

日圓弱勢早有因 當年強勢是禍根

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

上周五(11日)跟大家分析過全球貨幣寬鬆的形勢，現在再深入一點討論。近日金融市場上，尤其匯市方面，不難留意到日圓的弱勢，坦白說，這個下跌的勢頭，基本上就是貨幣寬鬆的結果。嚴格來說，日圓的弱勢，非始於今。說起來，反覆的弱勢，是由當年反覆強勢所種下的禍根。

當年的強勢，或多或少是人為。誠然，20年前日本經濟衰退之前，一切仍好像還是好端端的時候，其實早已種下禍根，而結構性的問題，起碼有兩方面，但也是屬於人為。不錯，八十年代的日本，如日中天，承接著美國經歷了七十年代滯脹的勢頭，加上不少企業的膨脹不堪，當日本以其有效率的管理模式發揮出色時，美國企業以至全球管理學，無不以向日本學習為時尚。其出口的威力，自然令美國企業不得不深入研究。

然而，日本模式有其成功的背景，而且與其他模式一樣，在不同的時候，弱點慢慢會浮現出來。日本在戰後的財金政策，的確有利於部分行業或企業的發展，但隨後不難見到，當這些與規管有關的活動，愈來愈

主導經濟，又反過影響政治，不難理解整個日本的財金政策，有着一一定犧牲。

一方面，農業的補貼，與土地的供應有莫大關係，這一點對於部分政商界舉足輕重者，實在是利之所在；另一方面，隨着獲祝福的企業發展起來，一批財力雄厚，在財商界均有影響力的企業領袖，自然期望可以從已獲取的財力中得到更大的好處，例如在外國購買資產有更大的購買力，如此一來，加上美國的影響力，日圓在出口和經濟仍向好的當年，自然被有意無意迫使升值。

此外，日本模式中，某些部分，外人最難模仿，在好景時模仿不來，在不好景時更不

應模仿的，就是出現錯誤時，下情往往不能上達。原則上，外國人看日本管理，往往看重其節省架構上的複雜，而能直接有效地即場改善效率，把包括存貨等難題，一一有效解決。

然而，部分是文化使然，部分亦是人性的傾向，當出現真正重大困難時，大家在其本身層次解決不了，寧願先把問題淡化，直到無可避免時，才向上反映。由廠房的層次，反映到企業總部，再反映到大集團的決策者，然後再反映至政府財金官員，每一層都有類似傾向。這一個弱點，某程度上令當年日本出現銀行金融危機後，遲遲未能把壞賬真正清理掉，有莫大關係。

當然，如今正好相反，經過20年，大致上只是清理過去的問題，但經過歷屆的內閣改組，不同的首相政府上台後，看不出有何新猷，說起來，量寬之舉，他們早已進行，到今天仍未見起色，前景上，亦看不見有實質的改善。



日本首相安倍晉三聲稱，日央行需「無限量寬鬆」以實現通脹目標，也令匯率持續受壓。

強化全球合作 擺脫經濟危機

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶琪

剛踏入2013年，世界各國的經濟走勢即顯得非常明確。亞洲和拉美等新興市場凸顯活力；美日兩國又爭相印銀紙，雖然未能有助解決巨額債務和赤字等問題，但至少可拖延解決問題的時間；而歐洲方面亦正處於調整及整合的困難時期。以整體而言，全球經濟復甦的基礎仍然薄弱，金融危機仍未完全解決。再加上政府疲於創造就業，世界各國失業人數持續高企，將可能進一步拉大貧富差距。

現在當務之急是如何徹底擺脫經濟危機。推行寬鬆的貨幣政策，調整所有發達經濟體的財政，可能是其中一個可行的辦法。其目的是在不影響短期增長的前提下減少中期債務，對有關銀行部門進行清理，並以改革提高生產率和增長潛能。這都必須重新平衡全球的需求，並轉向充滿活力的新興經濟體市場。

