

# 今明兩年通脹下行壓力增

中銀香港高級經濟研究員

蔡永雄

與全球通脹趨勢一致，香港綜合消費物價指數（CPI）的增幅從2011年平均5.3%，逐年遞減至2015年平均3%的升幅，反映香港經濟表現相對較佳。這與勞工市場處於近乎全民就業狀態，經濟中的閒置空間相對有限，加上租金多年來持續較快上升，以及香港通脹受國際油價變化的影響較低等有關。然而，今年下半年起，香港通脹仍有機會出現較大幅度的放緩，主要是因為近期住宅樓市進入調整階段。

## 樓市調整促通脹放緩

香港綜合消費物價指數中，租金（連差餉及地租）的權重達到29.19%，當中私人及公營房屋租金分別佔27.14%及2.05%，故若私人房屋租金錄得下跌亦難免會影響綜合消費物價的表現。該指數與差餉物業估價署的租金指數不同，前者反映所有租約的租金變動，包括新訂租約、續訂租約及現時租戶的租金變動；後者則只涵蓋新訂租約的租金變動，展現較大的變動。

## 投資者避險 黃金受追捧

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

步入2016年，環球股市及大眾商品均表現遜色，唯黃金走勢一枝獨秀。國際金價由年初每盎司1,062美元升至近日的每盎司1,200美元左右，累計升幅超過一成。雖然金價近日出現回落，但在全球經濟悲觀情緒升溫、油價不斷走低以及低利率等因素影響下，黃金仍受到投資者追捧。策略上，在環球股市波動劇烈下，投資者不妨配置部分黃金相關資產，來對沖投資風險。

## 消費需求降 投資需求升

2015年全球黃金市場呈現消費需求下降，投資需求持續上升的特點。據世界黃金協會的數據，2015年全球黃金總需求為4,212公噸，與2014年4,226公噸基本持平，其中消費需求為3,427公噸，同比下降2%。其中佔消費需求比重最大的金飾需求明顯減少，同比降3%至2,415公噸，其佔黃金消費總比重亦微降0.7%至57.3%。

雖然消費需求減少，但黃金作為一種重要的避險工具，在環球經濟下行及投資風險上升的環境，其投資需求仍在不斷增加。據統計，2015年全球黃金投資需求同比上升8%，達878公噸。在個人零售投資領域，中國與歐洲市場對金條和金幣的需求表現最為突出。

黃金需求相對集中，中印兩國需求佔全球比重仍

## 財經評述

以差餉物業估價署的租金指數於去年9月見頂，並於10月及11月分別按月下跌1.1%及1%，該指數的24個月平均值按年仍錄得高達5.9%的增長，尚未對消費物價指數中的私人房屋租金指數帶來影響。若假設私人房屋租金在去年10月起開始調整，為期一年，當中首半年按月下跌1%，隨後半年則按月下跌0.5%，至2016年10月起逐步回升，按月升0.25%，為期一年至2017年9月，這兩年的走勢便足以涵蓋一個租期，並可以此24個月的平均值變化來估算消費物價指數中租金指數的變化。

## 港匯變化致走勢轉向

按上述租金走勢預測，其24個月平均值的按年變化應已於去年11月至12月見頂，但其在今年上半年的放緩速度仍然較慢，直至今年12月才會顯著放緩至1.5%左右，並於明年二季度出現負增長，2017年底至2018年初見底。因此，預期2016年有關租金指數的平均升幅將較2015年低約1.4個百分點，以27.14%的權重計算，其對今年綜合消費物價指數將帶來約0.4個百分點的負面影響，但由於租金下跌的影響將陸續浮現，2017年有關租金指數的平均升幅將較2016年低約5個百分點，為明年的綜合消費物價指數帶來約1.3個百分點至1.4個百分點的負面影響。

在提升。2015年中國黃金需求達985公噸，印度達849公噸，中印兩國佔全球需求總量比重升至近45%。其中中印兩國黃金消費需求仍逆市保持增長，中國黃金消費需求同比增2%，印度同比增1%，未來中印兩國對全球黃金市場的影響力還會進一步提升。

