

世事無絕對 瑞士央行行動是明證

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

過去幾周，筆者在本欄不停為文分析，對於未來一年的展望，要有戒心，不要以為過去一段日子如此，就必定會趨勢延續。尤其人類思維中，每多過分看重短期趨勢，而忽視一件事實，就是趨勢形成後，總有其他因素可能扭轉它，又或者趨勢本身的存在，已可吸引一些力量，再把它扭轉。

重點是，留意假設其他因素不變的這一點。很多時候，金融市場上，其實很多因素同時在變，只是大家在分析上，刻意要簡化之，才能把重點突出，但分析過後，要做綜合的工夫，留意切開來的，能否加起來，整個圖畫是否合理合理。

出招太突然 市場不易應付

最近又有新的例子，說明之前是對的，之後未必是對，甚至是變得很多很多。瑞士央行取消了瑞士法郎兌歐元的上限，這一點為匯市和金市等，帶來急劇的波動。不單一般投資者跟不上步伐，連金融機構的專業人士，也未必應付得來。

事實上，假如大家不太善忘，當日瑞士央行的行動，正是歐債危機中其中一段最難捱的日子，當日為了解決短暫的壓力，不惜兵行險着，採取掛鈎這一步棋，今天，又有甚麼不可能呢？

只不過，大家習慣了，便以為過去行之有效的，之後繼續有效，但其實，投資市場上，最需要大家動腦筋，發揮創

意，先天下之憂而憂，把別人不敢想或不懂想的可能性，都作出評估。萬一真的出現時，究竟有什麼風險，大家可會承擔得來，這些是一個合理負責任的投資者所必需具備的心理質素。

無論如何，純粹從整個部署的動作看，應該算是合格的安排。畢竟，有別於當日掛鈎的事先張揚，希望歐元對瑞士法郎的壓力不要那麼大，否則便會採取行動，雖然沒有具體說明是何種行動；相比之下，這次脫鈎，沒有太多風聲走漏，尤其從金融機構的應對，以及消息甫公布後的匯價反應，應可證明，外界事先應沒有得到太多啟發！

對於今次行動，不少人的着眼點是，究竟瑞士能否得益，甚或乎，是否損人不利己的舉動。當然，若以近期大家憧憬中的歐元區寬寬新猷，自然是有一定估計，在於量寬太多的話，則即使有這個上限，但瑞士央行真有能力守得穩這個上限嗎？若無，乾脆取消它，讓市場匯率浮動而行，反而較貼近實際情況，免得壓力重重。

又掛又脫 央行信用打折扣

不過，若從另一角度看，瑞士央行的這些鈎，又掛又脫，難免令人對其作為中央銀行的可信性，打了一個不深不淺的折扣，從來央行之言，信用先行，這次技術上不算不守信用，甚至是為了避免守不住而先行改變，算是合乎情理，但以後大家對於瑞士法郎，難免多了一重戒心，就是政策風險，絕不是說說而已，而是真有行動後着。

瑞郎匯率下限變大限

時富金融策略師

黎智凱

上周瑞士央行宣布放棄歐元兌瑞士法郎1.20底線，並宣布下調3個月期Libor至-0.25%，下調活期存款利率至-0.75%。此後，外匯市場如同被海嘯席捲過後般陷入一片惶恐。瑞士法郎兌美元應聲猛漲30%，上周收盤錄15%的漲幅。

瑞士央行放棄匯率下限可能是因為歐版QE或會在本周推出。歐洲央行在上周釋放強烈QE信號，歐央行行長德拉吉聲稱已做好準備購買政府債券，並採取擴張性貨幣政策。此後歐盟法院宣判歐版QE「原則上」合法，歐元暴跌至九年新低。歐元跌勢迅猛，瑞士央行成了市場上長倉唯一的賣家。加上希臘大選在即，Syriza仍然領先，使得大量避險資金將湧至瑞士法郎，瑞士很難繼續吸納如此海量的歐元。

實體經濟受嚴重打擊

自2011年瑞士央行為了保護出口產業宣佈匯率下限以來，其已將為捍衛這一匯率砸錢無數，賣出瑞郎買入外幣，瑞士外匯儲備佔GDP比重更由三成擴張到驚人的七成，早已不堪重負。以石油和銅為首的大宗商品「跌跌不休」，全球避險資金湧入瑞郎，升值壓力本已很高，為了維持與歐元的匯率限制又不得不貶值，矛盾非常。

