

新一輪貨幣戰開始

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明



■歐元短期將加速下行。

資料圖片

多國央行啟動降息策略，全球貨幣競爭性贬值愈演愈烈。過去一周除了巴西央行繼續加息以應對國內通脹外，印度、埃及、秘魯、丹麥、土耳其及加拿大等央行相繼宣佈降息，其中丹麥央行一周內兩度降息，英國央行也一致否決了加息方案，紀要同時暗示年內無望加息，導致英鎊暴跌。

1月22日晚歐央行貨幣會議宣佈啟動歐版QE計劃，雖然市場對本次會議推出QE早有預期，但規模和結構上仍優於市場預期：(1)購債規模每月600億歐元，高於市場預期的500億歐元；意味著央行每月擴張2.9%，速度與美國QE3高峰相當；(2)按照目前計畫，QE總規模將達到1.08萬億歐元。(3)時間從2015年3月到2016年9月，目標是將歐元區通脹率推升至2%。

歐版QE優於預期

尤其值得注意的是：(1)QE是否延長取決於屆時通脹水平，因此通脹將是QE核心觀察的變數；(2)QE購債出資與各成員國在歐央行中的股份直接掛鉤，但各國並非只能購買本國資產；(3)12%的歐元區機構債券購買和8%的歐央行購買將由成員國風險共擔，剩餘的80%將由各成員國央行風險自擔；(4)雖然希臘國債

歐洲央行「用藥」不得其所

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

事先張揚，大家早有期待的歐洲央行量寬，終於公佈細節，一般認為，規模大於外界想像，此之所以，投資者普遍受落，認為比起似有若無的量寬，這樣的規模才比較有看頭，比較值得期待和支持。

當然，細心一想，這樣的規模真的很大嗎？值得商榷也。假如量寬是一種特效藥，藥的分量當然有輕有重，而放在不同病情中，即有不同程度的範圍。問題是，一個更貼近本質的問題是，量寬適用於歐洲嗎？這種特效藥，是真的對症下藥嗎？如此一問，答案已得過半。

量寬不合時難萬靈

顯然，量寬有其好，也有其不好，目前的關鍵，絕不是它的量，而是它的質。說起來，量寬從來不是萬試萬靈，用上這劑藥，要有很多配搭，例如，要佐以央行小心翼翼的期望管理，以免市場參與者搞壞了佈局，而正如任何藥物的服用，都必須按時適時。然而，歐洲目前是按時適時嗎？恐怕不是。

事實上，量寬的效果，就是把貨幣政策的能力，發揮得更盡，更極致，不必真的印鈔，卻比印鈔更到位。是的，實際上是增加貨幣供應，無甚高論，只是簡單的一招，盡量以資金，或近年時興說的流動性，把市場浸得濕透，務求任何火頭都不可能再死灰復燃，星星之火不可再燎原，金融市場上系統性風險中，那牽一髮動全身的骨牌式火燒連環船不攻自破矣。

當市場上的錢多至一個程度，投資者心中必有盤算，是要錢呢，抑或要資產，即使之前再看淡再悲觀，隨着錢愈增愈多，總有一個均衡點，投資者寧取資產，不堅持拿錢乾坐。對，就是這一個功能，讓資產價格在大跌市中，止跌回穩，為央行買時間，讓投資和消費可以漸

並非投資級，並不在最初的購債範圍之中，但7月以後可能被納入。

歐版QE效果仍受一定因素的影響：(1)歐元區幾個最大經濟體之間的增長率仍存在明顯差異，以及國家內部的結構性問題決定了各國財政政策的不同，這與歐元區統一的貨幣政策相矛盾。(2)由於購債細節尚未公佈，購債具體如何在各個國家之間，以及各種類型債券之間分配仍存在不確定性。

歐版QE計劃對歐元區的影響：(1)一定比例上實現了歐元區國家風險共擔，是歐央行貨幣政策史上的新開始；(2)規模遠超出預期，傳遞出歐央行堅持對抗通縮的強烈信號，強化QE效果。

