

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 債息升近百厘 希臘違約風險急增

雖然上周五早上美國總統奧巴馬宣布了總值4,470億美元的刺激就業方案，不過，市場似乎並不受落，環球股市上周五普遍下跌，而歐美股市更在歐債憂慮再次升溫的情況下，主要指數均急跌逾2%，VIX指數更一度升穿40的水平。

■希臘的一年期國債由60厘的水平上升至上周五的97.9厘的水平，反映出其違約風險大幅上升。圖為位於雅典的希臘股票交易所。美聯社



事實上，4,470億美元的刺激就業方案規模是明顯高於市場早前傳言的3,000億美元。然而，市場對此不為所動，主要的原因是，美國國會好不容易在8月初才達成調高2.4萬億債務上限的同時削減2.3萬億債務的協議，但現在又要增加幾千億來刺激經濟，這使市場不禁懷疑美國政府的削減是否只說不做。

另一方面，在美國債務負擔如此高的情況下，4,470億美元的刺激方案能否順利獲兩會通過亦為一大疑問，就算能夠通過，其規模亦將會被大幅削減，甚至少於早前市傳的3,000億美元。因此最後實施的刺激方案的成效或許不會太大，投資者只要不對美國的就業方案過分期望，就能避免在決定投資策略上因過分樂觀而過分進取。相反地，目前更加要小心的是，希臘或會出現違約的機會正在增加，倘若成真，對金融市場的衝擊

將會十分巨大。

其實自本月2日起，希臘的一年期國債由60厘的水平上升至上周五的97.9厘的水平，而希臘5年期的信貸違約掉期(CDS)亦由2,300點子的水平急升至3,500點子的水平，反映出其違約風險大幅上升。主要原因，因於本月2日，歐盟及國際貨幣基金組織代表，因不滿希臘未能達到財政目標，提前離開雅典，使希臘能否獲得新一輪的援助貸款再度成疑。

儘管希臘財長周末公布新的削減措施，建議徵收房產特別稅，使財赤減少20億歐元，以應付歐盟及國際貨幣基金組織代表於本周就新一筆總額達80億歐元貸款重開的談判，但似乎各界均不看好希臘能達到早前定下的減赤目標。

一方面，有消息指出，德國財政部正

開始研究如希臘違約的影響，一旦希臘出現債務違約的兩個可能的危機處理方法，其一是將希臘脫離歐元區，其二是重新使用德國貨幣。

另一方面，亦傳出評級機構穆迪或下調法巴、法興及法國農業信貸集團的信貸評級，主要是由於三家銀行均持有較大規模的希臘主權債務，反映出市場對希臘償債能力的信任。而一旦三家法國銀行的評級遭到下調，或將會引發市場對歐洲銀行業恐慌，加劇歐債危機憂慮。

相信本周市場的關注點將會再次聚焦歐元區，視望希臘能否獲得歐盟及國際貨幣基金組織提供的第二輪貸款，而一旦希臘未能獲得新援助，根據當地報章指出，希臘的儲備將會於10月18日耗盡，希臘亦將會隨之出現債務違約。

## 中國CPI放緩 政策空間擴大

摩根大通中國區全球市場業務主席  
李晶

中國8月份居民消費價格指數同比上升6.2%，由7月份的三年高位6.5%回落，與預期相符，顯示中國最近一輪的價格上漲可能已經觸頂回落。中國8月份生產物價指數同比上升7.3%，也與預期相符。

雖然我們已步入結構性通脹時期，但消費價格指數的放緩仍令人鼓舞，而且在現時市場憂慮轉向全球經濟增長可能減速的背景之下，能為政府提供更大的政策空間。目前，國家總理溫家寶強調調控制通脹仍將是首要任務。

在中國消費價格指數中比重約為三分之一的食品價格仍面臨上行壓力。豬肉價格尤為如此，並在上周錄得歷史新高。食品加工商大量採購，趕在中秋及國慶節之前增產可能也推升了豬肉價格。額外的豬肉供應有望於未來幾個月投入市場，而且經濟整體放緩也應令原材料價格的漲勢放緩。

### 央行上調準備金率意欲減

為抑制通脹，政府動用從上調利率到控制信貸擴張的多種緊縮措施。中國人民銀行於年內三次上調基準利率及六次上調存款準備金率。這些減緩信貸增長的舉措似已取得預想效果，貸款增長持續減速。鑒於中國多家大型銀行月內宣佈新增貸款減少，8月份的銀

