

各國央行運回金儲恐成趨勢

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

近年全球央行持續不斷的寬量政策，貨幣供應大增，各國貨幣有爭相貶值之味道；另一方面，多個已發展國家債務沉重，美國前年被歷史性地調低其AAA之主權債務評級，歐債危機爆發更加深大眾對政府債務償付能力之憂慮，而由於國家的信用乃該國貨幣之依歸，因此，近年大眾對貨幣作為價值儲存的功能開始有所質疑，這亦間接刺激了市場對同樣具備價值儲存功能的黃金之需求。

在這對黃金特別敏感的時刻，德國央行近日之舉動，便令市場出現大量揣測；德國有傳媒報道指出，德國央行將計劃把現時寄存在外國的黃金儲備運回德國。

2020年前，黃金儲備將有50%存放在德國法蘭克福，紐約跌至37%，至於倫敦則維持13%不變，即主要將存放於美國及法國之黃金儲備運回德國。

將黃金儲備存放在外國，是有好處的，一來能夠減低過分集中存放的風險，德國將大部分的黃金儲備存放在外國，最初亦是因為冷戰時期為防範蘇聯入侵西德，而採取的避險措施；二來當發生金融危機時，能即時以實物黃金，與外國央行兌換外國貨幣，如美元英鎊等，否則要等到資金從德國運到美國或英國才能成功兌換，這將費時失事。

因此，從這個角度看，由於德法兩國目前均使用同一種貨幣——歐元，因此，德國將黃金存放在法國，便少了能即時兌換他國貨幣之好處，將該國黃金運回德國，亦可以理解。此外，一國央行把自己的黃金儲備存放在另一國央行，情況就如大家把錢存放在銀行中，代表其對對方的償付能力、經濟、操守及政治有信心，相信對方不會拿走自己的

資產，並可隨時取回，因此，德國減少存放於美國的黃金儲備比例，則惹來對美國甚至美元失去信心之揣測。

當然，這又是一個難以證實的假設，然而，隨著美國政府債務持續增加，債務上限一而再，再而三地無止境地提升，雖然避過「財政懸崖」，但已顯露出美國政府財政管理能力有很大的改善空間，與其由美國幫其保管黃金儲備，倒不如將部分運回德國，自行保管。

要證實是否對美國失去信心，可觀察日後其他國家會否仿效德國央行之做法，將存放在別國之黃金儲備，運回本國。一旦成為趨勢，這便能足以反映各國央行之間的互信程度減弱，而同為歐元區成員國，與德國為鄰



德國有傳媒報導指出，德國央行將計劃把現時寄存在外國的黃金儲備運回德國。圖為德國央行的金條。

法新社的荷蘭，亦有九成黃金儲備存放在外地，當中大部分存放於美國，荷蘭會否跟隨德國的做法，讀者不妨拭目以待。

長期利率有可能緩步上升

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

全球經濟經過五年金融和債務危機的掙扎。為了降低負債負擔，發達國家普遍採用長期零利率或量化寬鬆的方式，加上槓桿化的債務循環，超低利率或零利率已成為常態。隨著總需求重拾增長，未來十年的預期實際利率可能緩步上升。

自從1929年以來，這次復甦是最緩慢的，但信貸反彈卻是最快的。發達國家央行通過壓低官方基準利率去引導市場實際利率走向低處。從2007年8月起，聯邦利率從5.25%降至0%-0.25%的目標區間，更12次降低貼現率；歐洲央行亦先後8次降低主要再融資操作利率至0.78%；日本央行則兩度降息至0.1%；英格蘭央行更9次降息至歷史最低0.5%。

人為壓低利率扭曲了金融市場資金的配置。在歐債危機愈演愈烈之際，債務規模和赤字規模最大的美國卻成為廉價債務融資的最大贏家。美國10年期零息國債收益率與10年期零息通脹互換利率的差已經為負，這意味著投資者持有長期美債會帶來虧損。

美國政府每年的借款包括債務再融資規模平均超過4萬億美元，這種以新債償舊債的方式不斷推高美國的債務總額。

當債務規模不斷攀升時，市場需要更高的風險補償，從而加大債成本。一旦美國經濟有所改善，並觸及美聯儲設定的6.5%失業率和2.5%通脹率為目標的寬量政策退出機制，市場實際利率將會上升。

正是因為全球都把美債當作「無風險資產」，很有可能助長了美國債務的過度積累，包括中國在內的全球貿易順差國對於美元長期實際利率水平起了一定的抑制作用。「順差在中國，財富在美國」，這就意味着中國購買的美債數量越大，導致中國財富廉價外流的情況越嚴重。