瑞士法郎在幾分鐘之內急劇上漲，賣空瑞士法郎的交易者同時試圖平倉，導致市場流動性耗乾，交易無法進行。由於外匯交易可提供高達100:1的槓桿，已有多家外匯經紀公司宣告破產，花旗、德意志等投行亦承擔了過億美元的慘重損失。外匯市場的波動亦引發資本市場地震，歐洲股市全線報跌，瑞士SMI股指跳水13%，是近28年來的最大跌幅。瑞士實體經濟中的出口業和旅遊業受到嚴重打擊，瑞郎標價的出口產品將在外國更加昂貴。Swatch等瑞士出口商股價暴跌，由於相信央行對匯率上限的承諾多家出口商外匯風險對沖不足，唯有在海嘯中束手待斃。

央行反覆無常惹隱憂

瑞士央行突然出擊使得所有交易者都猝不及防。該行在去年12月才宣佈將不惜無限量購買外匯以捍衛與歐元匯率底線，然後在無任何警告的情況下戲劇化地一手引發匯市巨震。瑞士央行在透支的，不僅是自己的信用，同時也包括其他國家央行的信用。市場無疑會對央行未來的聲明持更謹慎的態度，對央行維護市場穩定的能力亦打上折扣。央行的反覆無常不僅增加了金融市場的風險來源，更使得其日後控制風險的難度升級。在下次危機中，央行又該如何安撫市場恐慌情緒？——當然，大前提是下次他們不是危機來源的話。

央行非萬能 瑞士不例外

路透熱點透視專欄撰稿人

Swaha Pattanaik

熱點透視

對於外界的高度期待，央行不敢掉以輕心。投資者和政客們盼着他們控制通脹、防範通縮、推動增長，還要讓金融體系維持良好運作。瑞士央行是一家評鑑高於平均水平的機構，卻栽在了兩個更為單純的任務上面：沒能信守承諾，也沒能防止匯率震盪。這其中的教訓讓全球其他人震懾不已。

堅持了三年，瑞士央行在既沒有公告，也沒有太多解釋的情況下，突然棄守瑞郎匯率上限。瑞郎兌歐元隨即驟升40%，隨後回吐逾一半的漲幅。投資者和瑞士企業頓時一片嘩然。

提防其他國家有樣學樣

這第一個教訓就是，決不要毫無保留地信任央行首腦的承諾或指引。瑞士央行曾被認為是一家可以信賴的機構，對政策有很強的掌控力。該央行三年來一直把匯率上限作為其貨幣政策大廈的基石，現

在卻讓大廈轟然倒地。如今在這樣一個高負債、慢增長和負利率的混亂世界裡，其他央行首腦也可以同樣用這樣突如其來的方式改變主意。

另一個教訓是，不要奢望對抗通縮會有奇跡發生。瑞士消費者物價已經出現同比下跌，油價滑落更是雪上加霜。瑞郎升值雖然會加大通縮壓力，但瑞士央行決定兩害相權取其輕。歐洲央行總裁德拉吉想要不計一切手段讓歐元區恢復通脹，可能不會成功。

最後一點，別以為央行是無所不能的。瑞士的貨幣政策並不像預想的那樣有效。日本央行，以及預期很快出台公債購買計劃的歐洲央行，可能也不會更成功。美國聯邦儲備理事會（美聯儲）和英國央行眼下倒是不用為刺激經濟成長擔心太多，然而如果到了擔心的時候，他們會發現自己的彈藥也所剩無幾了。

政客們把刺激經濟和推高通脹的大量棘手任務都丟給了在政治上獨立的央行。現在，應該讓那些被選舉上台的領導人站出來承擔更多風險了。

今年內地樓市不會「硬着陸」

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

中國社科院預測今年中國樓市會呈現「分化」局面，其一分化是短、長期調整分化，即如去年第四季中貨幣資金一鬆下，樓市即出現短期回升，但中長期調整則需較長時間。果然，內地樓市今年未見開門紅，北京/上海三天元旦長假的成交量按年急挫約五成，確認第四季度樓市回暖市況迅速冷卻。

回顧去年中國樓市，除了第四季度出現回暖情況外，整年樓市都經歷了動盪不安形勢。踏進2015年，內地樓市會否「硬着陸」呢？事實上，今年樓市正面對幾大挑戰，包括庫存含量高、《不動產登記暫行條例》三月上路、房企融資困難等壓力，下文試圖每項進行初步分析研究。

