

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

日央行續擴量寬 貨幣戰恐衝擊全球

繼世界銀行早前下調了其對世界經濟增長的預測，國際貨幣基金上週亦提出警告，將今明2年全球經濟成長預測分別下修至3.5%和4.1%，較去年10月份公布的預測分別下調0.1個百分點，並警告全球經濟依舊面臨明顯的下行風險。

在這種情況下，相信將有不少國家會採取刺激措施支撐經濟成長，而雖然很多國家不願明示，但不少「刺激措施」都會有令當地貨幣貶值的結果，讓該國出口在價格上獲得優勢。

而近日在貨幣政策最多動作的，要數日本政府與央行。日本央行上週二(1月22日)舉行貨幣政策會議後，宣布維持0%-0.1%的利率水準不變，並將採用2%的通脹目標，以及承諾無限量購債，於明年1月開始每月買進買約13萬億日圓，其中包括2萬億日圓日本公債。

至於日本政府與執政黨則剛剛通過2013財政年度預算草案，初步編列的總預算為92.61萬億日圓，為史上最多年度預算總額；而稍早之前，日本政府亦批准了一項10.3萬億日圓的經濟刺激計劃，是金融危機以來日本推出的規模最大的刺激措施。

誠然，日本經濟環境持續疲弱，早前日本財務省公佈，去年全年貿易逆差創下6.927萬億日圓的紀錄，較2011年的2.565億日圓增加了一倍多，顯示日圓高企對其經濟帶來的負面影響；而在IMF的報告中，雖然將日本今年成長預測保持在1.2%，但將明年預測下調0.4個百分點至0.7%，前景令人擔憂。

在這種情況下，日本政府希望以財政及貨幣政策，刺激該國經濟反彈，本屬無可厚非；但日本若依賴日圓貶值爭取出口市場，無疑將對其他同樣渴求透過出口支持經濟復甦的國家帶來壓力。

事實上，針對日本央行擴大寬鬆政策，即

使日本首相安倍晉三的經濟顧問竹中平藏為政策獲航，指日本央行採取的措施旨在擊退通縮而非貶抑日圓，但德國央行行長魏德曼(Jens Weidman)早前已向日本提出警告，指不要藉由過度寬鬆的貨幣政策將日圓匯率「政治化」；而俄羅斯央行副行長Alexei Ulyukayev亦表示，全球正處於一場新的貨幣戰爭邊緣，日本央行以政策拉低日圓的措施，可能引起其他國家的跟進。

事實上，在歐債危機後，歐洲國家普遍仍面對困難的環境，而歐元集團主席早前已表示歐元匯率不合理地偏高，影響區內經濟。市場目前正關注歐央行會否再次推出刺激措施，然而，值得注意的是，若歐日兩大經濟



圖為日本銀行總行。路透社體裁相擴大刺激規模，無疑將對其他國家帶來衝擊，容易引發貿易戰，環球經濟更可能陷入混亂而難以穩定復甦。

日本新貨幣政策不可行

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶琪

為了振興沉寂了幾年的經濟，日本新任首相安倍晉三決定利用貨幣貶值來製造通脹，希望從而刺激國內消費和出口，最終導致經濟增長。可是筆者認為這政策並不可行，情況更甚有機會引發新一輪金融危機。

10年期日本國債利率為世界最低，日本國債和預算赤字亦處於極高水平，債務總量大約是國內生產總值(GDP)的230%，情況比希臘更差，更幾乎是意大利的兩倍。雖然如此，日本國債有其一大優勢，就是融資成本極低。

過去由於物價通縮加上日圓升值，持有日債可享正回報率，自然成為資金避難所。再者，日債的最大債主是國民，日本人又過度儲蓄，再加上人口老化，進一步壓抑消費。由於融資需求低，造成了長期貸款利率處於極低水平。