中國經濟在2011年-2012年間減速的關鍵原因其實只是官方的意願，在第12個5年計劃中規定的實際國內生產總值(GDP)增長率被降低到7%就是其有力的證明。展望未來，中國領導層的變化對整體經濟十分重要，國家領導人並不是像一般人所想的可以自由決策，他們之所以能成為領導人在某程度上是因為能承諾恪守既定的計劃。中國7%的增長目標雖然會受到挑戰，但卻是保持民間消費8%左右的增長為基礎，因而允許GDP中消費所佔的比例有所上升。對創新和創造力的關注將伴隨着實際工資大幅增長，增加城市移民權利以及擴大醫療和養老覆蓋範圍。

今年經濟可望迎來強勁增長

至於一些發展中國家，如印尼、菲律賓、孟加拉、尼日利亞和墨西哥等有不少令人驚喜的發展；而巴西、俄羅斯及印度則需要強勁的增長。至於韓國和土耳其這兩大巨頭雖然缺乏如其他國家般的增長勢



圖為安徽省一家工廠正在趕工生產。

頭，但仍然保持良好的增長速度。即使在美國方面，只要國會就債務上限上不橫生枝節，並成功令住宅市場復甦，以及令國內能源產量持續上升，相信都會為2013年的經濟帶來亮點。

另一重點是優化全球金融體系。這方面我們已經取得重要的進展，簽訂了彈性更大的資本和以流動性緩衝為目的的巴塞爾III協議。即使體制仍然過於複雜，活動仍然過於集中在大型機構，但相信仍有一定的幫助。國際貨幣基金組織最近的一項研究亦表明完善法規可能引起銀行貸款利率微漲，但漲幅相對較小，亦相信改革金融部門稅收，可有助抑制過度冒險和槓桿的使用。

實現上述轉折的前提是強化全球合作。要想實現共同繁榮，就必須讓緊密聯繫的世界實現緊密合作。2013年我們有機會擺脫經濟危機，2013年將會是一個超出許多人預期的強勁增長年。

法新社

人行仍有寬鬆貨幣空間

太平金控、太平證券(香港)研究部主管 陳羨明

國家統計局上周五上午公佈了2012年12月和全年通脹資料。在通脹升溫，生產價格續疲弱的解讀下，部分市場人士擔心內地放寬貨幣寬鬆步伐，港股大市掉頭向下，恒指在當天上午創19個月新高後倒跌收市。接下來歐洲等多個金融市場的走勢亦受影響。因此需對內地12月的CPI變化作了解分析。

12月份，CPI同比上漲2.5%，環比上漲0.8%；PPI同比下降1.9%，環比下降0.1%；2012年全年CPI上漲2.6%，PPI下降1.7%。CPI上漲略高於市場預期的2.3%，大幅超出10年來均值水平。其中非食品價格環比持平，基本符合季節性規律。食品價格環比大幅上升。PPI環比小幅下跌，同比跌幅進一步收窄。單月看CPI漲價完全來自食品，且主要是蔬菜、肉類。預計春節前食品價格繼續上升。

天氣對物價影響限於短期

值得重視的是，PPI低於預期，慢於CPI，僅食品、服裝出現上升。非食品價格符合季節規律，結合PPI環比為負，預示當前的價格現象主要來自預期以及局部，沒有過多的價格現象。春節錯位將導致未來2個月CPI出現波動。天氣對物價的影響限於短期，央行仍有寬鬆貨幣的空間。

氣溫偏低減少供給疊加肉禽需求旺盛導致12月食品價格環比漲幅超出歷史均值0.5%。2012年冬季是30年來氣溫最低的一年，食品

上漲2.4%，超過季節性上漲。其中鮮菜更是環比上漲17.5%，肉禽及製品價格上漲2.4%，水產品上漲2.0%，蛋類價格上漲3.1%。因此，12月食品CPI價格上漲主要來自蔬菜價格上漲。蔬菜價格大幅上漲主要原因在於今冬超過往年的寒冷天氣對蔬菜的生產和運輸帶來不利影響，對蔬菜供給造成負面衝擊。

入冬後的降雨降雪天氣也使得漁船出海捕撈難度加大，產量受到影響，這些都導致肉禽蛋類的供給減少。另一方面，隨着天氣轉冷以及春節臨近，肉類的消費出現旺季，水產品和肉禽類需求旺盛。同時，較冷的天氣也對運輸造成困難。農業部食品價格資料顯示食品價格上漲仍在繼續，因此估計CPI仍將在食品價格上漲的推動下繼續上升。