一二線城市房價較堅挺

去年內地商品房銷情可說是十個月平淡，最後二個月收復部分失地。根據中國指數研究院數據，2014年春節後三十大中城市月度商品房成交面積及宗數自二月至十月份內都在每月銷量二千萬平方米以下，直至11月至12月才可創下年內新高，如12月成交面積環比增長

21.2%及同比增長9.8%。無可否認，市場回暖是部分由於樓價下跌促成的，但是區域分化趨勢愈見明顯，其中去年12月十大城市（包括北上廣深等一、二線城市）的房價按年只跌0.61%，遠低於百城平均降幅，反映一二線城市剛需平穩使房價較堅挺，三四線城市下滑程度較深，供求不平衡之下，區域分化現象將延續至今年全年。

同樣地，賣地情況去年也呈現萎縮。中國指數研究院數據顯示，2014年前三十名城市賣地收入超14,000億元，但同比2013年下降達二成，二十個城市下降，只有包括北廣深等十個城市有所上揚，如北京土地出讓金約1,917億元，同比僅微升5%。土地市場的明顯趨勢是一線城市穩中回升、二三線城市持續調整，後者待高庫存量期/現貨樓消化後開發商才可以重新入地，但可能是中長期以後。三線城市的房地產因局要看地方政府如何落實中央政府的鼓勵中小型城鎮的城鎮政策，當然可能要先解決地方財政的緊絀局面。能否沖破庫存壓情況正是不同區域的市場重要復興因素。

去年底，國務院公布《不動產登記暫行條例》，並會於三月一日起施行。該條例規定擁有不動產個人或機構必須向當局登記，而國土資源部建立全國不動產登記平

停兩融短痛 提供入市契機

太平金控，太平證券（香港）研究部主管

陳義明

百家觀點

中證監決定暫停中信證券、海通證券及國泰君安新開融資融券帳戶3個月。短期對股市及券商股均有影響，但長遠看，對股市及行業發展有利。中證監處處券商融資融券業務，讓市場措手不及，引發上證綜指昨天跌7.7%，以近全日低位3,116點收市，創6年半以來最大單日跌幅，港股無法倖免，券商及內險板塊成重災區。

短期內，有關措施會對股市及券商股帶來調整。一方面，相關措施無疑反映政府正試圖「去槓桿化」，加深市場憂慮；另一方面，融資融券近期佔日均大市成交15%至18%，新例收緊對融資融券帳戶的要求，從而令融資融券餘額及大市成交增長減少，因而影響大市以至券商股的表現。中信、海通及國泰君安3家券商的融資融券合計市場份額約佔16.6%，意味未來3個月，份額逾六分之一的主要市場參與者將被禁止開展兩融新業務。

我們對昨天的股市調整並不感到奇怪，上周二我們在本欄《內地經濟短期大幅改善機會低》一文，表達了我們對短期資本市場帶來負面影響的觀點：1、後續經濟資料超預期下行；2、資本市場快速發展的傾向降低了人行降息的動力；3、大幅釋放流動性預期可能落空等等。12月以來人行已連續12次暫停公開市場的常規操作，資金淨投放為零，核心原因在於降息後經濟變化不大，唯有股市大漲，引發人行警惕。

A股淪為「槓桿市」不健康

以融資融券加大槓桿買賣A股，導致內地股市自去年11月起飆升，是名副其實的「槓桿市」，上證指數去年全年便累升53%。據Wind資訊顯示，中國融資融券餘額由去年年初的3,465億元人民幣，急增至年底的10,256.6億元人民幣，增幅達兩倍。

除證券公司的融資融券業務外，監管層對信貸資金進入股市亦保持很高的警惕。1月16日，銀監會發布消息稱，為規範商業銀行委託貸款業務經營，近日起草了《商業銀行委託貸款管理辦法（徵求意見稿）》，明確委託資金不能投向債券、理財、股本權益等領域。

結合當前股市資金來源和證監會對兩融的監管，這表明監管層希望通過完善監管機制來降低金融風險，防止資金大規模進入虛擬經濟而不進入實體經濟。

政府對融資融券業務表支持

長遠看，融資融券業務是政府非常想支持的領域，監管機構只是對違反現有規定的做法進行整治，並不意味着拋棄這種金融工具。事實上，本月9日中國證監會發布了《股票期權交易試點管理辦法》，上證50ETF期權將於2月9日正式上市。中證監會將會繼續推出利好市場的改革，包括IPO改革、ETF產品推出、權證選擇等。

