

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

歐美再有壞消息 避險情勢升溫

上週初期市場的氣氛明顯好轉，未有傳來更多歐債問題方面的壞消息，而美國的經濟數據亦有所轉好，消費者開支有所增加，私企裁員速度亦減慢，環球股市均見上升，而油價亦一度逼近90美元的水平。不過，這種氣氛只能維持短暫的時間，在欠佳的歐元區製造業數據以及美國就業數據的影響下，加上希臘債務又再傳出有惡化可能，避險情緒又一次升溫，金價再度急升，股票市場亦於上周五再次下滑。

美國上周五公布的就業數據大幅過市場預期，美國8月份非農業就業職位無升跌，遠差過市場預期的增加6.8萬個，數據是去年9月以來表現最差。其中私人企業僅新增1.7萬個職位，遠低於市場預期的增加9.5萬個，而私企的新增職位則被美國政府的裁員所抵銷。

另外，6月及7月非農業新增職位均被向下修訂，分別修正為增加8.5萬個及2萬個。非農就業數據差勁，反映美國的就業市場的確十分疲弱，至於8月份失業率亦繼續維持於9.1%的高位。

歐元區方面的數據亦十分差，歐元區8月份製造業採購經理人指數終值自7月的50.4下降至49.0，創下兩年來最低水平，亦低於50的分界線，反映當地製造業有收縮跡象，經濟動力漸失。

其中，法國的製造業採購經理人指數亦同樣降至50以下的水平，至49.1，預示了這個歐元區第二大經濟體的製造業同樣陷入萎縮。至於作為歐元區最大經濟體的德國的製造業採購經理人指數亦連續第四個月下跌，跌至50.9，可見整個歐元區的經濟均出現疲

態。然而，歐元區除了要面對經濟疲弱的問題外，亦要面對着當地債務問題再次重燃的危機。由於認為希臘的財政緊縮工作無法實現預定目標，來自歐盟、國際貨幣基金組織及歐洲央行的監察員與希臘暫停有關援助計劃的談判。

由於一方面，希臘的經濟衰退情況比預期嚴重，但大幅削減開支則會使經濟衰退的情況加劇，因此希臘正處於兩難的局面，一旦於希臘擬定2012年預算草案後舉行的新援助談判中，希臘的方案仍不能達到歐盟、國際貨幣基金組織及歐洲央行的監察員的目標，再有可能令其無法獲得由上述三方提供的第二輪援助貸款，使當地債務問題失控的可能性大增。

而市場亦對此作出了反應，上週多間歐洲主要銀行的債務違約掉期皆見上升，當中法巴的5年期債務違約掉期更升至接近歷史高



美國失業率高企，招聘會外大排長龍。法新社

位，暗示了主權信用危機或將給歐洲銀行業造成嚴重衝擊，亦露出了歐元區金融機構本質上的脆弱。

在經濟衰退的狀況惡化，希臘議會更表示龐大的債務已逼近希臘政府的極限，債務一

旦失控可能會產生骨牌效應，對歐元區以及環球經濟造成衝擊。歐美經濟增長疲弱已成為了事實，再加上沒完沒了的歐債危機，相信環球金融市場短期內仍會受壓，避險情緒將會繼續主導市場。

QE3影響內地及香港通脹

中銀香港高級經濟研究員
戴道華

QE2對美國經濟的刺激有限，這一判斷從QE2的效果就可以得到證實。在QE2實施的2011年上半年，美國經濟按季僅以0.4%和1.0%的年率增長。失業率雖然從2010年底時的9.4%一度降至8.8%，但在QE2結束時卻又回升至9.2%。另外，雖然期間美國國債2年期收益率從0.60厘跌至14bp至0.46厘，10年收益率從3.30厘跌至3.16厘，30年定息按揭利率從4.86厘跌至35bp至4.51厘，但美國樓市仍未見起色，S&P Case Shiller 20大城市平均樓價指數期間反而從開始實施QE2時的按年跌2.43%擴大至跌4.52%，據此，除非QE3規模大至足以產生震撼效應的萬億美元，否則如果僅與QE2的6000億美元看齊或更小的話，恐怕其刺激經濟的作用將不明顯。

如果在QE3之下美國經濟僅能以2%左右的溫和速度增長，則對中、港乃至亞洲經濟難以構成重大支持。近年，隨着亞洲經濟的快速增長，亞洲區內貿易像歐元區一樣培育出了一個良好的內部循環，即使來自美、歐的最終需求不理想，但中國內地的出口和香港的轉口卻能夠保持一定幅度的增長。不過，在美國內需不能有力復甦的情況下，兩地出口的美體增長水平恐怕難以十分強勁，中國商品出口的增幅可能不到20%，而香港商品出口的增幅則可能為單位百分比數字，出口這一對外經濟引擎或會處於慢熱狀態。