行借貸有望下降。

為進一步收緊流動性，中國人民銀行近期將準備金要求的適用範圍擴大至銀行儲備基礎中的各類保證金存款。新規定將於未來3到6個月分階段推出，可有效回籠資金9,000億元，相當於按每次50點上調存款準備金率兩至三次。由於目前存款準備金率已處於歷史高位，令央行進一步上調準備金率的意欲減少。

緊入通脹的房價已開始放緩，反映政府的緊縮措施已初見成效。7月份，70個主要城市中的31個城市的一手房價格較6月份下跌或維持不變。為進一步抑制房價攀升，政府於8月份宣佈將在二、三線城市實施房屋限購。同時，133個城市的住宅用地平均價格按月下跌9%。房價及土地價格的放緩將有助削弱未來的通脹憂慮。

### 重心或轉向促進經濟增長

鑒於外部環境嚴峻以及中國出口將要減速的預期，一旦通脹受控，政府的政策重心或由警惕物價轉向通過刺激內需來促進就業及經濟增長。我們預期中國經濟將迎來穩健的中期增長，預計2011年及2012年的國內生產總值將分別同比增長8.9%及8.5%。內需的支柱將源於消費（通過就業增長、薪資上漲及上調個人所得稅起徵點實現）以及投資（通過經濟適用房計劃、水利基建及農業投資等社會基建項目實現）。

## 回顧及展望政府賣地

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

踏入九月初，香港天氣已有點秋味，晚風徐來確使人有些寒意。筆者住在山邊，早晚已天氣轉冷，深深體會四季的變化。不期然，筆者也聯想到特區樓市是否進入秋天而邁向隆冬呢？

特區政府於今個財政年度開始採用「密集式」賣地，從4月到今天，政府已成功拍出10幅土地和通過公開招標售出9塊地皮，是近年來罕見的現象。但從7月份開始，政府賣地的結果所錄得的土地平均呎價卻不太理想，每每都以市場預測價格的下限交易，已徹底扭轉了近年來政府賣地價格節節上升的勢頭。

在19幅土地中，住宅用地佔了13幅，而商貿/酒店/商業拿餘下6幅。而且，價格超過10億以上的大型土地逾半共10塊，尤以6月份拍出半山波老地最為矚目，並且創了近年住宅樓面呎價的新高位。高峰過後無以為繼，三幅巨型「限量地」的成交價都是市場預測的下降，甚至出現了「一口價」成交現象，這表示發展商對賣地的態度趨向觀望和保守，並未延續往日熱烈搶地的表現。但最令人失望的要算港島地王——北角油街的商用地，其成交價是62億多元，是市場人士始料不及的。

### 重心轉移至非住宅和小型項目

但是同時出現了相反現象，三塊商業用地（分別位於觀塘、九龍灣和紅磡）都錄得不俗的成交呎價，完全符合市場預測價格。另外於9月6日拍出的新界洪水橋丹桂村路的小型住宅地皮卻出價熱烈，由1.96億開價共出162口承接價，終以3.61億成交，可以講是淡市中的可喜現象。從市場成交價格和現場競爭氣氛可以發現商業較住宅地皮受追捧，而小型較大型住宅用地受歡迎，這正說明市場產生了變化，重心點有序地轉移到非住宅和小型投資項目上，正所謂「水向低流」和避險情緒正在增大中。

上述的幾幅土地低價交易加速了同區的住宅樓價調整，較為明顯受影響地區包括東涌、九肚山、北角及將軍澳。區內小業主放

盤的取價態度已較為務實，願意接受一成以內的議價空間，買家的反應也是正面的。香港特區的住宅市場其實已一體化，鄰近地區的下調會逐漸帶動附近幾個區份，而會出現「骨牌效應」。正如筆者在本欄目數月前已指出，今年本地住宅樓市已摸頂，餘下的時間正進入有序的調整期，但當按揭利息仍然低企和租金走勢仍然走高之下，樓價大幅回落的可能性不會太明顯，一成以內的回吐是可以預見的！

不少市場人士歸咎住宅地價不理想是土地開發限制太嚴，如限制建成單位數目、建築物總高度、建築物相鄰的最低要求、地塊要預留通風走道（避免出現屏風樓）、停車位數目限制等等。但筆者明白特區政府釐定出發展條文中，需要全面考慮交通、環保、城市規劃、區域特質才可以確立的，政府也應參考市場的良性意見，令每塊土地都可以達到最佳的發展模式。

### 住宅樓價下調壓力有增無減

展望第四季，特區政府有機會推出拍賣住宅地主要位於何文田、屯門、香港仔和將軍澳，較大幅度地是前何文田邨地、前掃管軍營北地、將軍澳66各區。市場的未來焦點主要有二個：前何文田邨的土地可否延續山谷道地王再創新高呢？將軍澳66C1、D1和B2地地皮會否從樓面地價每呎4,000元拾級而下或者出現反彈現象呢？這些結果將牽動大小業主的神經，幫助確定未來取價的策略。筆者相信市場「開細」機會較大，住宅樓價下調壓力有增無減！

