被普遍看好的優點。第三波出現正好體現了市場邁入成熟期，在較高的成本情形下，熱錢只會流入較安全的一線城市內。

今天香港股民仍一致看好內房股前景，但應該具體分析各家企業的具體資料，例如土儲數量和分佈地區，明年可售物業數量和地區和已經上升的幅度。讀者不難明白未來十年開發行業的龍頭企業是手握一二線城市土儲的，三四線城市的暢銷局面差不多告終了！

城鎮化為最大改革紅利

太平金融控、太平証券(香港)研究部主管
陳羨明

自中央換屆以來，新領導班子的經濟工作理念，乃市場最關心的話題。過去周末一連兩日的中央經濟工作會議，對國際國內經濟形勢進行分析的基礎上，除定調明年續寬財政、穩貨幣外，還力挺擴大內需和城鎮化建設，並強調堅持樓市調控。會議和十八大精神一致，強化政治局精神，並提出了明年內地經濟工作的總體要求和六項主要任務。一如上周五我們分析所提及的基調：

我們認為需關注以下五項重點。一、強調創新驅動發展新動力。會議對於來年經濟增長的提法發生重要變化，從「保持經濟平穩較快發展」變成了「實現經濟持續健康發展和社會和諧穩定」。二、適當擴大社會融資總規模，更多地通過社會融資來解決資金短缺問題。保持人民幣匯率基本穩定。三、提高城鎮化品質。有序推進農業轉移人口市民化，把生態文明理念和原則全面融入城鎮化全過程，未來城鎮化的中心將從「快速推進」轉向「注重品質」。四、培育拉動力強的消費增長點。經濟需求面的「三駕馬車」中，投資仍然是拉動經濟增長的主要動力。未來將着力發揮投資對擴大內需的重要作用，促進投資消費良性互動。五、堅持房地產調控不動搖，同時要繼續加強保障性住房建設和管理。

在六項任務中，雖然城鎮化僅被置放在第四項，但細心研究可發現，前幾項不少內容其實都與城鎮化有關。在城鎮化方面，會議指出，城鎮化是擴大內需的最大潛力所在，要積極穩妥推進城鎮化，提高城鎮化質量。要構建科學合理的城市格

局，有序推進農業轉移人口市民化，走集約、智慧、綠色、低碳的新型城鎮化道路。

有望成中國經濟新增長點

會議稱「城鎮化是擴大內需的最大潛力所在」。城鎮化是中國當前最大的結構調整，最大的內需源泉，也是最大的改革紅利。正如我們上周五所表述的，新型城鎮化有望成為中國經濟的新增長點。

會議強調要提高城鎮化品質。為此，中國的新型城鎮化要做到三方面關係的有機結合。一、城市土地擴張與農業人口轉移的結合，而不僅僅是單一擴張城市、大搞建設。二、城鎮化與產業轉移的結合，實現產業在城鄉間、地區間合理佈局。三、大城市與中小城市及城鎮的協調發展。

城鎮化直接受惠的板塊包括鐵路基建、建築機械及建材等行業。此外，未來新型城鎮化亦為地產行業帶來了機遇。原因在於：一、未來城際交通的改善，將抬升發達城市周邊中小城鎮的土地價值；二、新型城鎮化下基礎設施的改造，城市棚戶區改造力度進一步加大，城鎮功能提升，將利好具備城市改造功能的房企。



中國城鎮人口已首次超過農村人口。圖為高樓林立的重慶市渝中半島。

為何窩輪會出現「負溢價」？

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕斌

筆者曾在本欄提及，散戶投資者一向習慣以溢價高低來選擇窩輪條款，他們普遍認定溢價越低越吸引，部分更會特別鍾情一些零溢價、甚至負溢價的窩輪，並選擇持有至到期日，作為間接入市的高成本策略。不少人視負溢價窩輪為「抵買」之選，理論上其定價較實際價值為低，值博率高，然而，根據供求理論，此類極不尋常的情況應會瞬間即逝，並不容易捕捉，但市面上仍有不少負溢價的例子，部分甚至長期處於負溢價的狀態。到底窩輪為何會出現負溢價的現象？投資者在盲目入市前，應先檢視背後的底蘊，這是難得機會，抑或純粹「假象」，就讓我們簡單探討。

數年前，窩輪市場充斥不少特種條款（或稱X輪），與一般標準條款有別，而不少負溢價條款也正是來自於此。投資者可簡單地從窩輪編號中得知，EC代表歐式標準認購證，而XC代表歐式特種認購證。如屬後者，投資者基本上不能透過X輪的溢價、槓桿等數據作分析，因為溢價的標準計算方法根本不適用，在目前市況，特種窩輪已不多見。

針對一些標準窩輪條款，負溢價最有可能出現在一些極為價內的條款上。本地上市的窩輪一般不會派發股息，發行人在窩輪上市前已將預計正股息息計算在定價內，只要最終股息水平與實際數值相若，窩輪價格在投資期內將不會受股票除息的因素影響。

倘若窩輪在投資期內轉趨極為價內狀態，其價格或會主要由內在價值組成，那麼除息因素可能

會提早反映在輪價上，如期指在除息月份往往呈現大幅低水的情況，在正股除息後，一切便會回復正常。投資者只需查看該窩輪在到期日前，何時碰上正股除息日，便可知曉。假若我們撇開除息因素，窩輪一般甚少出現負溢價的情況。

然而，一些已很久沒有買賣成交的標準窩輪，也有可能出現負溢價。要知道，窩輪價格必須有成交，價格才會被更新，倘若某輪證已有很長時間未有買賣或開價，最新輪價（或許已是很久以前的最新記錄下）未必能夠反映其實際價值。舉例來說，某價外窩輪已有兩個多月沒有買賣成交，而期間正股不停下挫，因此，即使最後買賣價仍有3仙，但並不能真正反映價值，若硬將輪價及正股價格套入溢價公式內計算，極有機會得出負溢價，令其相關溢價的參考價值也大打折扣。

當然，負溢價也可能來自窩輪買賣價的差距，當個別接近到期日，或轉趨極度價內或價外，其買賣差價也會大大擴闊，由此透過運算出來的溢價，極可能出現負數，同樣地，參考價值也受到限制。

順帶一提，牛熊證溢價普遍極低，主要由於其價內特性，同時，其收回機制也令到期日產生頗大不確定性，因此，牛熊證溢價的參考價值相比窩輪更低，投資者在挑選條款時，應先從收回價與現價距離作考慮。

總括來說，負溢價可能只是一些數據表達上的誤差，並不一定反映投資機會，投資者應在購買這類窩輪前，充份了解其實際情況，或向投資顧問查詢，以免產生不必要的誤解。

（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）