讓國內物價更快速上漲

可是這一情況一旦結束，日本央行將採取量化寬鬆政策，讓目標通脹率維持於2%至3%之水平。金融市場對日本的經濟政策反應激烈，日圓兌美元在一個月內大跌7%。相反，同期歐元兌美元則上升，故日圓相對歐元的貶值更大，因此日圓的貶值將會推高通貨膨脹率。日本銀行的激進貨幣創造政策更可能令日圓進一步貶值，從而讓國內物價更快速上漲。

隨着日本物價上漲及日圓相對其他貨幣貶值，如果要投

資者繼續持有日債，只有名義收益率較過去大幅提高，利率升高的一個直接效應是擴大預算赤字和國債增長率。若然借貸成本上升4%將會導致年度赤字轉變，達至GDP的20%。

日本政府可能會採取快速通脹的手段降低債務的真實價值，這可能造成投資者要求更高的真實利率。長期利率的急升令日本國債遭到拋售，摧毀家庭財富，並反過來抑制消費支出。高利率還會對公司債券和銀行貸款利息上升，抑制商業投資。這樣不但不能促進國內資本投資，反而令資金外流，進一步刺激亞太區其他國家的債券需求，可能間接造成亞太區資產泡沫，物價飛漲。債務爆發和利率上升的綜合效應將會是經濟災難。

即使不存在通脹加速和日圓貶值預期，日本的基本條件也表明利率將會上升。日本政府能夠向國內買家出售債券，是因為國內儲蓄率很高。相對投資的超額儲蓄給日本帶來了經常項目盈餘，使其能夠在國內解決政府融資問題。除此之外還有足夠的餘額投資美元債券和其他外國證券。

可是家庭儲蓄率近幾年大幅下降，跌至不到2%。高公司儲蓄和低商業投資共存的局面維繫着日本的經常項目盈餘，讓日本能夠在國內找到預算赤字融資源。但盈餘在過去五年內迅速下降，從2007年的約佔GDP的6%降至現在的1%。

隨着家庭儲蓄率的下降和新財政赤字前景，經常項目很快會轉為赤字，迫使日本向外國買家出售債務。一旦國債流到外國人手中，國債價格將更趨波動。

推動中國經濟須解決收入問題

時富金融策略師 黎智凱

2013冬季達沃斯論壇已於1月23日至27日在瑞士舉行。儘管出席會議的中國代表並不多，但達沃斯論壇的中國因素卻依然不少。論壇開幕的當天就有兩場分別名為「中國的增長環境」和「中國2020：當願景遇到現實」的論壇會議舉行。而這其中「城鎮化」成了專家熱議中國經濟增長模式的焦點問題。

2012年，歐債危機反覆惡化，全球經濟增長明顯放緩；而在國內 2008年以來的刺激政策副作用開始顯現，經濟增長面臨着較大下行壓力。在穩增長的政策作用下，經濟運行在第四季度反彈了，也暫時緩解了那些對中國經濟硬着陸的擔憂。但統計局發佈的基尼系數顯示中國收入差距較大，而且這種差距也在局部擴大，並且勞動年齡人口首次出現了萎縮跡象，這些都表明中國經濟所面臨的重大挑戰。

筆者相信，2013年世界經濟仍將處在深度調整期。面對歐美債務危機巨大的不確定性，像作為全球第二大經濟體的中國，可持續增長對全球經濟是十分重要的，而如何啟動內需將成為中國在2013年以後最大的挑戰。有人表示，城鎮化將成為中國未來帶動內需的一大利器。

發改委李鐵在沃斯論壇表示，新型城鎮化必須要科學合

理地佈局與規劃，大中小城市在更合理吸納人口的同时，不至於人口暴漲。與此同時，新型城鎮化的內容還應該包括穩固城鎮化進程以及可持續發展等內容，中國面臨6.9億人口的城鎮化，選擇什麼樣的道路對世界將產生深遠影響。