筆者在將軍澳三塊地拍賣後應邀到新城電台直播談話節目，與主持人討論本地店舖和辦公室售價和租金持續上升的負面影響，同意特區政府應積極加推核心區外的商貿用地，以滿足市場需求，長遠平抑商業樓價。政府應推出更多商貿/酒店用地，供發展商拍賣或勾出招標，以保持本地的營商環境的競爭力！

特區內各類物業價格和租金仍然上升實非市民之福，祈望政府可以發揮市場管理者的角色，在外圍經濟「風高浪急」下成功引領特區走向彼岸。

## QE3對國際貨幣體系的影響

中銀香港高級經濟研究員  
戴道華

當今國際貨幣體系最主要的特點是美元主導(無論是國際儲備貨幣、國際債市和銀行信貸、國際外匯和商品市場等)。美元主導的國際貨幣體系為美國帶來了鑄幣稅、低交易和借貸成本，以及無需考慮經常帳赤字等好處的同時，也催化了全球經濟和金融的重大失衡。經濟迅速崛起的新興市場由於人均收入偏低，增長便以出口和吸引外來投資導向，加上歷史上屢次金融危機的經驗教訓，便積極累積外匯儲備，並大部分轉而投放在美元資產上。

這相當於向美國政府和企業作出了低成本的借貸，供美國消費者在低儲蓄率下過度消費，供美國政府和企業在高負債下過度投資，新興市場內部則顯得消費和投資不足，惟美國的過度消費和投資卻最終引發了巨大的房地產泡沫、次按危機乃至金融海嘯。這暴露了以美元為主體的國際貨幣體系所存在的矛盾，因此後危機時期改革的呼聲和壓力不斷增大。

### 美元貶值帶來通脹風險

聯儲局長期維持零利率、推出兩輪量化寬鬆的行動，則有財赤貨幣化的嫌疑，對美元匯率更是百上加斤。美國財政部有時連口頭上的強美元也欠奉。不僅如此，弱美元對全球商品價格及通脹帶來重大刺激。非美元區經濟體尤其是新興市場既要承擔其逾6萬億美元官方外匯儲備巨大的匯率風險及市場風險，也要承擔由美元貶值而帶來的通脹風險。QE3會令這種矛盾進一步激化。

平心而論，在美元作為首要國際貨幣的責任和義務與美國國內政策需要產生不可調和的矛盾時，要求美國只考慮其外部責任而放棄其內部政策目標也是不切實際的，因此根本的解決之道只有改革美元主導的國際貨幣體系，減低全球對美國國內政策的風險敞口，擺脫被美國國內政策所驅動的種種風險。但在目前歐洲深陷主權債務危機漩渦，日本自顧不暇，發達國家貨幣難有作為的情況下，人民幣國際化無疑是較有可能成功且較有效的國際貨幣體系改革手段，否則未來幾年國際貨幣體系的改革將會毫無寸進。

在目前英鎊、日圓和瑞士法郎的地位相對不變的前提下，如果人民幣的發展最終能形成美元、歐元和人民幣三足鼎立的國際貨幣體系格局，三隻貨幣之間的相互制衡就應該能大大紓緩全球失衡以及風險集中的問題。美元國際貨幣地位趨降，美國難以像以往一樣取得國際廉價融資來支持其過度消費和投資，相信就能倒逼其經濟腳踏實地地可持續增長。而即使美國國內政策不利美元，但歐元和人民幣幣值的變化或會使均衡持有這三隻人民幣國際化助穩金融。

新興市場即使繼續累積外匯儲備，三隻貨幣可供選擇也能達到分散投資、分散風險的目的，更不用說他們其實可以根據自己的需要去調整組合。國際商品市場定價多元化，至少能把商品價格變動與單一貨幣匯率波動脫鉤，讓其價格更多是反映供求的變化，從而增加市場的穩定因素。據此，人民幣國際化的成功對中國乃至全球經濟和金融穩定都會有促進作用。

(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》四之四)

## 大消費板塊投資價值凸顯

大成基金

基金點評

2011年下半年以來，歐美債危機不斷升級，同時國內在通脹壓力下接連推出緊縮性政策，令經濟形勢和市場前景變得更加複雜。大成基金認為，在宏觀經濟政策出現鬆動之前，A股市場短期內將缺乏趨勢性機會；而受經濟周期波動影響較小，且符合國家調結構、促民生政策大方向的大消費行業則值得持續看好。

