

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

金融海嘯影響有別 中美經濟短線分歧

從最新公布的中國經濟增長數據顯示，中美經濟似乎正朝着相反方向發展。美國經濟持續復甦，比外界預期還要強，令投資者不得不顧忌經濟好轉，隨之而來必然是聯儲局退市；而聯儲局主席伯南克日前的發言，正好為上述投資者減輕一點壓力，即使沿着近幾個月的退市期望管理，也希望是有秩序而行。相比之下，中國經濟增長放慢已是不爭事實，既是持續幾年的調控所致，也關乎外圍經濟的影響。

無論如何，上述情況亦反映在兩地股市身上，美股持續創新高，而中國股市則在低位徘徊上落，而透過參考股市的走勢，或多或少亦可感受到外界對兩地經濟短期展望的不同。隨著美股再次踏入業績期，一如過往美國最大鋁材生產商美國鋁業率先公布其第二季度業績，由於鋁乃多種工業製品以及建材之原材料，美鋁業績對經濟具一定的指標性，而其業績亦令市場肯定了市場對美國經濟之樂觀看法。

美國鋁業公布的第二季度顯示，在重組成本 and 涉及法律問題相關成本下，虧損自去年同期的200萬美元，擴大至1.19億美元；不過，若不計及這些特殊項目，純利有7,600萬美元，每股盈利7美仙，優於市場預期的6美仙，至於營業額亦優於市場預期。業績好過預期的主因，在於各項業務生產率普遍提高，反映出市場對鋁的需求有所增加，對原材料的需求上升，亦可見經濟正重

拾增長動力。

正因如此，即使近日聯儲局官員繼續反覆發言，從正反兩面調控市場對退市的預期，隨著美國經濟好轉並重拾增長動力，相信聯儲局收緊貨幣政策的步伐應不會改變，所不同者只是各位官員的表述。聯儲局主席伯南克於上周三（10日）表示將維持高度寬鬆貨幣政策後，市場一度對退市預期大幅降溫；但三藩市聯儲銀行行長上周五（12日）表示，如經濟好轉，就業率上升，他認為今年稍後將是調整資產購買計劃的合適時間；另外，費城聯儲銀行行長則表示，聯儲局應該要開始縮減債券購買規模，並在年底退出刺激計劃。

另一邊廂，中國則於最近公布了第二季的經濟數據，當季經濟增長繼續下跌，從第一

季度的7.7%，放緩至7.5%，近十季中國的經濟增長已有九個季度出現增長放緩的情況。由於7.5%為中央早前為今年訂定的經濟增長目標，因此，第二季度經濟增長跌至7.5%，若放緩的趨勢持續，即未來兩季中國經濟成長將會低於此水平，中國今年經濟增長可能會出現不達標的現象。

更甚者，財政部長樓繼偉日前在華盛頓舉行的中美峰會上表示，不認為經濟增長率在7%或者6.5%會有甚麼大問題，反映中國政府可能已正式地放棄了此前設定的7.5%增長目標，未來兩季中國經濟增長很大機會會低於7.5%。

短期而言，相信上述中美經濟短期走勢依然分歧。但不要忘记，當年金融海嘯主要打擊的是歐美經濟，中國經濟有自身的動力，



■美國鋁業業績好過預期，反映出市場對鋁的需求有所增加，亦可見經濟正重拾增長動力。圖為美國鋁業總部外貌。 法新社

何況如今要依據着穩增長、促改革、調結構的方向，政策用藥當然有別於美國，後者只需獨沽一味，搞好復甦，然後退市。

中國不能再簡單以GDP論英雄

時富金融策略師
黎智凱

7月11日凌晨4點多，伯南克稱，在可預見的未來將維持高度寬鬆的貨幣政策。美聯儲可能會從2013年晚些時候開始逐漸減少量化寬鬆（QE）規模，並在2014年年中的時候完全結束QE。他表示，不認為美聯儲的QE操作會對安全資產的規模造成巨大的影響。筆者認為，當結束QE，這就將意味着，屆時會有大量的資金流回美國市場，而新興市場會面臨着通貨緊縮的危險。

