

瑞士央行與金價的關係

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

踏入2015年，全球經濟展望游走於復甦與停滯之間，投資者的取態徘徊在進取與避險之間，未有穩定下來的意思，暫時未見有所謂一個共識。從短期趨勢看，當然是以避險略為佔上風，畢竟過去一段日子，美國國債孳息率走低，金價向上，VIX指數上升，一再顯示出投資者在歐洲央行公布其量寬大計之前，總有點擔憂，寧願少賺一點，保障穩健一點。

說起來，擔心的何只一般投資者或老百姓呢？瑞士央行早前取消瑞士法郎兌歐元的匯率上限，何嘗不是一種預測，覺得歐元在量寬推出後，可能貶值更甚，便要下手為強。

全球避險 顯露端倪

是的，當初為了阻止歐元區積弱之下對瑞士的資金流入，以及隨之而來的匯價升值壓力，對該國出口以至經濟表現，均不無影響。既然當日是為了避開壓力，今日又何嘗不是避開壓力。在歐元區受到歐債危險影響最深之時，瑞士當然是避難之處，當時是情非得已也好，果斷處理也好，算是處理了。然而，當環境轉變，可能發現，反正無法真的避開壓力，例如要拋售多少瑞士法郎去維持這個匯率上限呢？在市場上要買入多少外國貨幣和黃金呢？這些均是值得思考的。

美股績跌 債券孳息率緩步降

貝萊德全球首席投資策略師

孔睿思

股市在上周震盪並於低位收市，跟過去幾年不同的是，市場是由美股領跌。今年以來，標普500大約跌了2.0%，落後環球（美國除外）指數。美國的基本面看起來很扎實，但預期和估值偏高，令股票較易受失望情緒所拖累。以股價淨值比來看，美國的價位相對其他已發展和新興市場分別有60%和80%的溢價。除了估值升高，讓美股受創的還有令人失望的去年12月零售報告，以及起步好壞參半的財報季，尤其是各家銀行。摩根大通開啟了頹勢，接下來的花旗和美國銀行合共錄得自2011年以來最差的交易業務收入。主要的問題出於市場交易量放緩。股市持續掙扎，債券孳息率則緩步下跌。孳息率下跌有部分是因為對通脹的預期下降。孳息率持續下跌。美國30年期債券孳息率創下破紀錄的低位2.40%。歐洲和亞洲雙雙出現類似狀況，連之前收益較高的市場亦出現孳息率下跌。澳洲就是其中的代表例子，十年期孳息率從去年9月時的3.80%暴跌到如今的2.50%。孳息率下跌的部分原因是由於對通脹的預期下降。甚至在通脹依舊為正數的美國，對通脹的預期仍創下多年來最低，十年期預期通脹率現在跌破了1.60%，是2010年以來的最低水平。

歐料推7500億歐元量寬

歐洲法院的判決等於確保了歐洲央行將在本周推出量寬鬆計劃。全面量寬鬆計劃很可能是迫使瑞士央行放棄與歐

內地風電業前景看好

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近日，中國國家發改委發布通告，宣布下調陸上風電標上網價格，引起市場關注。內地風電建設及營運成本過去幾年已大幅下降，且風電上網價格一直較火電價格高三成以上，因此價格存在下調空間。風電是清潔能源，受到國策扶持，近年發展非常迅速。不過，部分地區由於開發過度，導致電價過剩，出現「棄風限電」的現象。隨著內地經濟增長放緩，風電業的發展亦發生變化，陸上風電發展放緩，海上風電發展進入高速增長期，行業發展前景仍然亮麗，值得留意。

降價影響有限

相關文件顯示，陸上風電標上網價格，第I、II、III類地區每千瓦時降低0.02元（人民幣，下同），第IV類地區維持不變，下調幅度遠小於市場預期。此次降價僅適用於2015年後核准，以及2015年之前核准但於2016年之後投入營運的陸上風電項目，調整後四類資源區風電標杆價格分別為每千瓦時0.49元、0.52元、0.56元和0.61元。2009年風電裝機成本估算約為1萬元每千瓦時，利潤率約是10%，2014年裝機成本估算已降至每千瓦時8,000元左右，電價下調對風電企業業績影響有限。