城鎮化應從內涵下工夫

筆者認為，中國的城鎮化不僅要體現在城鎮化率這樣的數字上面，而應該更多的在內涵上下工夫。要解決好收入分配問題、社會保險問題和社會保障問題等等。目前中國有兩億多人口在城市打工，但他們的家還在農村，接下來的城鎮化進程就是要解決這種半城鎮化問題。

對於中國來說，2013年是一個改革之年。對於中國經濟來說，2013年是一個換屆之年。政府已經承諾制定改革時間表和路線圖。筆者認為，財政或許將更加積極，不過由於經濟低迷、房地產調控等原因，實施大規模的投資計劃的概率會很小。不過，金融自由化應該會有所推進，但是某些上游產品企圖壟斷經營的狀況難於改變。鑒於多方面的因素，筆者認為，中國2013年中國經濟要從主要依靠投資和出口拉動經濟增長轉向依靠消費、投資、出口共同拉動經濟增長，特別是依靠國內消費拉動經濟增長。而要靠國內消費拉動經濟增長，首先要解決的就是收入分配問題。

春節長假前窩輪部署

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

近期港股在高位整固，大市氣氛轉旺，每日成交仍維持近800億元。還有不足兩星期，春節長假來臨，經驗告訴我們，長假期市場觀望氣氛往往較高，交投也可能逐漸萎縮，到底大市會否借勢回歸平淡？當然，歷史經驗只可供參考，並不能保證將來表現，最終仍要視乎當時的市場環境及投資氣氛。投資者可做的仍是小心求證，大膽假設，努力透過不同產品增加投資彈性。

宜選較貼價及年期較長股證

一般而言，投資者在長假期，入市態度普遍轉趨審慎，部分更傾向沽貨離場以減少持貨，因此市場交投轉淡，大市波幅下跌，場外期權和窩輪的引伸波幅亦會受壓。眾所周知，買賣窩輪其實是與時間競賽，即使相關資產價格沒有變動，每日也會錄得時間價值損耗，窩輪投資者對這些應不會陌生，引伸波幅下跌，將對持有者不利，投資者宜注意相關風險，避開一些短期價外或引伸波幅偏高的窩輪條款。同時，買賣交易時也應以短線為主，並選擇較貼價及年期較長的窩輪。另外，如持有窩輪過長假期，要留意時間價值損耗的風險。

倘若投資者憧憬長假後，港股有望開出紅盤，並計劃提早以窩輪入市部署，建議先可選擇一些中長期年期的條款(到期日約6-9個月)，雖然槓桿比率較短期輪遜色，但受時間價值及波幅的影響也相對較輕，可視為穩守突擊的策略，而市場上有部分超長年期的窩輪(如2015年到期)，此類條

款防守性高，但值博率不高，一般槓桿只有3倍左右。

至於行使價，可考慮貼價條款為首選。行使價與資產現價相差10%也屬考慮之列，當然，投資者也可以實際槓桿的高低作篩選；此外，投資者也不能忽略街貨量，一般而言，低街貨證可減少市場情緒為輪價帶來的不穩定性，輪價能緊貼資產走勢，特別是當大市異常波動，高街貨量的窩輪較易出現與正股背馳的情況，最重要的，還是發行人開價的積極性。

倘若投資者對正股短期走勢未有清晰看法，也不用急於入市，或可好好利用這假期來部署最新策略。若已持有窩輪(特別是短期價外證或牛熊證(較接近收回價)，則應認真考慮是否需要先行離場或「換馬」(轉換一些防守性較高的條款)，因為長假期間，外圍市況或會影響市場氣氛，間接增加持貨風險。

部分投資者或會在低波幅的市況下，選擇一些槓桿較高的窩輪條款，藉以放大正股的潛在回報，期望能提高勝算。值得留意，高槓桿窩輪一般處於價外狀態，時間價值流逝較快，對波幅轉變的敏感度相對較高，投資者若鎖定價外輪為目標，應以年期較長的條款為首選。筆者以往在本欄曾提及，末日價外輪的風險極高，賭博成分甚重，並不適合一般散戶投資者買賣。始終，窩輪不宜作長線持有，一旦市場走勢與個人看法出現落差，應及早止蝕離場。

