

政治不確定 美經濟緩慢復甦

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

美國第四季經濟意外地收縮，1月份失業率更意外回升至7.9%。不過，利淡數據並未有對市場帶來衝擊，反而一眾風險資產卻持續上升，反映市場對經濟前景相對樂觀。

事實上，從項目細分以及同期公布的其他數據看，美國經濟及就業情況仍在改善。第四季經濟收縮，主要是受美國政府因而對財政應付而暫時性減少開支所致，商業活動仍錄得不俗增長，失業率上升則因有更多人加入了尋找工作的工作動力大軍。至於美國1月份製造業擴張速度更為近半年最快，加上上期中國及歐洲製造業亦見改善，市場未有因上述兩個「利淡」數據而下跌，亦屬合理。

從整體上看，美國去年第四季經濟收縮看來並非一種趨勢，而於上週四(31日)美國國會參眾兩院亦通過了延長聯邦政府債務上限至今年5月19日的議案，使債務上限危機暫時解除。但早前被推遲的政府開支削減計劃，3月1日又會再次生效，一旦削減措施執行，去年第四季美國因國防開支大幅度減少了22.2%，導致經濟出現收縮的情況很有機會於今年第二季再次出現。

而從兩黨的角度看，雖然兩黨放棄了政府舉債上限至5月中，但明顯只屬權宜之計；共和黨早前仍一再揚言不會在調高舉債上限的問題上輕易讓步，誓要迫使奧巴馬政府減少開支作為交換條件，但礙於危機迫在眉睫，才暫時性放寬舉債上限，把戰線拉長，繼續政治角力。

可見，目前美國經濟的潛在風險，主要是來自政治之不確定性；而觀乎過去兩黨談判的歷程，兩黨未來將會繼續拖延問題至死線前才會達成共識，近至財政懸崖談判，遠至2011年7月，兩黨就上調債務上限各執一詞，均達死線才出現共識，而後者更引發了

一場金融市場波動，美國亦因而歷史性地失去了最高信貸評級。

目前美國兩黨分化情況嚴重，兩黨均希望以這些重要關口，作為爭取自身權益的政治籌碼，政治不確定性將無可避免地被拖慢經濟增長速度。但可喜的是，隨着就業情況改善，加上個人收入持續增加，當地房地產市場復甦，以及股市上揚所帶來的財富效應，消費市場仍能保持暢旺。

因此，雖然近月消費者信心未能高於去年底，亦未回復至2008年金融海嘯前的水平，但相信於未來一兩季時間，民間經濟將



圖為美國一個招聘會。法新社

美元儲備貨幣地位備受質疑

AMTD高乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璘

自從二戰後，美元一直是全球貿易的記賬貨幣、銀行間國際收支的清算貨幣，以及最主要的外匯儲備貨幣。雖然美元近年一再受到批評，但是否有更好的方案？我們先了解美元為何成為儲備貨幣。

二戰結束後，歐洲陷入了蕭條和通脹，在缺少外匯儲備的情況下，歐洲經濟合作組織在1950年成立了歐洲支付同盟(EPU)為了無需為每筆交易都實行資金收付。EPU受美元計價信用支持，建立了精確的美元匯率，以此訂立國內價格水平和消除一切歐洲內部貿易貨幣的障礙。至今，大部分發展中國家仍然選擇將國家宏觀的經濟安排之錨穩定對美元匯率。

新興市場國家越來越不滿足於美聯儲的寬鬆政策，導致「熱錢」湧入。除非受影響國家的央行願意買入美元，否則會助長了劇烈的匯率上升，因而削弱國際競爭力。事實上，自2003年末，新興市場的美元儲備已增加了六倍，至2011年更達到至7萬億美元。新興市場基礎貨幣的增加導致這些國家通脹遠高於美國。儘管沒人喜歡美元，但政府和私人市場參與者均認為這是最佳選擇。

二十年前的廣場協議，美國要求日本允許日圓對美元升值，聲稱日本不公平的匯率政策是美國雙邊貿易赤字激增的原因。同樣地，「中

國衝擊」論隨着中國在美國貿易赤字的影響日益增加，這一論調也甚囂塵上，目的試圖迫使中國當局加快人民幣升值步伐。

事實上，美國貿易赤字的原因是由於儲蓄不足，政府尤甚。經濟學家誘導決策者認為匯率升值會減少國家貿易盈餘的觀點是錯誤的。在全球一體化的經濟中，國內投資會隨匯率的升值而下降。有人認為大額財政赤字並不緊要，只要美國能充分利用其在美元的核心地位。簡單而言，只要它能通過向外國央行以近零利率兜售國債為赤字融資。