國家能源局發布的數據顯示，2014年，內地全社會用电量為5.52億億千瓦時，同比增長3.8%，遠低於2013年7.5%的同

央行的背叛

路透熱點專欄作家

James Saft

熱點透視

面對各國央行，投資人心頭浮上了一層不熟悉的感受：被出賣了。不只是印度央行意外降息，丹麥及加拿大央行亦出乎意料調降利率，上周瑞士央行更是跌破各界眼鏡，才剛宣稱歐元/瑞郎匯價限制是貨幣政策的基石，沒幾天後就宣布棄守匯價限制。問題不在於這些舉措讓人們虧錢，因為顯然有人能從中獲利。問題在於人們對央行的信任消滅殆盡，人們不再相信央行大多數時候能夠掌控形勢，亦不再認為央行的承諾值得信任。幾乎沒有分析師預料到加拿大央行降息，但該央行把利率從1%降到0.75%，因為本國經濟雖然受到能源價格大跌衝擊甚深，但房價仍有泡沫化之虞，且債務水平亦是一大顧忌。倫敦ADM Investor Services 策略師 Marc Ostwald 在致客戶報告中指出，「這表明勇氣已經大失，央行官員通常應該避免這樣，尤其是當一個國家像加拿大這樣，有著發達國家中最糟糕的家庭負債水平，還有房地產過熱問題」。「在危機年代過後，發達國家央行試圖讓穩健假象深植人心，但如今表明整個假象已開始以相當混亂的方式破滅……歐洲央行明日的舉措看來愈來愈令人尷尬。」

對於那些才剛對央行感到戒慎恐懼的朋友，我心頭馬上浮現了兩個建議：忘了吧、習慣吧。

忘了吧 習慣吧

過去25年，投資人已經習慣那種央行「跟我同一陣線」的感覺，且理由相當充分。美聯儲在格林斯潘（Alan Greenspan）與伯南克主政期間執行不對稱的貨幣政策，在市況正常之際，通過降息以紓解市場失序問題，但對於升息以防止經濟過熱或避免市場過度承擔風險時，則顯得畏首畏尾。在1990年至2012年之間，美國股市逾80%的超額報酬，

當然，投資者傾向認為，事出突然，但從一個事後孔明的角度，不妨回顧一下之前一段日子的全球市場變化，不難聯想到一點端倪。

可不是嗎？過去幾周，避險之盛，全球皆然，在美國聯儲局完成量寬退市後，如今正要說將會加息之時，美國國債孳息率走低之速，當然是預期歐洲央行的行動，相應地，美債一樣受影響，畢竟全球市場，不是個別為政的。

屢受打擊 金價下跌

另一個有意義的走勢，是金價的變化。在去年下半年起，金價由上半年的1,200美元至1,400美元區間的中軸1,300美元中離離開去。最初，大家還以為不久會重返其上，豈料8月起，美元強勢愈來愈明顯，這樣一來，投資者怎不爭相走避？金價的跌幅明顯反映其受打擊的事實，一直跌至1,130美元才有些許支持。的確，即使守穩這水平，之後仍是在1,200美元之下浮沉的多，偶然其返1,250美元便又折返，跌回1,200美元之下，來來回回。如此說來，投資者的動作，還不明顯嗎？

無論如何，金融市場中，集合了所有人的資訊和識見，以真金白銀押注，所反映的，不單是之前的和目前的，更有未來的東西，所以，大家認真看看不同的行情，有時候出現令人大惑不解的走勢，往往在不久之後，便可以真相大白。今次瑞士央行的舉動，不難與金價的走勢聯繫起來，正是一個好例子。

元掛鈎的原因。由於通脹現在轉為負值，加上歐洲法院釐清所有剩餘的法律障礙，因此歐洲央行幾乎篤定會在本周的會議上推出量寬鬆方案（目前預計會高達7,500億歐元）。

方案尚未宣布，其效應就已顯現。1月15日，瑞士央行撤銷最低匯率政策，亦即歐元兌瑞士法郎的1.20匯率下限。瑞士央行還把三個月期瑞士LIBOR（倫敦銀行同業拆款利率）的負利率從-25個基點擴大到-75個基點。意外之舉令多筆槓桿交易受挫，並推升瑞士法郎，同時壓垮瑞士股票。雖然瑞士央行並未明確提及歐洲央行的量寬鬆方案，但瑞士央行行長喬丹表示，「國際發展」是這項決定背後的成因。

油價下跌 印度市場受惠

儘管油價下跌嚇壞了投資者，卻令某些市場受惠。印度就是一個例子，通脹近來的下降令印度央行有空間把基準附回購利率調降25個基點。投資者預期利率今年會再下調150個基點，這應該會支撐專注於國內市場的股票。值得注意的是，儘管全球股市一開年就遇到難題，但亞洲新興市場多個地區今年以來均呈現上漲，包括中國、印度和菲律賓。

雖然以反彈收市，但上周油價仍進一步下滑，參考指標WTI和Brent分別下跌2.50%和6.50%。價格下跌影響鑽探活動，令美國的油井數目減少了61座，是1991年以來最大的每周跌幅，但產量和庫存仍持續上升。