對民生及金融穩定均不利

而在內部，中、港乃至亞洲經濟體相信都會感受到量化寬鬆在通脹方面所帶來的負面影響。迄今為止，在亞洲無論是實行浮動匯率、跟一籃子貨幣掛鈎匯率還是聯匯匯率的各經濟體均要一

手防範美國經濟可能再次衰退的風險，另一手防範量化寬鬆所帶來的通脹風險。中國內地、印度、韓國、香港、新加坡的最新通脹分別為6.5%、8.6%、4.7%、7.9%和5.4%，均到了無論對民生還是金融穩定都不可以掉以輕心的水平，需要以貨幣和/或匯率政策去加以控制。消費物價通脹有相當部分是可以追溯到美國量化寬鬆放出的流動性加上美元貶值對全球農產品和商品價格的刺激之上的，例如在QE2實行期間，CRB商品指數一度較2010年底升逾12%，紐約期油一度從95美元升逾115美元一桶的水平。

房地產價格泡沫風險大增

除消費物價之外，資產價格通脹尤其是房地產價格的泡沫風險更是中國內地、本港乃至亞洲區各經濟體的共同隱憂，控制過鬆，就有經濟整體呈現泡沫的風險，控制過嚴，就有房地產泡沫步美國後塵爆破的風險，美國量化寬鬆所釋出的流動性是背後的一個推手。在這種情況下，美國貨幣政策一再放鬆，中國貨幣政策卻一再需要收緊，存款準備金率已被調高至21.5%，基準存貸利率也一共上調五次。其他亞洲國家也各自採取加息、資本管制、匯率升值等措施加以應對。

香港在無法採取貨幣政策、資本管制和匯率政策的情況下，就在財政和房地產相關領域採取措施。未來如果美國應對經濟再次衰退的風險而啟動QE3，便會對中國內地、香港乃至亞洲的政策制定者出新難題，即出口有可能受其影響，但同時通脹和資產泡沫的威脅亦同時存在。但如果美國在經濟依然溫和增長之下執意推QE3，則亞洲各經濟體恐怕仍需繼續執行貨幣政策收緊、資本管制以及匯率升值等措施以求自保。

(摘自中銀香港財經評述，《評估美國推出QE3的可能性及其影響》四之二)

橫琴特區樓價具吸引力

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

於8月22日，廣東省人民政府聯同澳門特區政府主辦「粵澳合作框架協議」暨橫琴政策創新宣講會，正式公布橫琴將實行比經濟特區更特殊的優惠政策。中央國務院批覆橫琴的創新政策，在「分線管理」便利通關、財政稅收減免、粵澳合作產業園發展等方面，具有突破性的發展！

「分線管理」政策的提出，是將橫琴與澳門之間的口岸設定為「一線」管理，橫琴與內地之間設定為「二線」管理，按照「一線」放寬，「二線」管理，人貨分離、分類管理的法則具體實施分線管理。未來經濟特區進出橫琴的人貨流、車流更為簡便快捷，對會展、倉儲和各種加工產業以至澳門未來經濟發展也有明顯推動作用，有助澳門居民充分應用橫琴開拓工作和生活空間。

但在這個剛開發階段，橫琴對澳門各行業主要是給予興建建設設施的機會，待日後社區完成時才可引入零售、餐飲和服務性行業。但無可否認，全新打造的橫琴特區將是珠江拱北和香洲外澳門人消費及旅遊的好去處！

另外一個政策焦點是稅務的減免！目前內地的企業所得稅為25%，只有雙認證軟件企業、部分高科技企業，以及西部地區才實行15%，「批覆」明確指出橫琴區內符合條件的企業可享受15%優惠政策。與其他稅務區齊齊，區內企業間交易貨物免徵增值稅和消費稅。

稅務補貼有助吸引人才

個人所得稅方面，現時澳門職業稅率為百分7-12%，而年收入144,000以上才開始繳稅，香港的高收入人士的標準稅率是15%，但「批覆」明確表示在橫琴工作的港澳居民的個人所得稅，暫由廣東省政府按內地與港澳間的差額補貼給他們。這有助橫琴區內各大重點工程如橫琴島澳門大學新校區、中醫藥科技產業園及十字門中央商業區向

外招攬高端人才進駐。橫琴新區是可以幫助港澳兩地進行產業多元化。當前澳門第三產業佔本地生產總值88%以上，尤以博彩業佔40%。香港的支柱工業是金融、房地產和各類第三產業。橫琴新區的未來定位是第三產業，這可以平衡澳門現時的偏重博彩業的不均結構，也可为香港各種第三產業提供另外一個新天地和後勤支援和加工基地，如食品加工業和衣服/鞋類加工區等等。