短期歐元將加速下行。短期看，主要是歐洲版QE超市場預期，以及1月25日希臘大選推升歐元區政治風險。長期看，則是歐美經濟分化、貨幣政策背離。

經濟疲軟與通脹走低是近期各國央行採取行動的主要原因，儘管各國經濟基本面和降息的邏輯有所不同。美國經濟穩健復甦與週邊國家經濟的疲軟形成鮮明對比，強勢美元對美國經濟整體的增長並不會帶來顯著影響，美聯儲採用非常緩和的升息方式，仍然對全球金融穩定帶來負面影響：(1)資金從歐洲、新興市場國家流出；(2)美元指數進入強勢周期，歐元和日圓等將相對贬值；(3)美元走強，引起大宗商品價格下降，但黃金作為避險工具將走高。

油價跌創有利條件

油價下跌為全球多個經濟體貨幣政策寬鬆提供有利條件。全球央行普遍實施寬鬆的貨幣政策，既是為了對抗油價下跌帶來的通縮壓力，也意味着新一輪貨幣戰的開始。

全球主要經濟體競相寬鬆，加大了中國內地貨幣寬鬆壓力。上述全球貨幣政策趨勢的直接影響是美元持續性升值，由於人民幣對美元匯率波動很小，美元對其他貨幣的升值，也意味着人民幣對這些貨幣的升值。與此同時，國際油價下跌加大了內地通脹下行壓力，貨幣政策寬鬆概率也在上升。經濟能否成功轉型帶來內需增長，將是經濟發展成敗的關鍵。



■歐洲的問題早已不再是當日的系統性風險。

資料圖片

漸回復正常，然後是較難處理的失業改善。

這一招，美國聯儲局運用得出神入化，沒有一丁點多餘的花招，全憑當日伯南克早於金融海嘯前幾年，便已跟聯儲局的技術官僚，研究出零息時代的對策，既要量寬，大量地做，更要把握不同時段，把買入的資產替換，以期延長低息環境的可信性，此亦是幾年前的扭曲操作，再後來是期望管理不間斷的發功，讓投資者相信央行，這樣才有直搗黃龍之效。

實體經濟盲點眾多

然而，說到底，今天歐洲的問題，早已不再是當日的系統性風險，不可單憑投資者回心轉意便可，實體經濟中眾多結構盲點，包括工會的不合理要求和稅率高至反效果等，都是讓人望之卻步的。不錯，目前歐洲徘徊在通脹和通縮之間，絕對有必要以極大量的錢打救之，但單憑量寬，可能改變通脹預期，卻不能改變上述結構難題，更何況，如上所言，這根本不是系統性風險的高潮，用藥不得其所也。

歐版QE難解內憂外患

時富金融策略師

黎智凱

上周歐洲經濟再次成為聚焦點：首先歐版QE重磅推出，接踵而來希臘大選結果出爐。歐版QE將每月購入600億歐元債券，持續19個月，其規模和時間都超出市場預期。本次購債其實是開放式的，直至通貨膨脹回升至2%的預定目標，歐央行隨時可能延長寬鬆計劃。消息一出歐元立刻下跌至11年新低，更有預測稱不久後一歐元換不到一美元的時代將到來。

市場恐推遲改革

早在推出QE之前，歐洲央行已經數次試圖向實體經濟注入流動性，QE已經是央行的最後手段。在歐洲借貸成本並不高，核心國國債收益率已經為負，注入的熱錢對經濟的提振有限；私人部門不願抬高槓桿，但高失業率和高通縮風險又急迫要求歐央行做出改變。作為貨



■希臘可能與這次歐洲QE無緣。

資料圖片

施政報告房策「公」私「兼顧

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

百家觀點

特區行政長官剛發表任內第三份施政報告書，是他個人及整個團隊的「中期業績」。房屋政策是今屆政府重要施政一環，今年房屋所佔篇幅最大，整份報告有219段中，「房屋土地及交通運輸」一欄已佔上42段，更比去年38段再「加碼」。