令投資者對全球增長更擔憂的是銅價隨着油價走低。銅價在上周大跌，目前是2009年以來的最低水平。跟石油類似的是，銅價下跌有部分原因是供應過剩。

比增速，亦印證了內地經濟增長放緩的事實。2014年全國6,000千瓦及以上電廠發電設備累積平均利用小時較2013年減少235小時，其中風電減少了120小時。雖然風電平均利用小時出現下降，但風力發電設備增長速度依然強勁。2014年內地風力發電全口徑設備容量為9,581萬千瓦，同比增長25.6%，高於2013年24.5%的同比增速。事實上，受分布不均及技術水平限制，內地東北、華北和西北地區已棄風限電，陸上風電發展開始放緩，風力發電設備的增長主要來自海上風電項目。

國策支持建設

由上年開始，國家政策開始向海上風電傾斜，海上風電逐漸成為風電業的主要增長動力。上月底，國家能源局發布《全國海上風電開發建設方案（2014—2016）》，44個海上風電項目被列入開發建設方案，總容量達1,053萬千瓦，海上風電發展有望提速。儘管受技術和複雜環境限制，海上風電的發展仍面臨諸多挑戰，但由於中國發達城市主要集中在沿海地區，電量需求大，不存在棄風限電問題，發展潛力巨大。筆者認為，由於政策支持，加上風機行業整合已接近尾聲，行業盈利水平有望持續上升。另外，2014年內地風速是近幾年最低的一年，即所謂的「小風年」，根據過往經驗，今年風速改善的機會極大，基於上年低基数原因，今年風電業業績有望大幅改善。中期長來看，內地風電業發展前景極好，值得關注。

瑞郎與國基會的各自啟示

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

百家觀點

瑞士央行於歐洲央行本星期議息前夕，送給全球投資者2015年第一份大禮：突然取消自2011年9月以來實施的匯率機制，即歐元兌1.2瑞郎上限，觸發環球金融市場的震盪。歐元兌瑞郎一度由1.201跌至0.8517。美元兌瑞郎亦由1.022，一度跌至0.74水平。是次決定遭受投資者及瑞士出口商的批評，主因央行行長於去年12月才表示，極度堅決捍衛歐元兌1.2瑞郎的政策。現在為何突然要急急轉軸，以及對市場的影響，才是投資者最關心的。

雖然瑞士央行聲稱匯價特別偏高的問題已獲得緩和，故提出撤銷匯率上限。不過看得透徹的投資者應該已經意識到，歐洲央行本星期的會議上，可能有頗為激烈的政策推出，歐元匯價將難免進一步下跌。瑞士央行將需要在市場上購買更多外幣，以維持匯率上限。因此，若瑞士央行認為這仗沒有把握獲勝，倒不如提早棄守防線。

是次撤銷匯率上限，令瑞郎大幅升值。本土貨幣升值，將令瑞士的進口物價大幅下跌，令當地更容易出現通縮。此外，出口商及旅遊業將會受到嚴重打擊。當地目前是旅遊旺季。若歐洲遊客到瑞士阿爾卑斯山旅遊，其旅遊費用將會大升14%。

瑞郎脫鈎三大要點

首先，一向公認為最安全的瑞郎已經脫鈎，反映瑞士央行已經對這方法沒有太大信心。若要避險的話，目前只剩下美元、美債、日圓及黃金。不過短線若要美債息率進一步下跌，難度有所增加，美元升勢亦可能受近期經濟數據轉弱的影響出現放緩。因此，未來可作避險工具的相信只剩下日圓及黃金。

第二，瑞士央行是次驚人行動，或反映央行已經收到消息，歐洲央行將有大動作，可能購買歐元區國家國債，實行全面量寬鬆措施。美元兌一籃子貨幣的比重中，歐元佔57%。若歐元大幅下跌，肯定會令美元大幅上升。這狀況是否聯儲局及美國政府願意看到的呢？若美元大幅上升，進口物價將可能有下調壓力，到時將會更難達到聯儲局2%的通脹目標。上月的聯儲局會議紀錄顯示，委員比較着重就業多於通脹，是否暗示聯儲局容許物價出現短期下跌呢？

第三，若歐洲央行實施全面量寬措施，歐元短期面對的沽壓可能持續。此外，英國將於5月舉行大選，首相卡梅倫表明，一旦保守黨勝出，將會推動脫離歐盟的公投。這可能令英國失去保護，英鎊匯價面對的沽壓可能進一步增加。