但天氣因素對物價的影響限於短期。由於蔬菜的生產週期很短，天氣因素影響蔬菜的供給是短期的。如果低溫天氣持續，則可能對肉禽的供應亦造成影響，在時間上對CPI帶來影響會長一些。但總體上，天氣因素對食物價格的推升影響仍然屬短期的。

春節錯位將導致CPI同比波動。由於2012春節落在1月，導致去年1月環比高達1.5%，但12月CPI反彈產生的翹尾因素對1月CPI環比輕微影響，因此估計1月CPI同比增速下跌至2%左右，較去年12月大幅收窄。而今年春節在2月，預計2月回升。

總體看，今年內地繼續寬財政、穩貨幣，通脹壓力將較2012年大。中央經濟工作會議表明穩增長，同時強調調結構，因此估計今年對於貨幣政策的選擇仍然以數量工具為主。

澳人澳地應否於蛇年實施呢？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

澳門與香港一衣帶水，龍年同樣面對房地產市場急升溫的情形。在中央政府鼓吹產業適度多元化的大前提下，澳門的經濟發展重心應該是博彩業、會展業、中醫藥業、文創產業和其他非地產的服務性行業，注意房地產不可能也不應該是其主要經濟的發電機。澳門賭權開放為經濟帶來巨大財富，市民工資水平相應提高，但也吸引大量外資湧入大幅提高住宅價值，樓價上升幅度更遠高於人工和通脹升幅，使市民置業更是「難上加難」。

再者，澳門經濟剛剛完成了高速發展速度，並進入較低增長期。雖然博彩收入去年已突破三千億元，但旅客人數只能徘徊在年二千八百萬人次左右，預計上述兩組數字今年只能保持單位升幅。澳門學者預計今年GDP增幅將放緩至5-8%，通脹率稍為輕微回調低於6%，大幅減弱市民的實質收入增長率。其實早前中央政府已覺察到博彩業未來收入增幅大幅放緩的趨勢，着令特區政府積極朝向產業多元化的道路，高企的房地產市場價格不應成為其絆腳石。不斷提高樓價，只會高築產業進入壁壘，增加本土中小企業新興產業的起步難度，為澳門的長線經濟發展投下不確定性。這豈不是使經濟適度多元化的希望變得更遙遠？

宜先研究應否執行限購措施

港澳兩地同樣是土地資源稀缺，澳門的人口密度更遠遠高過新加坡，這會對澳門未來的持續發展有莫大障礙！大量澳門土地成為外資投資或投機的標的物對本地經濟有害無益，外資投入資金興建大量豪華樓宇而不主力供應給本土居民，將會推高樓價無助本地人口置業。在現在澳門經濟增長高於人均收入增長的情形下，乘著外圍低利息和貨幣寬鬆環境，澳門樓價近年升幅已大大高過工資升幅，為了保障本地人置業安居，「澳人澳地」政策應該是一項確保居民置業的長遠政策目標。同樣地，港澳兩地行政手段只能短期放慢樓價上升，增加土地供應量和引入「澳人澳地」政策才可加速本土人置業安居。



澳門賭權開放為經濟帶來巨大財富，市民工資水平相應提高，但也吸引大量外資湧入大幅提高住宅價值。

彭博社

在「澳人澳地」政策下，政府有效調控樓市有何具體措施？首先是研究應否執行限購措施，如限定每位非本地居民或法人不能購買多於一個物業、外地居民或公司如轉讓特定金額以下的物業(例如三百萬以下)時交付特別印花稅，特定規模土地招標或拍賣時只面向澳門本地公司等。視乎樓價上升速度，政府調整非本地居民樓宇按揭成數和最低利率，並提供本地居民「首次置業」的優惠政策。為了更有效平抑樓價短期急升，政府可增收樓宇短期買賣利潤增值稅，如房屋3年內轉手對利潤部分收納增值稅，並提高擁有多個物業的非自用業主的累進房屋稅率。