此外，為安全起見，窩輪投資者應減低持貨資金，即使換馬也要避免投放新資金，一旦市況在短期出現調整，他們可有效地控制投資風險，待大市出現突破，才考慮借勢加注。

發達國狂印鈔或損人不利己

太平金控、太平證券(香港)研究部主管 陳義明

2012年12月底，安倍晉三正式當選日本首相，隨即明確向日本央行施壓壓低日圓匯率，最終引發日圓在兩個月內貶值10%。日本央行上週更宣布無限期量化寬鬆措施。其實，量化寬鬆既是日本的問題，也是一個全球性的問題。

就日本而言，多國央行近日紛紛表示不滿，指責日本政府引發了新一輪貨幣戰爭。在近日舉行的第43屆達沃斯論壇上，德國央行行長魏德曼明確指責日本新政府的政策正在引發全球範圍內的貨幣戰爭；俄羅斯央行第一副行長烏留卡耶夫也表示，日圓急劇貶值可能成為新一輪「貨幣戰爭」的導火索；德國總理默克爾也公開指責日本的貨幣政策，表示央行不應該為政府的錯誤行為以及國內經濟缺乏競爭力負責，並對日本的貨幣政策有很大的擔憂。

人行料中國今年CPI或逾3%

中國人民銀行副行長、國家外匯管理局局長易綱表示2013年中國CPI可能會超過3%，並對發達國家的量化寬鬆政策及貿易保護主義表示擔心。

事實上，早於去年10月，市場就預計日本可能採取進一步的寬鬆舉措，自那以來日圓兌美元匯率已經貶值10%。日本量化寬鬆是跟隨美國量化寬鬆的做法去解決日本的經濟問題。日本經濟發展較為依賴外需，但出口連續萎縮，使日本經濟長期陷入低迷。日本推出量化寬鬆的主要目的是壓低幣值，刺激出口。然而，針對各國的指責，日本方面強調並沒有故意壓低日

圓，表示由於先前日圓走強日圓走軟的主要是技術調整。日本經濟財政大臣甘利明甚至指出，德國在歐元區固定匯率制度中，出口已獲益最大。

美日實施量化寬鬆政策，會產生很強的溢出效應，這逼使其他國家也面臨資本流入和貨幣升值，對出口及其經濟構成衝擊。因此，量化寬鬆成為跟進國的現實選擇。

就發達國家而言，目前歐洲已經作出了一些反應，未來可能會採取包括口頭干預之類的措施令歐元貶值。事實上，美日決定去年9月再度寬鬆後，歐元的漲幅正對歐洲經濟構成新威脅。歐元集團主席克拉克本月初表示，在歐洲即將走出為期3年的債務危機之際，歐元正處於危險的高位。包括挪威、瑞典等多國也作出了類似表示。

就新興市場而言，雖然日圓貶值的影響還需要一個傳導的過程，出於過去慘痛經歷的教訓，不少新興經濟體為了遏制本幣快速升值，都密切關注自身的匯率變化並採取積極應對措施。韓國等央行紛紛降息，並採取措施嚴控外資流入。代表全球近500家最大的金融公司的國際金融研究所(IIF)本月22日的報告顯示，受發達經濟體增長緩慢和低利率的影響，今年私人資本將繼續從發達經濟體流向亞洲、拉丁美洲和非洲等新興市場。

美日當前的主要問題是由於經濟前景不明朗，企業不願意擴大投資和生產。是需求不足，非流動性不足。在這種情況下的量化寬鬆使貨幣貶值，未必幫助本國經濟走出困境，卻給其他國家帶來壓力，可能自己最終亦並非最後受益者。

