

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

存款稅開先例 無風險資產豈無風險？

塞浦路斯終於獲得了100億歐元的援助貸款，避免當地金融體系出現崩潰的情況，風險資產在消息公布後普遍上揚，市場對債務危機的憂慮再次得以緩和。

於周一(25日)早上，塞浦路斯終於與歐央行、歐盟及國際貨幣基金組織達成共識，獲得100億歐元的援助貸款，而當地第二大銀行大眾銀行將會被分拆，其中10萬歐元以下的存款將會轉移至第一大銀行塞浦路斯銀行。至於存款10萬歐元以上存款戶，因為不受歐盟存款保障保護，資金會被凍結，部分用來還債，由於未知銀行債務重組涉及幾多資金，因此，未知存款戶需承受多大的損失。

整體而言，由於塞浦路斯經濟規模不大，相關事件對市場影響不大，伯南克亦在上周的議息會議中發表過類似的看法，因此，塞浦路斯事件的着眼點，並非其會否破產或是脫離歐元區，而是其重組銀行的手法。

傳統上，銀行存款一向被視為十分安全的投資，客戶將現金存放於銀行，收取利息，唯一的風險為銀行破產，存款化為烏有。然而，在2008年金融海嘯前，絕大部分市民均會忽略此風險。

但在經過2008年金融海嘯後，曾是美國第四大投行的雷曼兄弟一夜倒下，美國多間大型銀行更要美國政府出手才避免倒閉，傳統上被視為安全的大型銀行變得極度不安全。以至其後的歐債危機及美國債務上限問題，更凸顯出多國政府的財政亦非穩健，傳統被視為無風險資產的美國國債，亦不將百分百安全，無風險資產這概念似乎已變成歷史。

然而，風險是相對的，雖然大眾已意識到昔日的無風

險資產，如美國國債以及存款並非全無風險，但相對於股票、商品以及其他投資，風險仍然相對低。因此，在別無選擇下，這些低風險資產需求仍然旺盛。事實上，2011年8月美國信貸評級被歷史性下調，但美國國債價格其後不跌反升，更在2012年中升至歷史高位。

先是大型銀行倒閉，繼而歐美政府受自身債務問題困擾出現破產危機，到塞浦路斯的存款稅，每一樣都在衝擊大眾的傳統思想，投資者再不能什麼也不做，但求穩定收息，因為，無風險資產概念已名存實亡。一旦未來再有銀行陷入財困，由於先例已開，要求存款戶承擔損失將會被納入解決方案之中。

若存款不幸存於陷入財困的銀行之中，存款戶長年累月所收取的利息，也不過比不上需要承擔的損失，得不償失。而要減低相關風險，最簡單的方法，投資者可將存款分散於不同銀行，又或是投資於不同資產。



塞浦路斯終於獲得了100億歐元的援助貸款，避免當地金融體系出現崩潰的情況。 美聯社

歐元雖反彈 下跌風險未除

太平金融·太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

目前來看，塞浦路斯的事件仍在持續發酵。博弈的多方在角力，引致新的變化不停出現。根據最新消息，塞浦路斯於最後期限之前，與歐洲央行、歐盟、國際貨幣基金組織(IMF)達成協議，並獲歐元區財長批准。不過，塞浦路斯需就此方案籌資，未來的工作仍艱巨，對該國經濟會帶來沉重打擊。只要市場重新聚焦塞浦路斯，及至歐元區所面臨的挑戰，相信歐元的回升勢頭很快就會消失。

據報道，塞浦路斯與「三頭馬車」，即歐盟委員會、歐洲央行及世界貨幣基金會宣布「原則上」達成方案。據稱此方案只會對10萬歐元以上的存款戶徵稅，雖然細節尚待公布，但整體而言，拯救方案得以達成，至少避免了塞浦路斯銀行業全面崩潰，意味塞浦路斯違約並脫離歐元區的危機已大大減低。消息獲得市場肯定，歐元及風險資產因而順勢回升，歐元兌美元重上1.3以上水平。

不過，塞浦路斯仍需滿足籌資58億歐元的任務，從而換得100億歐元援助金，除此之外還將涉及一系列經濟負擔，預計歐元兌美元升勢可能會很快消退，因市場開始關注新的問題。

塞國雖小，卻是「避稅天堂」，其金融系統甚至淪為洗黑錢的平台，而且由於其銀行的存款利率水平過去一直高於德國等歐元區成員，因而來自於國外，尤其是俄羅斯的資金源源流入。據歐盟統計局的資料，早於金融海嘯全面爆發前的2007年，該國銀行業的總資產規模僅為780億歐元左右，時至今年