人民幣和資產膨脹也將結束

就中國而言，人民幣單向升值的軌道改變以及外部流動性壓力下降將是一個長期的趨勢，再加上風險資產長期面對估值下降和減低泡沫化的壓力，人民幣和資產膨脹也將結束，亦沒有那麼多剩餘儲蓄資金再為發達國家進行廉價融資。未來十年，全球都可能普遍進入利率上升通道和全球經濟再次平衡。

事實上，目前全球利率仍處於低位，包括發達經濟體經濟疲軟、高負債居民信貸需求減少、以及央行普遍執行刺激性貨幣政策。因此，世界可能即將進入投資需求大於儲蓄意願的新時代，這個局面將推動實際利率上升。

港股可望繼續高位運行

太平金控、太平證券(香港)研究部主筆
陳羨明

美股與港股上周五雙雙破頂，道指創了5年新高，恒指亦升至19個月以來的高位。受惠於美股穩定上升，內地經濟確認見底恢復上行，預料港股可繼續在高位運行。

美國上周公佈的主要經濟資料包括：零售和食品服務銷售、商業庫存、CPI、工業產出、房屋建築商協會房地產市場指數、首次申請失業金人數和密歇根大學消費者信心指數。從數據看，商業庫存、汽車組裝和公用事業產出資料則低於預期，但實際消費者支出和房屋建造的資料遠好於預期。

首次申領失業金人數上周達到了5年以來的最低點，房屋建造12月大幅上升，遠遠高於預期，新建多戶型住宅恢復到了房地產危機前的平均水準。在超低利率環境下，加上陸續公佈的數據亦見美國經濟漸升溫，使美股穩中向俏。

國家統計局上周五發佈2012年宏觀經濟資料。2012年GDP增長7.8%，四季度GDP同比增長7.9%，季環比增長2.0%。四季度復甦勢頭略強於預期，出現了經濟回升的拐點。但實際投資增速回落至20%左右，12月固定資產投資同比增長從9月的26.8%快速回落至20.7%，由於產能過剩，預計製造業投資放緩將持續。由於基數原因基建投資回落至15%左右，未來有望小幅回升。此外，工業生產資料表明經濟穩定回升。但工業增加值同比回升力度減弱，汽車產量同比加速，

重新認識窩輪投資價值

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

認股證(窩輪)最為人認識的特性，莫過於其「刀仔鋸大樹」的槓桿特性，即投資者只需付出正股股價的一小部分，便能間接地控制正股，並有效地賺取回報，部分入門門檻更低至千元，更可看升看跌，為投資者提供不少彈性。

筆者在以往講座中，接觸不少投資者，對窩輪投資的認識非常片面，部分只為賺快錢，期望點石成金，也有朋友視為洪水猛獸，標籤所有窩輪產品都是碰不得的高風險產品，當然，相比買賣正股，窩輪涉及槓桿買賣，風險自然較高，但不同窩輪的風險水平並不一樣，取決於其相關條款，如槓桿水平或尚餘日數等，試想2倍和20倍槓桿帶來的潛在風險完全是兩碼子事，而距離到期日長短也直接影響窩輪波動性和時間耗損速度，應根據自己所能承受風險程度，以及對大市或股份短期走勢的信心選定窩輪條款，更重要的是控制入場注碼和嚴守止賺止蝕。倘若風險控制得宜，窩輪仍有一定的投資價值。

誠然，認股證除了提供槓桿買賣外，資深投資者也可善用其獨特優勢來增加投資彈性，上周筆者在此淺談窩輪對沖入門法，今日繼續介紹其他投資策略。

港股近期屢創新高，累積升幅不低，不少藍籌股已突破年內高位，投資者如認為大市短期或進入短期整固的格局，到底如何利用認股證增加勝算？在此情況下，由於股價已累積一定升幅，再追入的風險逐漸增加，投資者或可考慮候高購入相關認證，以迎接股價可能隨時出現的調整機會。

發電量和原油產量輕微下跌，鋼鐵、尤其是水泥產量同比增速下滑較大。

我們1月4日於本專欄指出，「從基本面看，市場對中國經濟前景有信心，又有資金的支持，可使港股後市升勢得以延續。從估值看，目前港股約12倍的市盈率，仍處歷史較低水準，仍有上升的空間。例如去年由於對經濟增長下滑的擔憂，去年中大量中資股的市盈率跌至5-6倍，如今這批股份市盈率回升到9-10倍，只是估值的修復。但短期看，技術上，恒指9RSI出現三頂背馳，顯示已呈超買，估計會先作整固。」