廣珠城軌開通 珠海樓市樂觀

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師 張宏業

龍年結束前，廣珠城軌火車正式開通珠海市區，這條線路全長約一百九十里貫穿粵西四大城市珠海、江門、佛山和廣州，實現澳門/珠海與珠三角之間「兩小時生活圈」和與北京/華北之間「一天生活圈」。為進一步加強粵港交通對接，廣珠城軌延長線今年上半年開建，在橫琴島可與澳門輕軌實現無縫交接，換乘兩條軌道，預計於2015年完工運行。

2012年珠海樓市可以說是「先苦後甜」。自從前年年底市出雙限後，首三個月是珠海樓市的冰河期，一至三月僅網籤230、255及364套，三月份的反彈是得力於開發商透過降價促銷。四月份珠海市網籤數下滑至311套，正顯示購買力是積蓄來去迎接五一黃金周的深化促銷活動。如同往年旺季促銷活動，開發商於「五一黃金週」齊齊推出七至八折優惠，市場活動出現了噴井現象，網籤宗數一舉上漲一倍至810套，單單是金城華府和招商花園城已佔上40%，證明減價是銷售活動的最有力的手段！

開發商為了締造半年銷售佳績，六月份仍延續價控量潮，令六月的網籤同樣錄得754宗。當開發商成功過渡六月份並上合格成績單後，市場參與者回歸理性而將優惠幅度收窄甚至提價，購買者熱情沒有明顯減退，六月份網籤也可高位橫行在651和729套中。開發商的信心經歷三季後已逐步建立，正好部署「金九銀十」銷售活動。

藉着這傳統旺季，開發商大量推盤，樓價築底反彈，成交出現價量雙長局面，十月份共錄得822宗網籤，比五月份還高。這股購樓熱潮持續至十二月底，十一、十二月網籤按月維持在829和918宗，為珠海樓市劃上完美句號。年底珠海豪宅市場開始蠢蠢欲動，逐漸駛出去年十月份以前受限限價影響所經歷的沉寂局面。為了推進

經濟發展，中央政府着力「城鎮化」發展，有序地將城市人口增加，進一步提高各省市GDP數字。

筆者相信中央是支持國民剛性需求，未來的「城鎮化」會補充並增加需求，成為未來十年全國樓市的長期推手！但「城鎮化」活動對各地影響不會相同，可以預見處於初期的中西地區將最受惠，增長率會跑贏全國，但成熟地區如沿海省市和各省市會/副省級城市將進入「完善二樓」階段！過去的黃金十年，商品房成交主要集中於一手市場，其價格主導整個樓市，但未來十年會是另一番景象。

可以見到成熟地區的二手樓市場逐漸壯大而「號今天下」，全國樓價除幾個特大一線城市如北京、上海、廣州、天津、深圳外將逐步拉平，這主要是因為高鐵/城軌網絡很快會覆蓋主要地區，形成全國一天生活圈，各地經濟差異情形得到有效改善。

中上住宅樓價僅及澳門1/4

回顧珠海情況，2013年是樂觀一年。隨着廣珠城軌全面開通及橫琴島進入高速發展期，珠海正好補足澳門經濟發展欠缺土地的死穴而得以全面開展！珠海中上住宅樓的價格只是澳門的四分之一，以距離拱北海關十分鐘車程的「華發世紀城」為例，配以大型會所、園林美景、精緻內裝和封閉物業，目前售價折合每平方呎約1,500餘澳門元，真正是「物超所值」，可見上升空間巨大。

再者去年熱賣的珠海金灣區，藉着橫琴開放的遠景構想，平均售價只及市區一半，成為龍年珠海樓市的亮點！可能眾多讀者還未發現，2012年珠海土地市場以工業用地成交佔主流，首三季的商住土地市場處於低迷行情是主因外，但也反映珠海工業發展仍然正常發展，在全球一片回歸「實體經濟」的呼聲中，珠海市正體現了一個平衡城市的發展模式，可堪列位憧憬！