1月底，已逾1,260多億歐元，為其國內生產總值的7倍，由此可見幾年來塞國銀行業膨脹之快，而政府監管卻不力，終出後患。「三頭馬車」堅持向包括佔存款總額甚高的俄羅斯儲戶在內的十萬歐元或以上存款戶徵稅。

無疑，塞浦路斯事件的擴散效應是有限的。因該國僅是歐元區的一個小國，僅佔歐元區經濟產出的0.2%，10國集團(G10)持有其資產非常少。有分析指，在最糟糕情況下，其對歐元的影響不會超過1至2%。

防火牆脆弱性一面顯現

不過，在今次風波之中，我們除可看到塞國本身問題的同時，通過其問題及事件演變的過程，也明顯可以看到，即使啟動歐洲穩定機制(EMS)及直接貨幣交易(OMT)所組成的防火牆，歐債痼疾仍然復發，危機外溢此起彼伏。究其原因，按照歐盟去年定下的協議，只有在求助國滿足EMS提出的條件前提下，歐央行才會啟動OMT在二級市場作開放式購債解困。貸援條件定出責任分擔原則，因此求助國往往一再拖延，援助條件往往導致危情惡化，成為危機的風險來源。由此可見，防火牆有其脆弱性的一面。

歐債危機此起彼伏，面對因此可能引發的「骨牌效應」風險，投資者未能安枕無憂。塞浦路斯方案公布後，歐元兌美元升穿1.3。鑑於歐洲的數據相對疲弱，而且意大利的政局不明朗因素持續，預期市場消化了這項消息後，歐元將繼續面臨下跌的風險。

分析直接與間接投資房地產

AMTD高乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

市場上可供投資者選擇的股票基金類別眾多，例如單一國家基金、地區性基金、行業基金等。當中房地產類別的行業基金相較特別，投資者可能不太了解投資這類基金潛在的優越，被現在價高的樓價嚇怕。

我們先了解一下投資房地產的基本知識，房地產其實是不動產的一部分。不動產包括天然資源(如水、木材)、農作物、土地、建築物等，簡單地說投資房地產就是投資建築物。在投資的層面，投資房地產有兩個方式：第一種方式是直接擁有投資，這就如許多個人和家庭購買住宅物業和機構購買商業物業，還包括辦公室、零售商舖、工業倉庫、酒店等；第二種方式是間接擁有投資，即透過投資股票證券或債券，例如購買抵押貸款證券和房地產股票類投資(REITs)。

以直接擁有投資房地產的方式，對眾多投資者來說比較難達到。由於這類投資過程複雜繁瑣，從找房地產中介人幫助找房、要辦任何貸款事情、到律師樓簽署買賣合同、以至物業成交後管理房子。投資買房交易金額非常龐大，動輒上幾百萬元。若不是自住物業，投資者如直接投資房地產，便要承擔流動性風

險，以及買賣存在區域性的限制。即使房價價格再高，投資者可能需要等待機會，則不可能像不少證券投資產品般擁有大量市場買賣方，能迅速將手上證券轉手兌現。因此直接擁有投資房地產這類型的參與者主要是機構投資者或高資產淨值的個人專業投資者。

以間接擁有投資房地產相關的證券便相較直接投資來得更簡單快捷。投資者可以透過投資於房產基金、地產公司股票，或找獨立投資顧問資產管理服務代為管理及投資。這樣的投資過程專業快捷，而且提供的投資服務和要求的投資金額更具彈性，流動性風險也更低。

雖然直接買賣房產相對投資證券困難，然而投資者投資房地產皆有共同的優勢。用來出租的房產投資有定期穩定收入，加上資本增值的潛力大，是追求長線投資回報選擇。某些類型的房產有定期租金收入，這樣能有效對抗經濟衝擊帶來的影響。他們與其他資產類別相關性低，具有分散投資風險的功能和對抗通脹。目前，亞太區如日本、澳洲、新加坡等的房地產的投資預期回報吸引，部分達至6至8厘。在低息環境下，推使投資者尋找可提供回報的資產，這時，被視為最終的防守性投資房地產，始終是一個首選的資產類別。

加強債券市場風險管理

時富金融策略師
黎智凱

美國新興市場投資基金研究公司發佈的最新報告顯示，截至3月20日的一周內，EPFR追蹤的全球股票基金吸金25億美元，繼續擴大着十年以來最長的資金淨流入周紀錄，但其金額還不到前一周的五分之一；全球債券基金則吸金36.8億美元；全球貨幣市場基金(MMIF)則在最近10周內第八次資金淨流出。從中我們不難看出，受到塞浦路斯銀行業危機的影響，投資者避險情緒升溫，債基歡迎度明顯優於股基。