水質優良 海產養殖地點

橫琴地區水質優良，盛產生蠔和海鮮，可為港澳酒樓提供海產養殖地點。香港是被譽為「東方荷李活」，香港公司擬於橫琴建設3D夢幻工廠項目，包括創產品生產權交易、3D技術研發和技術服務、3D動漫影視製作等內容。根據統計，廣東動漫核心產業產值已達到32億，動漫總產值達106億，比2009年增長42%，約佔全國動漫產業產值達35%。橫琴的3D夢幻工廠的建立可以促成粵港澳文化創意產業的深層合作，共同推進廣東省文化；創意產業，使其保持全國龍頭地位，更可進一步面向世界。

橫琴的開發商機也使港澳人士往置業自住和投資。有當地代理統計，未來幾年橫琴及其周圍地區有8-10樓盤開售。新一輪的限購令會推向二三線城市，但對象應不包括港澳居民，很多港澳投資者嘗試往珠海出發。近日有金灣區大型樓盤到澳門展銷。這個物業前三期已累售90%以上，呎價更逐期上升至8,000元，現推出的是第四期，價格會近10,000元，而面積以三、四房單位的107-140平方為為主。這相比主城區香港的均價17,000元，仍極具吸引力！如與澳門區的均價約40,000元比較，則只是25%以內，這可以說明澳人熱衷往珠海置業的原因。

港澳物業投資人士可以選一二天往橫琴走走，品嚐一下著名海鮮，並可找尋真正的各種投資機會。橫琴新區發展剛剛啟動，何不登上順風車呢！

政策「超調」或令市場拐點推遲

大成基金

基金點評

狀況。

國際經濟放緩不利內地

A股連跌三日，大成基金認為，種種跡象顯示，政府仍將抗通脹，而非保增長，作為宏觀調控的首要任務。政策「超調」可能會帶來經濟新的低點，市場拐點料將推遲出現。

8月17日，住建部公佈新增限購城市名單的5項標準，二線城市限購陸續出籠；同日，央行主動提高央票發行利率，引發市場加息預期；8月26日，中國人民銀行下發通知，計劃將商業銀行的保證金存款納入存款準備金的繳存範圍，從9月5日起實行分批上繳，預計凍結資金約9,000億元。大成基金表示，短期內連連出籠上述多項緊縮性政策，經濟政策有超調風險，使得市場過熱的情緒受到打擊。

溫家寶總理隨後在《求是》雜誌上撰文指出，保持物價總水平基本穩定仍是今年經濟工作的首要任務，顯示目前政府認為當前經濟放緩尚處於可容忍

狀況。大成基金預期，國際經濟儘管不會陷入衰退，但中長期增長將有所放緩，不利於國內經濟。而在過緊的宏觀經濟政策下，不排除中國經濟還會再下一個台階。但中國未來仍有依靠內需刺激取得穩定增長的可能。

在此背景下，受經濟周期影響較大的機械、煤炭等周期性行業將受到影響，而未來業績增長確定的食品飲料、紡織服裝、家電、商業零售和醫療器械等大消費行業則值得看好。短期內，在未來政策面出現鬆動信號以及經濟探底之前大消費行業將是不錯的選擇，該類行業在震盪市場中存在結構性機會。而中長期看，「十二五」規劃中擴大內需成為中國未來五年發展的第一要務，擴大消費需求為擴大內需的戰略重點，大消費行業仍是符合未來的發展主題。

認識波幅有助迴避風險

中銀國際金融產品部執行董事
雷裕武

衍生權證投資者跟股票投資者一樣，非常看重正股移動的方向，因為最終的盈虧將跟正股直接掛鈎。特別的是，權證投資者對於市場移動的速度更為關注，因為權證投資基本上是與時間競賽，其價格轉變亦深受時間因素影響，內含時間值的逐日消耗可視為投資持貨的成本。即使投資者成功預測正股方向，但倘若移動速度緩慢，正股走勢帶來的升幅或許未能抵銷時間值縮減的代價，以致最終投資者未能因看中正股方向受惠。

8月份港股大上落，高低波幅近4,000點，除了為投資者提供不少買賣機會，市場波幅上漲也利好不少衍生產品的定價。眾所周知，波幅是權證定價的主因之一，然而，不少積極參與買賣的散戶對波幅概念卻一無所知，也沒有太多動力去解分析；另一邊廂，部分資深的權證投資者則普遍將波幅走勢奉為金科玉律。到底波幅是甚麼？是否數學專才才有能力去明白認識呢？