赤字預算難振興經濟

再加上美國製造業貿易赤字與其經常項目赤字(國內投資高於國內儲蓄的)相約，因此擔心美國製造業崗位流失者應該鼓吹大大降低財政赤字才是對的。可是美國巨額財政赤字和近零利率能振興國內經濟增長和創造就業，這種觀點正確嗎？從2007至2008期間信貸動盪後的五年來看，答案是否定的。

此外，即使沒有這一觀點的論證，對美元本位的最新談判也會走得更遠，並刺激對「新」安排的探索。美國將把利率設定在略正的穩定水平，以充足的國內儲蓄催生(小規模)貿易盈餘。目前與中國的合作對於這一過程的加速和刺激是很重要的。穩定的人民幣兌美元匯率是亞洲和拉美的匯率穩定的關鍵。

城鎮化下的房地產發展

時富金融策略師 黎智凱

2月1日國家統計局服務業調查中心發佈消息，2013年1月份中國製造業採購經理指數(PMI)為50.4%，比上月回落0.2個百分點。因PMI是國際上通用的監測宏觀經濟走勢的先行性指數之一，具有較強的預測、預警作用。加上PMI通常是以50%作為經濟強弱的分界點，高於50%，反映製造業經濟擴張；低於50%，則反映製造業經濟收縮。筆者認為，1月份PMI指數的小幅下降，這預示着2013年中國的經濟將平穩開局。

日前，中國科學院預測科學研究中心在京發佈《2013年中國經濟預測與展望報告》。該報告預測，2013年一、二線城市商品房銷售均價保持上漲。事實上有關數據顯示，北京1月賣地開門紅，涉資242億元(人民幣，下同)，創11年新高。上海易居房地產研究院昨日發佈的統計數據顯示，北上廣深等十大典型城市1月土地出讓面積2,602萬平方米，同比增長77%，出讓金收入為562億元，同比增長263%。地價展現給我們的是反常漲勢。

對於1月土地出讓金十城猛增2.6倍的現象，筆者是這樣看的，經濟增長溫和反彈，必然會促進房地產開發投資增長；房地產市場供需失衡，可能對房價形成上行的壓力；一旦房地產

企業資金壓力得到減緩，相對的融資難度就會大幅降低，進而更進一步阻礙房價的下降。當然也不排除可能因為政策因素使房價漲幅回落。

在中國說到經濟就會想到地產，那是因為中國經濟對地產的依賴症。歲末年初一般是房地產的淡季，而今淡季卻不淡。中國官方調查顯示，去年12月份中國70個大中城市平均房價環比上漲，為2011年2月份以來最大漲幅，創了兩年的新高。最近房價可謂一直處在一片「漲」聲中。上漲的速度有點誇張。中國政府經過近三年抑制房價過度上漲的努力，A股市場地產股是降溫了，但是房地產市場似乎不領情，依然處在緩慢的上升軌道中。

須滿足低端群體住屋需求

筆者覺得，2013年在穩中求進的中央總基調下，國家對於房地產調控政策的基本取向不會動搖，會進一步完善限購政策和調控政策。但筆者認為，有沒有限購不重要，有沒有更加完善的抑制投資性、投機性政策才是最重要。在中國，城鎮化過程會是一個比較長的時期，短期之內解決房地產供不應求的機會是很渺小的。應該讓那些住房困難群體，低端群體，首次置業需求得到滿足，首先解決這個才是當下地產政策和制度的取向。

窩輪發行人如何管理風險

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

不少投資者對窩輪發行人的工作充滿好奇，筆者也經常被問及發行人如何製造盈利。在他們的心目中，發行窩輪是一門穩賺的生意，因為發行人往往處於有利位置，可以掌握較多的市場資訊，並具有一定影響力。

上述的所謂「印象」經常帶來不少誤解，不少人就相信發行人「出輪」的主要利潤是來自窩輪溢價，以一份溢價為20%的認購證為例，有指這20%溢價就是發行人「出輪」的利潤所在，成功發行後就可以「袋袋平安」，因此市場往往出現不少高溢價的窩輪條款。

事實上，發行與銷售是兩碼子的事，只有已售出的窩輪，發行人才需要因應市場轉變作持續的風險管理，同時，新發行的窩輪，由於年期普遍較長，溢價也會相對較高。其實，發行人的盈利並非來自窩輪溢價，主要是捕捉相關資產的波幅變化而產生出來的，這也有別於一