內地債券市場方面，在經歷了一年多的債券牛市之後，其收益率已經不那麼吸引人。交易所債市方面，儘管上週國債和企債市場繼續緩步攀升，但一級市場新債發行明顯降溫。歷經多年的醞釀之後，財政部、央行和證監會日前聯合發佈通知，決定開展國債預發行試點，允許以即將發行的記賬式國債為標的進行債券買賣。

預發行提升市場流動性

筆者認為，預發行將活躍國債交易市場，會促進國債利率的進一步市場化，提高國債二級市場的流動

性，還能夠為投資者提供套利機會，同時也會推動國債衍生品的產生，對利率市場化亦有着促進意義。事實上在大多數發達國家，國債預發行被廣泛採用。作為一種遠期交易合約，國債預發行交易提供了關於即將招標債券價格的連續發現功能，還能夠為投資者帶來新的投資機會，從而提升債券市場的流動性。

內地第一隻債券ETF產品於3月25日正式在上交所上市交易，這也意味着國內投資者將第一次步入全新的場內交易「T+0」時代。在債券指數基金迎來擴容潮下，在今年債券市場發展提速的背景下，筆者認為，債券發生違約的事件是不可避免的，這就需要監管機構和自律組織在內的市場參與各方全力配合，建立合適的風險管理體系，防範未來可能出現的債券違約。

在2013中國發展高層論壇上，新任財政部部長樓繼偉在回答提問時稱，財政部正在佈置關於政府債務規模的調查，分析其中的風險。這表明管理層有想法進一步優化市場約束機制，建立風險應對機制。在筆者看來，還應加強對一、二級市場的有效管理與風險監測，完善違約救濟制度，建立健全風險轉移和對沖機制，促進信用風險合理配置，保護投資者的合法權益。

內房進入另一「黃金十年」

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

中央政府於2月20日的國務院常務會議上推出了強化住宅樓市調控的「新國五條」，正式拉開了今年新一輪房地產調控的序幕。為了落實該政策具體執行，於3月1日正式發佈「新國五條細則」。這被媒體稱為溫內閣打擊內地樓市的「最後一拳」，成為兩會前後的熱門議論題目。因為現任總理李克強是溫內閣主管經濟的，大家毋庸置疑「新國五條」招數的連續性，各位讀者可以合理地相信中央政府對樓市主導思想仍然是「讓房價回歸理性」，通過趕超短期投機活動，有力抑制二套房需求，利用二手房交易收20%所得稅再分配房價上升的利益等等去達到效果。

3月17日上午李克強總理主持首個中外記者答問大會中談到任內要解決三大經濟難題，即是持續發展經濟、不斷改善民生和促進社會公正，這正與習近平總書記提倡反貪倡廉，精簡架構，公平分配思想一致。在任副總理時，李克強總理已表明未來五年中國城鎮化是國內經濟增長主要動力，並在今次記者會中再具體闡述政策理念。他指出未來五年推進的新型城鎮化，以人為核心的，要因應城市規模和東/中/西部地區經濟差異來具體制定，不能產生「城市病」令城市產生不平衡發展。政策不是盲目地城鎮化，必須和農業現代化相輔相成，保住耕地紅線，保護農民利益！

以城鎮化為研究生的畢業論文，李克強總理累積了20多年的研究和思考，必定能有效使用這股巨大內需基礎提升中國經濟和拉動相關產業發展。在今天中國面對歐美經濟低迷的不振出口局面，以城鎮化去拉動產業發展是持續經濟發展的有效手段！究竟城鎮化是否會令中國樓價仍然保持上升勢頭呢？

資金料流入「低水」城市

正如其他國家的不同經濟體，內地房價是主要取決於經濟表現，又因地區/城市發展差異，各地/市房價高/低和升/降情形不一樣。現在中國一線城市城鎮化基本已經飽

和，二線城市依然在快速發展，地產價格上升比較快；又沿海/東部地區經濟發展較早，但內陸/西部地區接力發展，形成「東強西弱」的樓市格局。「新國五條」的20%所得稅是劍指二手房，對二手房市場發展得較好的沿海/東部/一線城市地區打擊最大，一些一線城市如深圳更推出「限漲令」去鎖定每個樓價的漲幅於一個合理範圍，可以預期資金會流入「低水」的二三線城市，尤其是「城鎮化」比率低的省份。