## 中印兩國消費需求逆市增

此外，隨着2011年以來金價持續走低，各國央行已經連續第20個季度成為黃金淨買家。上年四季度，全球央行購入黃金134公噸，同比大增25%，對金價形成了一定的支撐。惟全年來看，588公噸的需求量與2014年基本持平，升幅有限。2015年黃金需求基本與前年持平，但供應量卻出現一定減少。受黃金價格下滑影響，2015年全球黃金供應量較2014年的4,414公噸下降3.5%至4,258公噸，其中金礦供應量為3,165公噸，同比下降2.4%。值得注意的是，第四季度下降幅度最為顯著，總供應量同比下降10%，金礦供應量下降9.3%。由於當前金價水平與行業大致平均生產成本線相若（每盎司1,200美元），若金價繼續回穩，供應量或可出現一定增長。

筆者認為，環球經濟增長前景黯淡，加上除美國外全球各大央行紛紛採取寬鬆措施，敘利亞和朝鮮等地緣政治問題凸顯等，均會持續推升黃金的避險需求。惟年初至今金價累計升幅已較多，短線回調壓力大，投資者需留意風險。

## 熊市投資法則

興證國際證券副總裁(客戶投資部)

居有莉

自去年A股暴跌引發市場去槓桿，及隨之而來的資金外流造成人民幣貶值預期，為港股及A股帶來持續下行壓力。美國MarketWatch專欄作家麥可·西施(Michael Sincere)曾經說過，基準股指跌破50日、100日和200日移動均線是重要的熊市信號，出現恐慌拋售是確認熊市的最后一个信號。香港恒指從去年7月出現死亡交叉後各條均線出現空頭排列，市場呈現一波低過一波的走勢，幾乎每個關鍵支持位皆被無情擊破。按照麥可·西施的說法，港股A股無疑已深陷熊市。

俗話說，牛市不估頂，熊市不言底。一旦確認熊市，愈早離場損失愈小。抓住每次熊市反彈的機會，堅決減持，才能在真正的牛市中尋找機會。熊市投資最怕被套，很多投資者在熊市中依然沿用牛市心態，只要看到股市反彈，就急着抄底，結果是屢買屢套，不斷蝕本，最後連入市的信心亦輸掉。待到股市真正見底，牛市來臨時，他們反而手軟不敢再入市，從而錯過牛市中初期和中期最容易賺錢的階段。

在當前熊市特徵明顯的市場裡，如果投資者已經清倉離場，不論之前戰績如何，均是值得恭賀的好事。萬一不幸深陷其中，就應該及時調整心態，按照熊市法則，

嚴守操作紀律：

### 法則一：熊市不透支

在熊市中透支，效果和吸毒一樣。投資者容易犯的錯誤，是幻覺股市已到谷底，不斷給自己理由加大透支額，用去賭場搏殺的心態，希望一擊而中。殊不知股市底部往往不是一層，低處未算低，在熊市中借錢炒股的人，真正能熬過熊市的寥寥無幾。

### 法則二：先高拋後低補

在熊市中，高拋低吸是降低持倉成本，甚至短線獲利的法寶。在具體操作時大家應該留意，如果是先高拋，基本上有99%以上的機會可以低吸回來；但是如果先低吸，那90%以上的可能會被套住。

### 法則三：遠離銀行金融股

銀行金融業本身就是高槓桿行業。經濟擴張時，銀行金融業可稱為萬業之母，利潤豐厚。不過在熊市中，經濟問題會逐步累積，引起併發症，一旦爆發會形成大量企業壞賬。到時資產縮水、資金流動斷裂等問題均須由銀行買單。各行各業的問題會向金融行業集中，最終形成金融風暴。在市場經濟國家裡，每次熊市皆會出現銀行危機，需要政府出面協助。因此在熊市中千萬要小心銀行金融股，最好與其保持一定距離。

## 淺談CoCo Bonds對銀行業影響

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

油價持續低迷，終於引發投資者憂慮全球銀行業對油企貸款，可能變成巨額壞賬的憂慮，引發上周環球銀行股顯著下跌。當中，更有消息傳出德意志銀行可能於2017年未能向投資者償還其額外一級資本債券（CoCo Bonds）的票據，令德意志銀行股價被拋售之餘，更令一眾銀行的CDS價格大幅上升。CoCo Bonds是什麼？油價持續低迷，對一眾央行的貨幣政策會構成什麼影響？