IMF看淡全球經濟增長

繼世界銀行後，國際貨幣基金組織於本月初亦大幅下調全球今年明兩年經濟增長預測各0.3%，預料今年明年經濟增長分別為3.5%及3.7%。報告除了上調美國今年明年經濟增長分別0.5%及0.3%，去到3.6%及3.3%；亦指出俄羅斯、中國、歐元區、日本及沙特經濟轉弱，令全球經濟增長較預期弱。

雖然油價下跌，有利下調工業及運輸成本，以及令消費者有更多閒錢去消費，但目前油價下跌是由於供應多於預期。若油組不減產，料油價仍然積弱。美國目前發行的國債中，有不少是由中東國家購買的。油價下跌令中東國家收入減少，會否影響到中東國家購買美債的意慾，從而推升美債息率呢？相信是未來半年至一年要關注的問題。另外，不少新興國家亦依賴出口石油，故經濟增長將會受到較大影響。

歐元區經濟方面，去年第三季經濟較市場預期差，主因區內消費疲弱，企業投資亦趨轉差，再加上有通縮壓力，令當地經濟疲弱。即使歐洲央行再推出寬鬆貨幣政策，對刺激區內經濟未必有效。至於日本經濟方面，去年第二及第三季均出現收縮，令技術上出現衰退。當局目前既增加公共投資，另外亦推出寬鬆貨幣政策及延後上調消費稅，但對經濟活動的影響仍有待觀察。



瑞士央行撤銷歐元兌換瑞郎的匯率上限，令瑞郎大幅升值。資料圖片

施政報告房策點評

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

特首在施政報告提及多項土地房屋政策新猷，筆者與業界討論後，藉本文分享一些看法。

今年施政報告的最大焦點，仍是解決房屋問題以及提出回應方法。當中又特別強調豐富各種資助置業形式，包括加推居屋以及出售整幢公屋予綠表人士，讓不同負擔能力人士有更多選擇置業上車的機會。在中小型樓宇樓價高企的環境下，特首開宗明義給予上車人士有更多上車機會，是給予一種新希望，回應社會在這方面的需求，觀察新一期居屋大幅超額申請的踴躍程度，就知道社會上中基層對上車置業的需求何等強烈。

綠表置居應研禁售

「綠表置居」不是新概念，以往曾作討論，但因為同一屋苑甚至同一座有公屋租客及業主，在管理上會出現矛盾，現時討論研究選取整幢公屋出售，應可解決管理上的矛盾。不過仍有待決定的是，應以甚麼折扣訂價出售以及應設怎樣形式的轉售限制。筆者主張訂價以不低於建築成本為基準，禁售期則應比一般居屋有所延長。有朋友認為禁售期不應過長，否則會影響這類二手居屋的市場流通量，筆者回應這是因應售價折扣較大所作出的適當平衡。

加大地積比成效高

施政報告進一步強調解決土地供應的重要性，加緊覓地及造地還是依靠基本方法，包括改劃用地，由GIC或綠化帶轉為住宅用途，增加地積比，開發如新界東北、洪水橋以及東涌等新市鎮，近岸填海以及在交椅洲興建大型人工島等。

認同發展局局長陳茂波所指在適當地點加大地積比20%，是快速增加可建單位的途徑，毋須經過繁複耗時的徵用土地手續及清拆行動。雖然仍要通過山脊線限高及配套基礎設施等考慮，但這個大方向是可取的。

現時樓市供應不能夠滿足需求，是直接導致樓價上升的主因，但改劃用地及增加地積比，可能影響地區人士的考慮以及部分人士的利益。希望大家仍應以大局為主，權衡輕重，在港府為擬議計劃作諮詢時，給予更大的支持，始能令可發展土地供應增加，長遠建屋目標始能達致。

青年創業居所可取

報告中點名提及「平民屋宇公司」持有的大坑西邨，消息稱正在構思把該邨重建為勵奮青年創業居所，提供5,000個售價100多萬元約300方呎的單位予有職業的中低收入年輕人申請。構思很值得鼓舞，對年輕人來說，肯定是佳音。但要玉成其事，首先要顧及該邨現有租戶的安排。筆者覺得可把該邨分期分區重建，同時劃出某些座數讓原租租客用類似「綠表置居」方式選購，不過一切有待港府與平民屋宇公司磋商地契條款及其他細節。

聰明城市新核心區

九龍東建聰明城市是報告的另一個亮點，該區未來將有500萬平方米商業樓面供應，有業界料租金或受壓。九龍東是未來CBD²，大面積樓面商廈在區內陸續建成，商業氣氛初步形成氣候，適合大型企業選取作地區總部，在供應充足下，租金較其他商業核心區便宜。在聰明城市的概念下配合優化規劃，加上行人步行網絡及交通設施等，有助於該區構建成新核心區，令香港成為國際大都會的新典範。

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。