澳門的土地面積僅近30平方公里，但人口預料會由現時57.4萬上升到2036年的80萬，特區政府只能透過填海計劃去滿足人住房需求。在已公布的幾個計劃填海區中，政府應盡量規劃土地作為中小私人住宅和商業用途，停止推出博彩業土地，在土地開發條文上加入「澳人澳地」的最低發展數目去長遠增加市民對住宅單位購買力。港澳兩地一脈相連，澳門的具體措施可否成為香港政府的參考資料呢？

窩輪對沖入門法

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

港股近日屢創高位，不少藍籌股也相繼創出年內新高，已持貨的投資者也喜見帳面利潤，然而，帳面利潤往往帶空歡喜，只有沽貨後獲得的真實回報才有意思。相信目前不少投資者正陷於兩難之間，到底應沽售圖利，還是繼續持貨，捕捉或許尚未完結的升市？雖然我們沒有水晶球來預測後市，我們可以透過適切的投資產品去增加勝算。

一般投資者習慣把窩輪視為短線買賣的工具，並沒有其他的投資價值；其實，不少資深的投資者也會利用窩輪作風險管理(或稱為對沖風險)，例如減低手持股票組合的市場風險，其實，這與買保險的概念同出一轍。

一直以來，風險對沖活動只是大戶的專利，在散戶的圈子中較少聽聞，但到底窩輪作對沖持貨風險的策略，是甚麼一回事，其實運作又如何呢？簡單來說，有別於以往以窩輪捕捉短期市場波動，他們購入相關認沽證是為持貨買保險，減低跌市的殺傷力。認沽證是看淡市況的投資產品，特點是其價值會在市況下跌時增加，倘若運用得宜，此類認沽證在跌市中發揮保險的作用，減低股票投資者持貨的損失。

投資者或許會問，到底應買入多少窩輪才能有效地對沖風險？事實上，數量過多或過少均會影響其對沖的效果，令結果出現偏差。這對對沖數額也不能胡亂設定，主要是根據窩輪的對沖值來計算出來，而此數據可在各大發行人網頁找到。

就讓我們以一個實例說明如何運作，投資者持有10,000股中國人壽(2628)，並考慮購入認沽證對沖潛在市場風險。假設認沽證A的對沖值為0.35，兌換比率10，他為持貨對沖所需認沽證數量是(10,000股 x 10) /

0.35 = 285,714股(註：10是兌換比率)。當然，投資者可按照其實際需要進行調整。

須注意正股基本因素有否變質

然而，當投資者準備採用此策略前，必須留意以下要點。首先，他們必須明白所有對沖活動都要付出代價的，正如買保險需要付保費(即認沽證價格)一樣，因此成本高低，也會直接影響最終回報。當然，最終保額多少，甚至是否需要投保，與個人對後市走勢的看法息息相關。倘若正股的基本因素已開始變質，投資者不單不應對沖，甚至應果斷地沽貨離場。

其次，對沖風險的行動或者未必適合所有投資者，筆者建議大家在決定前，不妨問自己以下兩個問題，倘若其中一個答案是否定的，那他們最好稍等一會，再作打算。

1、相關正股或指數數否在短期內大跌？有別於正股，窩輪是有投資期限的，加上其價值會隨日子遞減(時間值效應)，因此未必適合用作中長線對沖，或持有觀望。即使利用窩輪作對沖，也較合適短線之用，因此，倘若投資者對正股的未來走勢未有明顯看法，可能未必適合購入窩輪對沖風險。

2、我知道窩輪的投資特性及買賣竅門嗎？窩輪具有獨特的槓桿特性，潛在回報和風險也較高，因此，只有資深或對窩輪有基本認識的投資者才應該進行買賣。此外，由於窩輪的定價原則，主要是由正股價格以及一系列因素如波幅等相互影響而定，加上時間值每日損耗，因此在個別情況下，或出現股票和窩輪價格同時下跌的情況，失去了對沖的原有作用。無論如何，投資者亦應在購入認沽證時，訂立止蝕位，避免一旦市況裂口向上，或會拖累整體回報。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)