### 什麼是CoCo Bonds？

CoCo Bonds全名為Contingent Convertible Bonds，它本身是其中一種Convertible Bonds，但多了一些轉換前必須達成的條件。例如公司一些營運指標或股價到了某些水平，債權人可以把手上的債券轉成股份。銀行發行CoCo Bonds與其他非銀行企業不同，重點在於達成的條件是銀行本身的Capital Ratio（亦即第一級資本充足比率，Tier 1 Capital Ratio）。CoCo Bonds本身有Bail-in功能，亦即Bail-out的相反。金融海嘯時，歐美政府拯救銀行的手法往往是Bail-out銀行，即向銀行大量注入資金，可以避免大型金融機構倒閉，但這樣把納稅人的資金投入銀行，令市民認為是政府向銀行家或富有人士輸送利益。

### 為何CoCo Bonds突興起？

當經濟危機令銀行手上資產價格大跌時，銀行的資本充足比率亦會下跌，觸發CoCo Bonds的轉換條件。銀行負債減少的同時，其資產充足比率將會上升。既可減低資本抵償的機會，亦可減少觸發市民對銀行出現信心危機的機會。由於銀行股票持有者先承受了部分損失，

令減低政府Bail-out銀行時面對的阻力。CoCo近年流行的原因，是全球銀行監管條約的基礎Basel III容許銀行，以發行CoCo方式代替直接賣股融資，作為填滿資本充足率要求的工具。

### 背後有什麼風險？

CoCo Bonds的結構頗為複雜，而且不同銀行發行的條款可以不同，例如：發定額票息或只隨意發行票息(Discretionary Interest Payment)。更甚的是，部分CoCo Bonds的Trigger條款不但令債轉股，更可以令股變一無所有。此外，當市場出現過多的CoCo Bonds，再加上大跌市時，將觸發更多債轉股，引發死亡循環(Death Spiral)。債轉股後，投資者便會因此承受更大的損失。如果投資者大量沽出股份的話，供應量將會大幅增加，更可能引發銀行信心危機。

除了結構衍生產品受到市場關注外，在油價持續低迷下，投資者亦聯想到金融機構對石油及天然氣企業貸款可能引發的損失問題。美國大型金融機構近期已公佈了去年第四季及全年的業績。除了摩根大通未有提供資料外，多間金融機構已提供了相關資料。若單從金額上看，以花旗集團可能受到的影響最大，對石油及其他商品機構提供的貸款（已動用及未動用），合計達580億美元。

至於撥備金額方面，似乎絕大部分金融機構的撥備大約在十億美元左右。金額是否足夠，要留意的是油價未來走勢發展。若果油價能回升至30美元以上的話，相信是足夠的。惟一旦油價進一步下跌，預料美國金融機構需要增加對油企撥備的金額。由於短期市場仍然波動，預料歐洲及日本央行將於短期內加碼量寬，將有助支持大市回穩。惟中長線能否持續，仍成為疑問。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

# 避險情緒降溫 風險資產反彈

農曆新年期間，全球市場一片跌勢，令人擔憂，有恐慌指數之稱的VIX一度觸及30水平，市場緊張情緒瀰漫，各類風險資產遭到拋售，資金更青睞於相對安全的日圓和黃金。

然而在近幾日，尤其是上周五外圍開始反彈的帶動下，市場情緒逐漸得到緩解，VIX連續三個交易日回落，黃金升勢受限而回落，風險資產再次受到提振。

## 油價向上 帶升銅價

首當其衝的便是大宗商品。油價的升跌非常程度影響着能源股以及整個大市。油價在2月初從34美元水平一路下跌至26美元一線，令投資者着實擔憂。在減產預期的刺激下，油價終在上周五反彈，並在本周延續升勢，重返30美元一線。油價的反彈，同樣帶動了銅價，從低位開始走高。

股市的反應非常直接。春節期間，外圍股市比誰都跌得多，慘不忍睹。不過從上周五開始局勢好轉，美股結束連日跌勢而連漲3日，歐洲股市更受到央行行長德拉吉放水言論刺激而走高，亞洲股市在外圍帶動下亦企穩。

匯市方面，資金一度青睞日圓，令其不斷走高，美元兌日圓一度觸及110水平，而日圓在2月的前兩周累計漲幅6.5%。進入本周，日圓馬上跌回114水平。恰恰相反的是，美匯指數連入2月跌勢加劇，從99水平一度最低跌至95.236，跌幅近4%，從上周五開始美元反彈，目前已經收復近一半。