般投資者純粹從資產價格轉變中獲利。到底發行人的利潤如何與窩輪溢價及風險對沖扯上關係？作為期權的一種，窩輪內化的個別風險因素，是需要以其他衍生工具對沖的，而購買其他衍生工具，也要付出一定的溢價作為對沖成本。因此，發售窩輪的溢價扣除發行人在窩輪的整個壽命期中所有對沖成本，剩下的便是大家所關心的利潤。由此可見，發行人「出輪」也不一定是穩賺的，盈利主要是取決於它們的風險管理技巧。

發行人如何對沖由窩輪帶來的風險？簡單來說，發行人一般是以投資組合的方式去管理相關的產品風險，而投資組合包括正股資產、以及其相關的衍生工具，包括場外期權、上市期權、高息票據(ELN)以及認購、認沽窩輪等組成。它們各有不同的行使價、到期日及風險系數，而這些因素是可以累積或互相抵銷的。更重要的是，所有風險系數都會隨着市場環境不停轉變，因此發行人必須緊貼市況，持續而適切地對沖整體風險。

內地經濟短期仍然回暖

太平洋金控·太平洋證券(香港)研究部主管 陳羨明

中國國家統計局和物流與採購聯合會上週五公布了2013年1月份的製造業採購經理人指數(PMI)為50.4，較12月回落0.2個百分點，低於市場普遍預期。但PMI指數連續4個月保持在50%以上，數據反映積壓庫存有所消化，供需矛盾正在改善。總的看，走勢基本平穩。

從PMI的構成看，新訂單指數和主要原材料指數的走高使得PMI仍然處於高位。1月新訂單指數為51.6，上升0.4個百分點，說明需求面仍在改善。其中主要動力仍是內需。新出口訂單指數為48.5%，較12月回落1.5個百分點，反映出外需依然較為低迷。

此外，1月份生產指數回調0.7個百分點至51.3%，而產成品庫存指數大幅下降2個百分點至47.4%，生產下滯而產成品庫存下降，反映銷量在增長，供需矛盾得到進一步的改善。受需求持續回升影響，購進價格指數也持續快速攀升，從12月的53.4%上升至1月的57.2%。

與此同時，1月原材料庫存指數環比上升2.8個百分點至50.1%，而採購量指數則從12月的52.1%攀升至53.2，此兩指數均反彈，顯示出廠商增加了採購和原材料儲備，備貨積極性持續提升，表明企業對未來經濟的信心上升。

PMI指數較上月回落0.2個百分點。對指數形成較大拖累的是，生產量指數的下降和供

應商配送時間的上升。供應商配送時間指數從12月的48.8%，上升至1月的50%。對此，有兩種可能：一是節前需求旺盛造成；二是物流的承載能力不足。

政府投資增速有所放緩

從行業看，在下游復甦過程中，但需求仍弱的環境下，像金屬冶煉和非金屬礦物製品、化學原料及製藥、紡織、石油、木材加工等中遊行業的新訂單指數普遍處於50以下，設備製造業整體回升力度仍偏弱。交通、專用設備的新訂單指數上漲，但專用設備行業的新訂單指數仍處於收縮區域；而交運設備和電氣機械及器材行業的新訂單指數仍是擴張態勢，但增速出現放緩，但其中交運設備近5個月幾乎持續加速擴張。與此形成對比的是，鐵路船舶等運輸業的新訂單在去年下半年擴張4個月後，去年12月和今年1月卻連續2月出現收縮。數據或反映政府的投資增速有所放緩。

資料雖然低於市場預期，但反映出1月中國內地的宏觀經濟仍然向好，內需仍在擴張，短期內經濟仍然回暖。不確定因素在於：一、基建投資增速可能受抑，而導致需求改善的持續性受影響。二、影子銀行、地方債務、房產泡沫等經濟結構性問題，例如影子銀行部分清理的影響等，可能使經濟回暖的動能可能有所減弱。