中國現在95%的財富在5%的人的手裡，5%的人基本上在移民，什麼概念？中國在經歷了6月份下旬的錢荒之後，引起廣泛關注。國家貨幣當局認為，中國銀行體系流動性總體寬裕，不缺錢。在內地錢荒和錢多同時出現的情況，存在大量的所謂貨幣空轉，這些錢並沒有進到實體經濟。

筆者認為，如果「錢荒」使A股市場大跌能夠消除未來一場更大的危機、使中國經濟走上可持續增長之路所必須付出的代價，那麼它就是值得的。筆者反問之，本應該調控擠壓房價這個大泡沫的為何越調越失靈？從這一點上來說，中國調控是失敗的，取到的效果剛好是相反的。讓人想起，國五條，本來是打擊房地產的，結果一調房價卻暴漲。中國想像很奇怪，房

價高得讓人一輩子為它奮鬥，本應是安居的一個住所，卻變成了多數人放棄理想，就為了房子工作一輩子的。本應該作為投資場所的A股市場，卻讓人唾之。在這種情況下中國何來創新何來發展！

7月15日，國家統計局發佈上半年經濟數據。上半年國內生產總值248,009億元，按可比價格計算，同比增長7.6%。其中，一季度增長7.7%，二季度增長7.5%。分產業看，第一產業增加值18,622億元，增長3.0%；第二產業增加值117,037億元，增長7.6%；第三產業增加值112,350億元，增長8.3%。從環比看，二季度國內生產總值增長1.7%。

房地產佔比太大並不合理

筆者認為，當下在中國GDP的高增長將意味着積累着更高的風險，因為我國房地產投資佔GDP的比重是相當大的，或者說GDP的增長完全依賴於房地產的發展。統計局公佈，2013年1月-6月份，全國房地產開發投資36,828億元，同比名義增長20.3%。從數據我們可以推出，中國其他的經濟領域發展明顯在放緩。在中國GDP已經不能夠綜合表明經濟的發展，也就是某些專家說的數據不真實或者是失靈，或者說中國的GDP只適合應用於房地產。對於這點，筆者非常贊同習近平主席的，「不能簡單以GDP論英雄。」

人民幣國際地位漸趨重要

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

美元兌其他主要國家貨幣的表現仍然持續強勢，儘管美聯儲主席伯南克於本月11日表明美國經濟目前需要更多刺激性措施後，美元曾一度回軟。相反，10個主要亞太區國家的貨幣疲弱，摩根大通亞洲貨幣指數至今已跌1.8%；當中人民幣表現最強，目前升值約1.6%。

近期，人民幣「走出去」有新發展。歐洲國家開始積極與中國人民銀行合作，希望建設人民幣離岸市場。英倫銀行於6月份已經與人民銀行簽訂了貨幣互換協定，規模達2,000億元人民幣；而人民銀行早於2009年時已與韓國、印尼、馬來西亞、阿根廷、俄羅斯等簽署總值6,500億元人民幣的互換協定。以金額總值的規模相比，可見這次簽定的英倫銀行協定，有相當重大的意義。

在目前環球經濟和國際金融不穩定的情況下，貨幣互換的意義更大。貨幣互換使兩個國家能夠在約定的某個時間，以某個匯率換取某個數量的貨幣。進口國可借得出口國家的貨幣，用以支付出口國的商品。這樣，雙方便能夠有效地避免匯率波動的風險及降低交易成本，從而推動雙邊貿易。

組成窩輪兩大元素

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕武

上周我們簡單探討窩輪定價的不同因素，相信大家對產品特性已有基本認識，然而，我們經常聽到不少專家建議，窩輪產品只適宜作短線買賣，不能長期持有，假若持貨一段時間，價格往往有機會跟不上正股，投資者或許不明所以。其實，這與窩輪價格如何組成有密切關係。就讓我們從「窩輪」價格的兩大元素說起。