貴金屬市場受到避險情緒影響亦明顯。黃金進入2月以來前兩周升幅逾一成，升勢強勁，最高見每盎司1,263.48美元。其實當時獲利壓壓便已經較大。從上周五開始金價出現回吐，如今跌至每盎司1,200美元水平震盪。其他貴金屬亦跟隨下跌，不同的是，前期受惠避險情緒升勢較大的，此次回落的幅度亦大；前期漲得少的，如鉑金等下行動能則有限。

如此來看，油價的回穩在這場風暴中起到了較大的作用，油價反彈起到一連串的提振作用，當然這是全球市場轉好的其中一個原因之一。

## 大市波動 陸續有來

然而，我們不可以因為現在的一時平靜而忽視市場所面臨的問題。經濟疲弱是不爭的事實，連美聯儲如今也遲遲不敢採取加息行動，從最新的耶倫證詞和美聯儲會議記錄可以看出，美國對經濟前景和金融市場比較悲觀。除此之外，各國的貨幣政策前景不明朗，油組國產量政策存變數，均讓市場充滿較高的不確定性。這讓猴年的大市波動性增大，像2月初發生的大波動，年內不會只有這一次。



■ 油價反彈帶動了銅價從低位開始走高。

資料圖片

## 東隧掀BOT項目善後爭議

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

東區海底隧道專營權將於本年八月屆滿，政府早於去年12月中已向立法會提交《2015年東區海底隧道法例（修訂）條例》草案，把東隧納入《行車隧道（政府）條例》的法律框架，此為日後由政府管理東隧的法律依據。當局提出，假如條例草案未能於本屆立法會會期內通過，將會帶來嚴重後果，包括政府無權收取東隧使用費，屆時大量車輛轉用東隧，將令本港交通陷入癱瘓，以及令到原本在東隧的100名員工失去工作。

### 若封閉東隧 混亂將極大

運房局早前已及早書面向議員解釋條例草案須在本屆立法會會期內通過的重要性，假如東隧大塞車，將令港島東區、觀塘及將軍澳達122萬人口受影響；去到一個極端，東隧及其連接道路或需封閉，此舉令到港島北和九龍交通因而出現大癱瘓，混亂狀況可想而知。

近年反對派議員拉布成風，對於好像東隧這一類影響民生的重大交通課題，大家應以一個以事論事的態度去討論相關法律草案，集中在草案中的條文去研究，有不同意見沒有問題，就讓討論結果把草案條文作出修訂，在一個合理時間內把條例通過變成法例，這樣才符合香港一貫的法治精神。

當年東隧透過「建造、營運及移交」（即B.O.T.）方式，營辦商獲批30年專營權，至今年8月7日屆滿，東隧的性質不同於一般道路，需以度身訂造的法例，把其納入《行車隧道（政府）條例》的法律框

架，政府始能有法理基礎去進行管理、營運、收取費用、聘任員工、隧道結構建築物的維修保養以致管理方執行交通管理等環節。

### 重掌營運權 利改善交通

過往社會討論得最多的，是就三條過海隧道之間的收費比較，以及調節不同隧道的每程收費可產生調節三條隧道汽車流量的效果，藉以平衡各隧道及其連接交通幹道的交通。東隧重新由政府掌握營運權利，亦意味着政府日後在調節過海隧道的各類車輛的收費以及其流量，有更大的掌控能力。

假如立法會在本屆會期未能通過條例草案，東隧雖不致「無皇管」，警方仍可在交通事故發生時，給予交通指示和執法。不過屆時政府卻無法理基礎去收費，使用海隧的駕車人士正常反應，會趁免費空期，轉用東隧，當中尤以大型貨車等收費較高車輛，預期將塞爆東隧以致港島東及觀塘一帶道路。

每日乘搭交通工具往來港九上班上學的人口眾多，東隧「塞爆」的後果，是港島東及九龍東大範圍塞車，乘客轉乘地鐵，於是過海地鐵亦變成超負荷。相信政府已有一套臨時交通應變措施，以防萬一，在條例草案不能在專營期終結前獲得通過便推出執行。無論如何，受影響最大的是普羅市民，損失交通時間，亦是生產力以至整體經濟的損失，結果無人是贏家，大家全是輸家。

筆者希望見到，將來所有過海隧道均由港府統籌收費，配合未來新建地鐵如沙中線的落成通車，維港兩岸的陸上交通得到大幅改善，目前紅隧兩邊瓶頸出現的擠塞得以紓緩。

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。