筆者認為施政報告對「公」及「私」型房屋同樣兼顧，對提供短、中、長期土地盡量具體描述，對協助興建資助房屋者清楚厘定，實是顯示團隊務實一面。特首清楚交待房屋/土地具體執行時的實務難處：香港缺的不是土地，缺的是可供發展用的土地。他一針見血地描出根本問題所在是「土地規劃及開發，諮詢過程愈來愈長，爭議愈來愈大，而且面對愈來愈多變數」，各屆人士，包括社區人士、政黨人士、環保界別等等應該檢討並盡量配合。另外房屋量不能達標的原因是建造業工人人手嚴重短缺及老化問題，施政報告書第104及105段正是針對該問題，但略嫌流於表面，未提出具體改善政策及計劃，是有待深入細化改善。至於有效地輸入外勞，則沒有具體提交思路，這與其政治敏感性不無關係！筆者指望梁特區政府切實研究有序輸入外勞於公營工程，促進建設速度及質量。

漸向公型房屋傾斜

施政報告兼顧公型及私型房屋，但似乎漸向公型房屋傾斜，其實由「長遠房屋策略」中制定公/私比例定為六/四比，便應明白特區政府將來房策漸向公營房屋靠攏。有別於去年，施政報告書先力保未來十年公屋年產兩萬伙，並於各大未來土地供應區指出具體供應伙數，也擴闊供應者到房委、房協、市建局及香港平民屋宇公司等四個機構，祈望各方會盡力爭取達標，突顯特區政府推行深度！

另二個新產品是從原來居屋一層再細分為三層即貴價居屋、居屋及綠表平價居屋。

施政報告公布推行「見導計劃」，選擇合適的在建公屋項目，轉作居屋出售予居屋綠表申請者，定價比傳統居屋低廉，預計會在市價五成。遠房局局長張炳良明確指出「綠表置居」是讓綠表者自置居所後，可騰出單位加快輪候人士上樓，且公屋量不會即時變化。房委會正研究出售細節，包括出售折扣比率、禁售期及轉售限制範圍，是否只可轉售予綠表人士去減少炒賣。再者，市建局正研究把啟德熾然一居其中二幢約三百

伙轉為「貴價居屋」，售價介乎私樓及居屋之間，最快今年第三季可應市。

不過三層中乃會以傳統居屋為主導，平價或貴價居屋只是「因時制宜」的產品。如果政府着眼中長線擴展居屋層次，必須厘清不同檔次居屋的資助對象如入息限額、每戶人數具體目標、計劃內上流安排等等，令公眾清楚政策導向及深度，作出明智選擇。今天的資助房屋市場出現大幅被動，且交投量不穩定，實與資助房屋政策急急急，缺乏長遠規劃及目標，不無關係。公型及私型雖然沒有直接交疊但也互為因果，特區政府必須全盤考慮，制定政策互相配合。

「地少人缺」樓價難跌

施政報告第69段談到私型房屋。根據上月的最新推算，未來3年至4年一手私人住宅市場供應量約為74,000個單位，是有紀錄以來的新高。若以平均值計算，每年產量約14,800伙，比過去五年年供11,400個，上升達三成。這相對政府目標19,000伙及2000年至2004年年均高峰期的約27,000伙，仍然相距不少。供應短缺的成因應該與公屋建造時遇上相同問題，即地少人缺，間接令總成本不跌反升，樓價大幅回落可能性減少，再將邊沿私樓置業者排斥門外，公營房屋及資助居屋承受壓力增加。

特區政府表明私樓管理是增加中長線供應量，施政報告書花了不少段落去說明未來地理位置及預計時間表。中長線住宅土地供應源自新界五大開發區及東涌新市鎮擴展，2008年至2022年共可提供210,000伙。如以平均佔比的公/私型的6/4分，則約私樓52,500伙可以供應，即10,500伙的年產量，餘下不足的要依賴其他方面補足了。