「內在值」是價格上升火車頭

不論窩輪價值高低，也可細分為兩部分：內在值和時間值，其中「內在值」跟隨相關資產價格波動，是窩輪價格上升的火車頭，簡單來說，不論看升看跌，只要買中方向，窩輪的內在值便會水漲船高，帶動整體價格攀升，同時回報也沒有任何上限；而計算內在值的方法非常簡單，就是窩輪行使價與相關資產現貨價之差額，以認購證為例，若掛鈎資產的現貨高於行使價，該證便擁有正數內在值。至於認沽證，只要掛鈎資產的市價低於行使價，該證便有內在值，值得留意，內在值只會大於或等於零，不會出現負數，而在所有窩輪，只有「價內」認股證擁有內在值。

在計算內在值時，投資者也要留意相關兌換比率，並作出適當調節。例如窩輪兌換比率為10:1，投資者便

要把資產市價和行使價之差額除以10，才能得到正確的內在值。

另一重要元素就是時間值，窩輪投資者不用忽略的，簡言之，窩輪剩餘投資期越長，投資者可捕捉市場波動的機會越多，因此，時間價值也相對越高。而時間值的計算方法非常簡單，只要把窩輪市價減去內在值，剩下便全屬時間值。要知道，「時間值」與剩餘時間成正比，窩輪剩餘時間越短，時間值便會越少，直到窩輪到期，所有時間值便會完全消失，最終只剩下內在值。

舉例來說，倘若窩輪的現價0.25元，當中的內在值為0.1元，剩下0.15元便全屬時間值，假如相關資產價格不變，內在值也不會變動，而時間值部分（即0.15元）則會逐日遞減，而且速度越來越快，投資者可視為持貨的成本，持貨越長，涉及成本越高，因此，窩輪只宜用來捕捉短期市場走勢，並不適合作中長期持有。

投資者或有疑問，到底把窩輪價格再細分為內在值和時間值，有什麼啟示作用？簡單來說，投資者買入窩輪時，由於距離到期還有一段時間，其價格往往包含時間值部分在內，一些紀律性低的投資者必須特別留意，假如一直持貨，而相關資產未有如預期波動，時間值仍會每日不停流逝，至窩輪到期時便會完全消失，投資者最終也會錄得虧損。即使看中方向，或許也會得不償失。

（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

不應以舊思維解讀內地經濟

太平金控、太平証券(香港)研究部主管
陳義明

國家統計局昨天公布，第二季GDP按年升7.5%，符合我們的預期，增速較第一季的7.7%放緩。上半年實質GDP按年增長7.6%，低於市場預期的7.7%，不過仍高於政府年初制定的全年目標為增長7.5%。政府認為經濟運行總體平穩，穩中有進。更進一步確認我們對內地短期內不推刺激經濟措施的預期。

上周四港股恒指及A股上證綜指分別大幅上漲2.55%和3.23%，主要是內地陸續公佈的經濟數據顯示形勢嚴峻，李克強總理強調會穩增長，遂惹市場憧憬中央將出招救經濟。上周五我們在本欄題為「中央政策基調料不會有大變」一文指出：「在我們看來，只有在經濟出現大幅下滑的情況下，政府才有可能會被迫出手。但預計二季度經濟增速還未至於出現失速，因此現在推出刺激政策的可能性不大。」

從昨天公布的數據和政府的言論看，經濟情況仍在可接受的範圍，新領導層強調調整結構的決心堅決，傾向寧以短期的陣痛換取長遠的經濟改革。在此背景下，加快結構調整、推進改革將成經濟增長的首要任務。

不過，市場要求寬鬆政策刺激經濟的訴求增大也不無道理，之前內地公布的一些主要經濟數據確顯示經濟增長持續放緩。例如，六月出口下跌3.1%，顯示出口業正面臨寒冬。6月居民消費價格指數(CPI)和工業品出廠價格指數(PPI)走勢的背馳擴大至歷史性水

如何再優化新界東北發展方案？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

其實開發新界東北的構想於特區政府成立後不久便醞釀，但具體以規劃報告去落實則延遲十年，規劃署在2007年十月發表《香港2030規劃遠景與策略》報告建議開展古洞北、粉嶺北、坪輦和打鼓嶺的「三合一計劃」規劃及工程檢討研究。在2008年11月和2009年11月二次公眾諮詢的基礎上，去年政府進行第三次諮詢，卻遭遇強大反對聲音，當局用了九個月進行修訂後，發展局局長陳茂波於7月4日公布新界東北發展計劃修訂方案。綜觀這份公布的修訂方案，發覺政府其實已採納不少民間的意見，但方案可否順利過關仍是未知數，還有無再優化的空間呢？