單從字面去看，波幅可解作股價波動幅度的指標。波幅亦可視為風險，因股價波動才會為投資者帶來更多買賣機會，而股票波幅越大，相關權證的價值便會越高，也表示其潛在風險越高。

與波幅高股份掛鈎機會多

其實，我相信即使是一個投資初哥，也曾聽過波幅以及其對市場影響有一定的認識。譬如說，我們知道公用股的波幅較銀行股及地產股為低，中資股的波幅又較傳統藍籌

股為高，如與波幅高股份掛鈎的權證每每為投資者帶來更多的買賣機會。

市場最多人談論的波幅主要有二：歷史波幅及引伸波幅，其中歷史波幅讓我們認識該股份的過往走勢，是否屬於波動一族，而權證投資者的焦點則往往落在引伸波幅上，因這是影響權證定價的主要因素，而讀者們也可在一般發行人的網頁找到這些市場數據。

為了讓讀者更容易了解不同類型的波幅，就讓筆者透過一個天氣預測的例子來說明它們的關係。假設清早起來，在準備外出的前，你會如何決定穿甚麼衣服？方法之一，就是以過往經驗為依歸，由於目前已踏入9月，經驗告訴我們，氣溫通常較暑期為低，所以可考慮帶一件外套上街。這好比在入市前，投資者往往利用過往的股價表現（即歷史波幅）作為分析數據之一。

引伸波幅可比較價格高低

若要進一步確定，我們可往窗口探頭一望，看看街上行人的衣着，從而推斷外面的氣溫。看到大多數行人穿着背心短褲，並帶備雨具，便知道天氣炎熱或有機會下雨。這方法從一些客觀數據將結果引伸出來，跟引伸波幅的概念可謂同出一轍，我們可將權證價格套入權證定價模式，得出引伸波幅數值，用作比較價格高低。

穿衣的決定，跟買賣權證的決定同樣受到一系列的因素相互影響。我們除了考慮所有影響的可能性，也要預計一旦作出錯誤決定的後果，看看是否有足夠的能力承擔，這正是投資者應有的態度，特別在講求效率的認股證市場，果斷的買賣決定更為重要。

購物體驗 非常關鍵

華克這東主席
謝松發

近日冒牌蘋果產品以及冒牌蘋果專門店都成了坊間茶餘飯後的話題，其受關注程度正顯示了蘋果品牌的魔力與價值。事實上，蘋果的成功因素人所共知。

蘋果的營業額在過去數年屢破新高。致勝關鍵在於他們深信在零售業務投放越多，回報越大，於是造就了顧客在蘋果專門店享受獨一無二的購物體驗。根據零售業調查所得，蘋果所提供的購物體驗，評價遠遠地離其他業界巨頭。

蘋果無論在客戶服務，以至購物體驗均享負盛名。有調查顯示，良好的購物體驗包括以顧客為中心的店面設計、妥善保存購物紀錄、具格調的購物環境、有條不紊地陳列貨品，以及具質素的產品亦是主要因素。顧客只要進入蘋果專門店，便能享受到這些優質待遇。顧客到蘋果專門店除了找到其品牌產品外，店內亦售賣相關軟件及其他配件，一應俱全，務求做到琳瑯滿目。

促銷活動對購物體驗並不能產生多大的成效。事實上，蘋果電腦產品的價格長久以來並不大眾化，但其優越的客

戶服務和購物體驗「擊倒」價格阻力，蘋果過去幾年間的盈利和銷售數字足以說明了一切。

在B2B方面，一個知名的營養食品飲料品牌在其英國總部開設了一個模擬購物體驗中心，以獨有的方式與零售商或經銷商溝通。結合現代化環境及消費者研究數據，用以對零售展示消費者的購物模式及產品使用方式，該零售展示更掌握如何推廣該品牌產品。中心內展示了品牌旗下所有產品，包括咖啡、穀物、寵物食品和水，更特別設置影院、模擬客廳和廚房，實物原大的便利店和數碼媒體區。

有利零售商作出重新規劃

購物體驗中心是該品牌根據市場研究來協助零售商針對個別產品增長制定相關營銷策略。中心模擬零售商店的走廊和貨品陳列形式，通過模擬真實技術，零售展示可按照建議，即時作出重新規劃。因此，在慣常廠家與零售商的洽談之外，有了嶄新的銷售平台。

該品牌設有另一個購物體驗中心，甚至照原尺寸複製典型消費者的房子，並在屋內飼養寵物貓，供參觀者體驗。虛擬現實技術能夠將以顧客為中心的理想環境，以靈活、方便的模式呈現。畢竟，銷量就是成功的實證！