經過了黃金十年，中國大/中/小城市住宅樓市已經發展到成熟程度，住宅樓價大多告別了千元單價而昂然進入萬元時代，價位再次大幅攀升的可能性逐漸降低。反觀商業地產卻「方興未艾」，地方政府更會積極地批出商業用地來獲取商店營運時的龐大稅收，中央政府亦「樂見其成」去扶助第二三產業健康發展令GDP穩定增長，所以不難看見下個黃金十年是以商業地產來拉動。

相對於住宅項目，一線城市商業地產價格水平高使投資巨大但回報率穩定地較低，二線城市商業大多處於起步階段投資規模較細但供求容易飽和，誰個發展商「早著先機」去空降待發展的二三線城市是勝利者！經過約五年高速發展後，開發商會分拆具穩定收入商業地產上市回籠「放大倍」的資金再投資。

總括來說，「新國五條」的最大得益者是二三線城市的住宅市場和各地的商業地產，但具體影響還要看各地方政府深化「新國五條」政策的具體措施。請大家注意中央政府維持住宅價格回歸合理化為主要政策思想，並且是定為長期的方向，任何放寬打壓住宅樓市的可能性都不大。

中央會鼓勵首置置業，打壓短期投機，控制二套房需求和盡量建平價房滿足中低層需求。無論如何，推進新型城鎮化肯定未來利好樓市，中國樓市昂然進入另個「黃金十年」是肯定的，但受益的地區和種類則會起了根本性的改變，讀者應多加分析和留意！如何去選擇內房股份投資，則讀者應分析土地儲備地域、種類和面積比重，選擇潛力優厚的下注吧。

如何透過窩輪為持貨買保險？

中銀國際證券股票衍生品執行董事
雷裕武

港股近日自高位反覆下跌，恆指上週曾一度失守22,000點，許多投資者的帳面利潤也大幅縮水。相信目前不少朋友正陷於兩難之間，到底應沽貨離場，等待下一機會，還是繼續持貨，捕捉短期或許出現的反彈市？誠然，儘管我們沒法準確地預測後市，只要有效地透過市場上不同的投資產品，善用其獨特優勢來增加投資彈性，也有望提高勝算。

認股證(窩輪)最為人所認識的特性，莫過於其「刀仔鋸大樹」的槓桿特性，其價格波動性極高，一向被視為短線買賣的工具，其他投資價值則甚少被提及，筆者曾在本欄提及，不少資深的投資者會利用窩輪作風險管理(或稱為對沖風險)，常見如購入相關認沽證，減低手持股票組合的市場風險，其實，這與買保險的概念如出一轍。

上周有讀者透過電郵查詢實際的運作方法。要減低市場風險，投資者可利用市場一些看淡的投資產品，如認沽證、認沽期權或熊證等，此類產品的價格特點是，其表現與正股走勢背道而馳，當股價下跌時，輪價上升，其中的利潤有望抵銷正股持貨部分或全部的虧損，加上透明度高，投資者不用匆匆沽貨離場，為自己多添彈性。

到底應買多少窩輪來對沖持貨風險？窩輪對沖值(delta)是主要關鍵，舉例來說，投資者持有10,000股中國人壽(02628)，3月14日的收市價為22.2元，假如他預

期股價短期或有下調壓力，可購入中期貼價的認沽證(兌換比率10:1)，每股對沖值為0.435，最終需要購入的認沽證數目為(10,000股×10) / 0.435 = 229,885股，約230,000股，由於當日該輪的市價為0.153元，因此對沖的成本為230,000股×0.153元，即35,190元。

數日後，中壽的股價跌至21元，而該沽輪的最新價值為0.198元。雖然投資者的正股持貨價值隨股價下跌12,000元(22.2元→21元)，但另一邊廂，沽輪價值則增加10,350元(0.153元→0.198元)，大大抵銷投資組合的虧損。

投資者需留意，為簡化起見，以上計算是假設其他因素不變，要知道，認股證的價格走勢或會受其他因素如引伸波幅、街貨量或流通量所影響，因此，最終也有會跟預期狀況有別。

窩輪對沖值舉足輕重

聰明的讀者或會發現，窩輪對沖值在整個對沖策略下舉足輕重，直接影響所需購入的沽輪數目。一般而言，中期貼價的條款，對沖值約為0.4-0.5，要取得窩輪對沖值，其實辦法非常簡單，投資者可瀏覽各大窩輪發行人網頁或財經網站，取得相關數據，建議投資者小心選擇。

當然，投資者也要弄清楚買入窩輪的目的是為對沖持貨還是投機買賣，購入相對較多或較少的窩輪也會影響結果，切勿購入一些年期極短的末日輪，其時間值損耗速度每日加快，最終或出現正股窩輪同時虧損的情況。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)