當局會擱置發展坪輦、打鼓嶺，並將採用「加強版傳統新市鎮模式」發展古洞北及粉嶺北，以擴展現有的上水/粉嶺新市鎮為主導思想。除由政府主導的徵地外，還會推出私人業權人有條件契約申請去「原址換地」，但具體條件也頗「辣」且只佔上少份額（在333公頃總體土地中，私地只有162公頃，當中114公頃作公營房屋，只有48公頃屬私樓）。其實政府「聰明地」將可供私人業權人開發的土地只佔14%，盡量減少被指控利益輸送的機會。地政署於土地改變用途補地價的整個流程必須「把好關」，務求做到「公開、公平、公正」地以市價或高於市價去收取金額。

最新方案會建議增加發展密度至6倍，高密度用地集中未來鐵路站附近，高度由市中心的35層逐漸減至周邊的20層，其規劃模式與其他新型市鎮相若。再者公私樓比例重訂為六四比，公營房屋再細分公屋和居屋以五一比，增容後的發展整體人口可上調至17.49萬人，私人住宅會考慮實施「港人港地」政策，區內住宅最快於2022年-2023年可以入伙。翻查政府2011年人口普查數據，讀者發現公私型樓的比例其實跟現時的東涌/天水圍新市鎮相若，且人口規模也是僅高於東涌排行「尾二」，如果東涌再擴大發展得到落實，則新界東北兩區會跌至末席，她們會否複製東涌/天水圍的失敗模式呢？

政府仍以交通線主導的思維去開發新界東北，即

以便捷鐵路線輔以其他公共交通工具將居民運回就業中心上班，形成當區消費不足，再者天水圍/東涌規劃中之「私樓」和「公屋」被分割為二元社區，進一步限制公屋居民可用的資源。希望這「加強版傳統新市鎮」可以利用有效城市規劃去融和公私樓居民，於市中心的黃金地段的私人土地上鼓勵提供公共設施和廣大綠化帶，以構建市中心優美環境去打破困局。但這會降低私人樓宇的價格水平，有利「上車」一族入市。從東涌的開發經驗，政府應吸取人口太少的教訓，嚴格來說18萬人口的新市鎮只能稱為大型住宅社區，根本不可能「自給自足」，衍生了居民跨區就業的老問題，預計會是另外一個「屯門新市鎮」的翻版。

民生經濟不應無限政治化

以新界東北的地理位置，其實其定位是最適合成為本港與內地兩地貿易的經濟區，着力規劃如何連結內地經濟，創造更多商機和職位，既可以解決東北本土就業問題，也可以成為香港經濟新亮點，為何仍將民生經濟無限政治化呢？政府可以考慮建立邊界商貿區、地區性購物中心（可以集中大型購物中心/超市，顧客可駛車前往）、深港物流中心、四星級酒店中心等，讓部分內地旅客被分流到該區居住，購物和旅遊。長遠來說，這有助減低市區商舖租金/售價壓力，令零售物價水平得以平抑。

另外，一些反對聲音來自當地耕作者。現時共有28公頃常耕農地受到影響，當局已物色了34公頃休耕農地用作遷置及復耕的配對。附近的新界粉嶺高爾夫球場屬政府土地，當局應研究撥出小部分土地去進行農地復耕或安置原來村落居民，甚至建立旅遊區如復建圍村/老村，推出有機農場，設置野火樂園等等，達到雙贏局面。以社會公平立場，政府應保障富人和窮人的分別利益，請立刻研究部分收回高球場的可行性，並迅速落實規劃和執行！

如以現時修訂後的方案考量，東北兩新開發區將會是大眾市民入住的新市鎮，根本說不上什麼邊境富人區或私人高級住宅區，市民不應再拘泥於政經爭論上，政府沒有龐大未來土儲如何可以平抑樓價呢？

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。