山西推動轉型跨越發展

山西省政協委員、特聘計師、中國房地產估價師 張宏業

今年一月底，山西省舉行了「兩會」正式推選李小鵬當上省長，帶領省政府辦好「兩件大事」，推動轉型跨越發展、再造一個新山西！

回顧過去五年，山西省取得了長足的經濟發展成果。2012年全省生產總值超過1.2萬億元，是2007年的2倍；財政總收入完成了2,650億元，是2007年的2.2倍；社會消費品零售總額達到4,376億元，是2007年的2.3倍，可見經濟規模不斷擴大，質量和效益明顯提升，昂然進入萬億元省份後再發力衝上！未來五年，省政府訂下遠大的經濟發展目標，盡力確保於「十二五」末時地區生產總值達到2萬億元以上及財政總收入達到4,500億元以上，進一步收窄同沿海經濟發達省份的經濟實力差異。

龐大消費市場商機巨大

省政府更為今年訂下具體目標，包括地區生產總值增長10%，全社會固定資產投資增長22%，社會消費零售總額增長15%，財政總收入增長12%，城鎮居民人均可支配收入、農民人均純收入分別增長10%、10%以上，城鎮登記失業率控制在4.2%以內及居民消費價格漲幅控制在3.5%左右。為

了能夠達到以上經濟指標，省政府提出了以下幾點重點工作。

首先是着力促進經濟持續發展，主要遵循三個主要方向如千方百計擴大消費、保持投資合理增長和大力發展實體經濟。在擴大消費上，省政府積極發展連鎖經營、物流配送等新型業態，規範發展網絡消費，倡導節能環保等綠色消費，促進家政、養老、文化、娛樂等服務消費，鼓勵汽車、家電、住房裝修等大宗消費，培育新的消費增長點。請各大型連鎖經營商、物流公司、網絡開發商、家政/養老/文化用品企業家留意，山西提供了你們無限商機，尤其以幾個中心城市如太原、大同、運城等商機巨大，趕快到當地了解研究加入龐大新興消費市場！

再者是着力保持投資合理增長，深入開展「項目推進年」活動。省政府提出加強重點領域投資，包括約9,500億元，細分為基礎設施投資1,000億元，產業開發投資5,500億元及城鎮化和生態環保投資1,000億元。

隨着全球經濟出現金融危機後，各地政府已重提回歸實體經濟上。省政府將今年大力發展實體經濟，完善治理結構，創新經營機制，提高管理水平，推動更多企業進入全國100強及進軍世界500強內。於2012年，省政府已完成小型煤炭企業整合工作，今年將着力推動其他大型國企重組方案如煤銷集團重組山西國際電力、晉煤集團重組太原煤氣化等等！

從品牌活動到財經公關

筆克主席 謝松發

隨着中國經濟崛起，過去10多年，不論是國有或民營的中資企業紛紛來港上市。上市活動的急升，讓越來越多的企業亦了解到公司品牌形象對於其於資本市場的表現影響重大，企業對能協助其於投資界建立形象及投資者關係的專業服務公司的需求亦同樣與日俱增，而財經公關的發展空間自然亦大大增加了。

然而，目前仍有很多企業對財經公關以及投資者關係的工作仍然不大了解，以為只是一年兩次業績、發放些新聞稿就成了。其實概括而言財經公關的價值是為擬上市或已上市企業建立及維持其在投資者心目中的企業形象和價值定位，從而訂立公關策略及執行一系列的推廣活動。

有關活動包括企業定位、形象設計、實力展示、業務推介及業績報告等，讓投資者能夠了解企業的實際運作，包括業務的過去及潛在發展，歸納為清晰具體的投資亮點，從而建立及增強投資者對企業的信心，引發他們的投資意

慾。事實上，企業需在上市前已作好企業定位，並透過連串的活動向投資者以及大眾進行推廣，有助企業在上市後與投資者及媒體建立良好的互動關係。對於一家企業而言，上市只是他們進入資本市場的第一步，上市後向投資者及媒體展示公司的實力及未來增長潛力，有助公司未來進行集資活動，把公司業務做强做大。

同時，媒體關係及投資者關係最著重的一環是延續性，如何與投資者及媒體進行持續的良性互動，這才是重點。因此企業不但在上市前需要財經公關作為上市公司與投資者溝通的管道，而上市後如何透過財經公關以維持投資者及媒體關係，令公司獲得更多的關注和更好的估值亦非常重要。

有見及此，為滿足客戶不同的需求，在五年前已充分利用集團資源，開拓品牌激活策略顧問服務；於兩年前更開展財經公關及投資者品牌演說服務，提供全方位及更全面的企業及品牌策略顧問一站式服務，冀與集團的展覽及項目市場推廣、會議及展覽管理等業務產生協同效應，並發揮專門的技能，滿足客戶的具有挑戰性的目標。

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。