長線而言，事件卻可令融資融券業務風險更容易受控，有助遏制股市過度波動，有利行業長線發展。預計隨着時間的推移，融資融券業務的滲透率會更高。中國證券業商業模式上的轉型，可為盈利帶來潛在上升空間。信心受創引發的股市回調非常極端，若調整持續，實際上反而可為投資者帶來另一次入市契機。



■中證監處券商融資融券業務，雖然短期對股市及券商股帶來影響，但分析認為，長遠會有利市場發展。圖為在福州某證券交易大廳內股民關注股市行情。

資料圖片

希臘政局未明 不利歐元走勢

尚乘資產管理有限公司主席

曾慶瑞

今年歐元充滿危機，隨着美國與歐洲的貨幣政策分道揚鑣，歐洲即將推出量化寬鬆（QE）及希臘危機再現，預料今年歐元將繼續走弱。

美元強勢時代又再重演

美國經濟復甦勢頭持續，去年3季GDP增長攀升至11年高，達5%，消息令人鼓舞，同時失業率回落至6年低，而消費信心指數節節上升亦反映消費者對美國經濟前景樂觀。隨着經濟向好，美聯儲退出QE及加息的預期升溫，美元去年對31種主要貨幣全面升值，意味着美元強勢的時代又再重演。

相反，歐洲經濟還未見起息，雖然去年歐洲央行（ECB）推出多項「定向寬鬆」，可惜效果欠佳，失業率維持高位，製造業PMI反覆回落，且低通脹問題每況愈下。在歐洲經濟疲弱、寬鬆貨幣政策持續、以及美元走強的效應下，歐元對美元在2014年大貶近12%。

踏入2015年，經濟數據顯示歐元區12月份陷入通縮，令市場預期歐洲推行全面QE的機會大增，歐元亦進一步受

壓。ECB近日明確表示已對大規模購買國債作好準備，與去年就全面QE採取模稜兩可的態度形成強烈對比。

歐元區陷通縮 QE升溫

此外，對於直接貨幣交易計劃（OMT），歐盟法院表示，ECB在二級市場購買國債等中長期債券的行為「原則上合法」，外間認為這是為全面量寬鋪路。市場預料ECB有可能於本月22日召開貨幣政策會議中，正式宣布購買主權債券計劃，一旦落實，貨幣基礎擴大，歐元匯率更走貶。

最後，希臘危機隱現，有機會將歐元推至谷底。希臘將於25日舉行大選，根據最新民調顯示，左翼激進聯盟黨（Syriza）支持率最高，該黨現時對ECB及國際貨幣基金（IMF）提供的援助計劃所附帶的緊縮政策非常不滿，當選後有意要求減少債務，如有必要，會退出歐元區以作威脅，令希臘違約機會大增，最壞的情況可能令其他歐豬國跟隨，導致歐洲的債務危機又再升溫。希臘的政局未明，不利歐元走勢，如脫歐一旦發生，勢必加劇歐震盪。

鑑於歐元向下走勢持續，而且隨時有大跌的可能，投資者如投資歐股時宜慎選有美元對沖的歐洲基金，以減輕回報因利率波動而被蠶食的風險。

在已公布去年售樓數據的內房股中，只有8家完成目標，包括四家銷售額逾千億公司如恒大地產、萬科企業、碧桂園及萬達商業，但中小型內房公司銷情較差，估計超過六成未能達標。瑞信亞太區房地產研究公司預計，去年內房整體銷售額下跌約一成，唯有依賴本季交投反彈才部分補足。評級機構標普估計今年銷售額持續下降5%或以下，開發商被迫「以量取價」，銷售情形不容樂觀。

一方面某些中小型開發商債務危機惡化，違約風險日益擴大，令相關公司發行債券利息拉高；另一方面具前瞻性且實力雄厚者優化經營模式，如萬達商業通過與金融機構合作，實現自身資產輕量化！降低負債水平，共同投資建造商業地產，並由開發商負責選址、建設、冠名、招商、運營及管理，按照一定比例分享租金收益。開發商必須改善自身運營能力，轉型走向綜合路，如「地產+養生」、「地產+物流」、「地產+旅遊」、「地產+互聯網」、「地產+物流」或三個以上行業以上，既發揮行業優勢，也符合社會經濟發展走向。

2015年是對中國房地產業具挑戰年頭，必須通過內在企業優化人才、錢財、管理，外在利用跨行業整合，方是致勝之道。如果內房公司可以有效地管理負債比率，今年不存在「崩盤」危象！

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。