港股在1月4日以23,331點收市，於1月17日以23,339點收市，橫行整固半個月後終於上周五升262點，創19個月的收市高位，未來走勢如何？

不同板塊上升動力將不同

美股雖然穩中向俏，但美股削減開支、不明朗的國債上限問題，以及陸續公佈的上市公司業績始終束縛美股的上升動力。中國證監會表示將考慮適時推行第二階段的QFII和QDII，包括允許港資和外資金融機構參與RQFII，整體規模有望增加10倍。政策上的進一步放寬不但對A股有顯著的提振作用，對於港股同樣亦有實質性的利好作用。所以，港股整體上可望繼續在高位運行。但不同板塊的上升動力將有所不同。

眾所周知，唯有成功套現的利潤才是真實的，否則只是紙上富貴，不少股份投資者或已賺取不俗的賬面盈利，然而應否在現階段沽貨套利，實在難以取捨，一旦沽貨離場而股價繼續上升，他們將會錯失進一步獲利的機會，反之，若選擇繼續持貨，則要面對股價調整的風險。

投資者或可考慮善用窩輪部署，實際概念簡單，先以現價沽售正股，再以部分利潤購入相關的認購證，優點在於投資者既可鎖定大部分投資收益，同時仍可繼續透過認購證捕捉正股上升帶來的機遇，誠為「進可攻退可守」的投資策略，亦多為資深投資者所採用。

投資者若選定上述策略，到底應選擇甚麼類型的條款？長期vs短期，價內vs價外？筆者認為這視乎個別投資者對後市的短期看法，而不同條款的走勢表現各有長短。例如，價外認證的投資成本較低，但價格較為波動，受時間值及其他變數的影響往往較大；至於價內認證的對沖值較高，一般較能緊貼正股走勢，時間值及引伸波幅帶來的影響較低，即使市況牛皮，也可持貨觀望一段時間，或適合低風險投資者的需要，但缺點是每股價格普遍較高（內在值高），令整體成本上升。

應避開年期短或街貨高高輪

總括而言，投資者應避開一些接近到期，或街貨量極高的窩輪條款，兩者的價格走勢有時難以預測，未必能緊貼正股資產的走勢，最終增加投資的不穩定性。說到底，投資者若自問缺乏紀律性，難以果斷地執行投資決定，槓桿產品還是不沾手為佳。（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。）

中國經濟開始好轉

時富金融策略師
黎智凱

上周五，國家統計局公佈2012年第四季度及全年GDP數據，結果顯示中國第四季度GDP增速錄得7.9%。初步核算，全年國內生產總值519,322億元(人民幣，下同)，全年GDP增速為7.8%。分季度看，一季度同比增長8.1%，二季度增長7.6%，三季度增長7.4%，四季度增長7.9%。分產業看，第一產業增加值52,377億元，比上年增長4.5%；第二產業增加值235,319億元，增長8.1%；第三產業增加值231,626億元，增長8.1%。從環比看，四季度國內生產總值增長2.0%。

筆者認為，GDP增長高於7.5%的預期目標，說明中國經濟已經成功實現了「軟著陸」。在去年全球經濟復甦緩慢、國內經濟下行壓力加大的背景下，國家經濟堅持「穩中求進」，通過穩增長、調結構等一系列措施，有助通脹壓力的緩解。特別是第四季度扭轉了自2011年一季度以來GDP增速連續6個季度逐季回落的態勢，這也證實了全球第二大經濟體在經歷兩年多的經濟減速之後開始復甦，這是來之不易的。

與此同時，這個數據也不是很真實的反映現實的情況，其原因在於數據的統計方法的問題。在我國計算GDP數據所運用

的是經濟模型計算方法。但是這個方法與其他大部分國家都不一樣。舉例來說，以進出口為例：國際通用的計算方式是按照淨出口與淨進口相減而得到的差，但在我國國內的這數據卻是用出口加進口得出來的。

追求高GDP只會帶來虛假繁榮

我國勞動力整體水平仍然極低，全民勞動力水平只相當於美國的十八分之一，人均GDP水平是美國的九分之一，同時還面臨著物價的增長，泡沫的增長，債務的增長和腐敗增長等風險。而這些都是不可忽視的。筆者覺得，政府應以民生為基本，以真正改善人民的生活為經濟增長的主要目的，而不要一味追求高GDP增長帶來的虛假繁榮。

從今年情況看，全球金融危機影響已經延續數載，世界經濟開始出現一定復甦跡象，但仍然很微弱。筆者覺得，作為全球經濟增長的引擎，中國經濟發展的支撐更加體現在內需上，城鎮化、消費升級等對擴大內需提供了巨大空間，但仍需要時間。筆者相信，通過培育一批拉動力強的消費新增長點，促進投資穩定增長和結構優化，預計今年中國GDP能夠保持8%左右的增速。