大成基金指出，大消費行業受經濟周期波動較小，今年在宏觀的連續緊縮政策下，消費類成長股依舊保持強勁的增長。而隨着一系列改善民生措施的推出，中報顯示，受季節因素影響較大的大消費行業在消費淡季——二季度整體業績表現依然良好。尤其是零售行業，收入增速「淡季不淡」，較一季度出

現了明顯的上升。大消費板塊中增長較快的除零售外，還包括農林牧漁、白酒、醫療器械；品牌服裝絕對毛利增速良好，在30%左右的水平，其中尤其以床品增速更高，達到近60%的水平。展望下半年，三季度適逢中秋及十一長假，而四季度又是傳統的消費旺季，大消費板塊盈利可實現新一輪高增長。盈利的增長將令大消費板塊的估值更具吸引力。

大成基金表示，從長期來看，在經濟轉向內需性增長的長期主題下，消費主題無疑具有長期的投資價值。國家副主席習近平9月4日就明確指出，我國發展成果應由人民共享，大成基金相信，未來幾年，政府將繼續推進各項改善民生、還富於民的政策，這些舉措將為大消費領域企業帶來巨大商機，該領域可望湧現出一批高成長企業。

綜上所述，由於兼具估值及成長性優勢，大消費板塊可望在經濟及市場前景存在較大變數的情況下跑贏大盤。

## 歷史波幅顯示走勢特性

中銀國際金融產品部執行董事  
雷裕武

大家或會聽過，一些權證/期權投資者分享他們的買賣心得，並非着眼于股價轉變，更重要的是考慮波幅的走勢，可見波幅在衍生產品定價的重要性。上周，本欄簡單介紹波幅的概念及在權證定價的重要位置，今日筆者將會簡單介紹「歷史波幅」的應用價值和限制。

投資需要「溫故知新」，除留意現價水平外，也要清楚知道相關資產的過往表現，從而預測股價未來的走勢及作出適當的部署。歷史波幅顯示個別資產的走勢特性，波幅高低或可為未來提供一點點啟示，例如內銀股和公用股的歷史波幅便有頗大的差距。計算波幅，主要根據正股價格在某段時間內（如30、50或100個交易日）的實際變化計算出來，這跟統計學上的標準差(standard deviation)的概念相近。

波幅上揚，代表有關資產價格升跌的機會率同時提高，換言之，不論認購或認沽權證，最終進入價內的機會也會提升，投資者亦可賺取高回報，故此，高波幅對所有認股證價格有利。簡單而言，波幅越大，代表相關資產價格趨向波動，投資風險必定相應上升，買家願意為此付出較高的價錢，故此窩輪的價值會較高。反之，波幅較低，代表股價價格變動不大，投資風險相應較低，顯示投資者面對虧損的機會較低，但獲利的機會同樣有限，因此投資者可因應個人需要選擇一些合適條款。對交易員來說，駕馭波幅的轉變絕對是一門藝術，並無特

定公式可從，亦沒有對錯之分。以日常的持續式對沖(dynamic hedging)為例，到底如何利用不同方法管理風險，賺取最大回報，每個交易員的風格各有不同，即使簡單如選用30日、50日或100日歷史波幅比較股證的指標，也是各施各法。當然，成功的關鍵在於交易員是否具備良好的風險管理技術和臨場經驗。

一般情況下，發行人或權證投資者會以歷史波幅及引伸波幅作為實際的參考指標。歷史波幅主要參照過往的股價走勢，以統計學算式有系統地推算出來。而引伸波幅的轉變是由市場實際的供求情況所帶動，正好反映了市場對股票未來波動的看。要留意的是，我們不能單靠歷史數據，準確預測未來市場走勢，還需要其他的輔助分析方法，才可提升勝算，而目前市場焦點也多集中留意引伸波幅的轉變和比較。

歷史波幅也有其局限性，首先，計算波幅所採用的時間長短，將會直接影響歷史波幅的參考價值。倘若時間過短，所得出來的結果便有機會趨於不穩定，間接令窩輪的價格的代表性不足；反之，所採用的時間過長，歷史波幅便不能充分反映近期正股股價的表現，最終亦會影響窩輪價值的準確性。事實上，採用的時間長短並沒有公式可循，某程度也是依賴交易員的經驗決定。

要留意的是，歷史波幅僅能反映以往股價波動幅度的高低，歷史終歸已成過去，在某些特別的情況下，單憑過往數據預測未來，有可能出現偏差。無論如何，這不失為了解衍生投資產品的第一步。