短中期即近五年內，供應仍然有賴去年提出計劃全港150幅用地。據統計當中3成即45幅已經展開更改程序，當中26幅私樓地可納入未來兩年賣地表，將提供1.81萬伙，聚焦大埔及屯門兩區。不過，還未包含港鐵公司的元朗站、錦田錦上路和八鄉維修中心上蓋及已成功招標項目，共約17,000伙。未來幾年看來可以達標的，有助平抑樓價上升勢頭。

正如特首指出特區是不缺土地，只是不足可供發展用地。為了減低開拓土地阻力，政府計劃跟專業團體、環保團體、地區人士及青年譽正反流意見探討土地供不應求問題，謀取共識，有效推進「找地工程」。公眾人士期望特區政府會玩魔術，短期內會解決積聚多年的房屋問題是不切實際。



■特區政府未來房策漸向公營房屋靠攏。
資料圖片

油價下跌有利印度經濟

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

隨着美國啟動加息的周期愈來愈近，投資者憂慮新興市場又再爆發走資潮，還記得2013年新興市場受美聯儲退市的消息影響，觸發大規模走資，其中被貶為新興市場五大病夫之一的印度首當其衝，資金流走導致股匯齊瀉。

當時印度成為資金撤離的目標，除了受環球恐慌情緒牽引外，主要原因是印度的基本面差，令投資者失信心。首先，印度經常賬長期現赤字，2012年第4季錄得更得318.6億美元赤字，創歷史新高，赤字需靠外國投資來填補，因此印度當時極受外圍影響。造成赤字的主因是印度的黃金和原油進口需求大，出口未能抵銷入口的支出。此外，印度高通脹一直困擾經濟，2013年11月曾升至11.6%的歷史高位，其中石油價格高企是一大原因。而且，為阻止資金外流而造成盧比大貶，央行需要維持高息穩定盧比，但卻不利營商環境。

莫迪經濟改革穩定信心

但去年印度總統莫迪當選，成為印度經濟及股市的轉捩點。莫迪民望極高，而且當選後推行一系列有利經濟改革，加大投資者對印度的信心。而且隨後的經濟數據令人喜出望外，第二及第三季GDP年增長重上5%以上，製造業PMI全年高於50，顯示經濟已經回溫。再者，困擾印度的經常賬赤字亦從高位大幅回落至現時78億美元，改善了不少。最後，印度股市受改革題材及基本面轉佳的因素推動下，印度SENSEX指數去年大漲30%。

擺脫高通脹 央行突減息

正當投資者正在觀望印股今年會否有力創新高時，印度央行意外地於議息會議前減息0.25%至7.75%，

為近2年來首次。這突如其來的驚喜再次提振印度股市，SENSEX指數再創新高，錄得逾5%的升幅。印度減息為經濟及股市帶來正面訊息，但減息的背後，意味着印度擺脫了長久以來高通脹的困擾。印度通脹現時已回落至5%，主要受惠於石油及商品價格下跌，令依賴石油進口的印度通脹得以舒緩，而且，預料今年經常賬赤字亦因石油開支減少而大大改善，令印度經濟更加穩健。

印度經濟受到內外因素配合下，為股市迎來機遇，預料隨着印度改革進一步推行，加上減息的刺激，經濟有望持續向好。油價大跌已成事實，估計未來在油組不減產的前提下，油價繼續低位徘徊，即使反彈，油價亦受制於全球需求減少而未能回復當年勇，因此有助穩定印度通脹及改善赤字。但投資者憂慮美國加息或對新興市場造成衝擊，筆者認為美聯儲討論何時加息已有一段時間，相信市場已早有準備，資金已續步作出相應的調配，尤其是那些基本面較差及石油出口國家，如巴西及俄羅斯，不用等到加息，資金早已大舉撤走。新興市場經濟表現各有分歧，相信現時較穩健的印度經濟現能抵禦外來衝擊。



■印度總統莫迪為印度經濟及股市帶來轉捩點。

資料圖片

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。