冀特首圓港人置業夢

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

行政長官於一月十六日發表上任後首份《施政報告》，主題為「穩中求變，務實為民」，正講出其「適度有為」的施政理念！如特首多番表白，這份報告把房屋／土地問題放在最重要地位，跟市民需要特區政府首要處理居住難題互相呼應。

出身於房地產專業界別，特首深明住屋價格取決於供求關係，但當供應短缺一日不解決前，政府只有限制外來需求和壓抑抄家需求去平抑樓價。政府重申堅持「協助基層上樓、協助中產置業」的房屋政策，透過增加短中長期房屋和土地供應去達標。

特首以務實態度向市民承認中期的公居／私型住宅不可能有大幅增長，但表明政府已經知道房屋問題有多麼嚴重而且下定決心必須踏出解決問題的第一步，這相比歷屆政府已經有所進步。面對複雜的供地技術問題，政府表明會盡力排除萬難尋找可建土地，不論大小，哪怕位置偏遠，不管工程技術多難，務求於本任期末起始供應土地。除了重申於未來五年年產約15,000單位外，政府的2018年起五年公屋總供應是不少於十萬個單位，並加強取締濫用公屋和回收自願遷出的單位去淨「回收」年7,000多個單位，使每年供應量維持在22,000至27,000個單位，加快公屋輪候人士上樓速度。

這個美好的願望有賴房委會上下同心去完成，主管局長應定期檢視建屋進度，對滯後項目監督，幫助協調理順跨部門的問題。據資料顯示，公屋預期建屋量會在未來幾年下跌，未必能達標，如2012/13、2013/14 和 2014/15預計只可完成7,900、13,850和12,700個，相比預計數目只及47%、95%和69%，未能年產15,000個。特首出席答問大會時，再次重申政府要超標75,000的決心，期望政府上下一致協作以達成目標。

新建單位已有大幅改善

原來的「置安心」計劃會轉為新居屋，首批四幅土地是位於大埔、鑽石山、彩虹和馬鞍山，特首表明在2016/17年度起的四年內落成約17,000個新居屋單位。在過去五年內，居屋供應量是零，恢復興建新居屋將本地住宅納回公／

居／私三層次的正軌！在私人住宅市場方面，未來三至四年一手市場預計可提供67,000個單位，包括建築中未售、落成後未售和熟地上可立刻動工興建的單位，相比過去五年的平均年產不足一萬個已有大幅改善。政府表明非常重視開發商囤積空置單位問題，如有惡化情形會考慮徵收空置稅去解決。其實特首上台後半年已經督促部門加快審批樓花，盡快釋放大量的一手樓應市。面對審批時間縮減，開發商近期將一手樓取價較貼近同區二手市場，有效地產生互相平抑的效果。

如筆者經常提及，特區政府必須掌控大量土地儲備才能有效調控樓市。報告書提出政府會採取一連串強力措施去增加短中期房屋土地供應量，包括36幅共27公頃的「政府、機構或社區」及其他政府用地，13幅共57公頃「綠化地帶」和透過工業用地檢討釋出16幅共30公頃土地，合共可改建成提供49,800個單位。再加上其餘多項發展計劃，現時已知短中期可提供住宅用途土地已超300公頃共建約128,700個單位。特首未能提供具體時間表是可以理解的，因為其中涉及規劃、工程、環保、交通多方面範圍。

特首並未滿足於增加短中期住宅供應量，報告書中表明政府落實推進長遠土地供應，如新界東北新發展區的53,800個單位、洪水橋新發展區的400公頃用地、新界北部地區的現代化新市鎮計劃大嶼山尤其東涌新市鎮擴展計劃、維港以外包括大嶼山北、屯門龍鼓灘、青衣西南、馬料水河口一帶和港島西的2,000至3,000公頃的填海等等，一幅美麗的長遠土地供應量計劃表已浮現於市民面前。試問今天如不再把把勁推行，如何能應對十年後經濟「做多做闊」的土地需求呢？

總括來說，特首以務實態度向市民表明長期解決本港房屋問題的心跡，回歸到公／居／私三面市場正軌，並透過短中期房屋／土地供應去體現政府的房屋理念。

這些政策成功要依賴社會各界人士支持，政府部門上下官員配合和本地經濟發展持續向好推動。請給特首足夠時間去實行，不應起步時只懂「口誅筆伐」！

正如詩人所說，筆者希望上天給力特首帶領本港如鷹背負奔向黎明翱翔！

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。