

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 歐美各國央行縱出手 效用恐不大

為防止歐債危機失控造成信用緊縮，並穩定市場信心，全球5大央行歐洲央行、聯儲局、英倫銀行、日本央行及瑞士央行，作出了面對歐債危機以來首次的聯合行動，宣布聯合為歐元區銀行提供額外的美元流動資金，確保市場有足夠的流動性，增強市場對歐元區的信心。



■歐債危機陰晴不定，也導致金融市場大幅波動。圖為紐約證交所。  
法新社

當中，措施包括短期美元借貸投標，使歐洲銀行可以從央行借得不設上限的美元，借貸期為3個月。歐洲央行亦表示，在10至12月，每個月都會進行一次美元借貸投標，供歐洲銀行取得貸款。

而市場亦視此為利好消息，畢竟，是次為全球五大央行的首次為對抗歐債危機才採取的聯合行動，在一定程度上其實表達出在對付歐債危機上主要的已發展國家的立場已達成一致。消息除抵銷了穆迪調降法國銀行信用評級的負面影響，亦支持希臘1年期國債息率亦由周三的142厘回落至110厘。

然而，此舉只可以暫時紓緩市場對歐債危機的憂慮，以及防止全球貨幣市場大幅波動的風險，但並不能改變現時希臘以及其他歐債四國的財政狀況，亦沒有改變到歐洲銀行大量持有這些財政疲弱國家國債的事實，因此歐債問題仍

沒有得到有效的解決。而要真正解決歐債危機，相信首先是找出一個能夠平衡歐元區各國利益的方案，才能有效地應付歐債危機。

當然，各國的聯手行動，都是顧及了自身利益而作出的決定，而聯儲局對之所以對歐洲銀行業伸出援手，亦是為了避免歐洲銀行的問題拖累美國的金融機構，使美國經濟狀況進一步惡化。

市場普遍相信，美國聯儲局將於周二(20日)及周三(21日)舉行完議會議後，於周四凌晨(22日)宣布動用何種政策工具，以刺激目前美國疲弱的經濟以及降低持續高企的失業率。

可以肯定的是，聯儲局將會繼續維持0至0.25厘的超低利率不變，因為上月的會議已經表明低利率將會至少維持到2013年中不變。至於市場憧憬的QE3方

## 索羅斯：挽救歐元危機須變通

索羅斯基金創辦人  
索羅斯(George Soros)

對於歐債危機，目前我們又能做些什麼？那個缺漏要素的輪廓開始浮現——也就是歐元區共同財政機構。歐元區共同財政機構的影子可以在歐洲金融穩定機構(EFSF)和其2013年之後的銜接機構——歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)身上找到；EFSF在2010年5月由歐盟27個成員國同意成立。但EFSF的財力不足，而且其職能設定也不夠明確。它的成立原本應該是為整個歐元區提供一道安全防護網，但實際上已經變成專門為希臘、葡萄牙和愛爾蘭三個小國的紓困方案提供資金。

此外它的規模也不夠支持西班牙或是意大利等較大的國家，而且它成立的初衷也不是為了應對銀行體系問題，但它的紓困範圍後來已經擴大至包括銀行和主權國家。而它最大的缺陷就是它純粹是一個籌資機制，而花錢的權力在成員國政府手中。這使EFSF對危機做出反應的效力大打折扣，因為它還要等候成員國的指令。

而德國聯邦憲法法院最近的判決使形勢更雪上加霜。儘管該法院認定EFSF沒有違憲，但它裁定，若沒有德國下議院預算委員會事先批准通過，未來不得再為其他國家提供保證協助。這將大大限制德國政府應對未來危機時的彈性發揮能力。

當局應對上次危機的方式，已經埋下下一次危機的種子。他們接受這樣的原則：接受援助的國家不必支付懲罰性的利率。而且他們還設立了歐洲金融穩定機構(EFSF)，籌措援助資金。如果最初就接受這個原則，那麼希臘危機也不會變得如此嚴峻。按照目前形勢來看，危機已經擴散到了西班牙和意大利——償付主權債務和其它債務的能力日益下降，但這些國家不能像希臘一樣，以較低的利率借款。這將使他們最終陷入與希臘一樣的困境。

同時，希臘政府越來越難以達到紓困計劃所提出的

要求。監督該計劃的三巨頭——歐盟、IMF和歐洲央行感到不滿意；希臘銀行界在財政部最近這次公債標售中沒有全額認購；希臘政府的錢也漸漸要花光。

### 無序違約勢致崩潰局面

在這樣的環境下，有序違約或暫時退出歐元區，也許要好於長時間的苦痛。但目前對此卻毫無準備。無序違約可能導致類似於雷曼兄弟倒閉後那樣的崩潰局面，但這一次，在那些需要其出手以穩定局勢的高層主管機構之中，卻缺了一個。

難怪金融市場會聞之變色。公債的風險溢價已經上升，銀行股引領股市大跌，近期就連歐元也破位下行。市場的動盪讓人想起2008年的那場災難。

很不幸，近期德國憲法法院的判決嚴重限制了當局採取必要行動控制危機的能力。當局的拖延技術似乎也已經走到了盡頭。即便這次能逃過一劫，但有一點是肯定的：削減赤字的壓力將把歐元區推入曠日持久的衰退。這將導致難以計數的政治後果。歐元區危機可能殃及歐盟的政治凝聚力。

### 德國決定歐洲未來命運

只要當局不改變現行做法，這種黯淡的局面就難以避免。不過，當局也有可能求變。他們可能認識到前方已經無路可走，因而採取全然不同的做法。與其高窩囊地承認無計可施並得過且過，還不如首先找到解決的辦法，然後設法實現。這條解決途徑應該是在德國，作為歐盟最大的同時也是信用評級最高的國家，人們相信德國在決定歐洲未來命運方面舉足輕重。我建議從這裡理想辦法。

這場危機讓不可能的事變成可能，要解決危機，那就有必要開始思考那些原本無法想像的事。首先，勢必要為希臘、葡萄牙，甚至愛爾蘭可能違約和脫離歐元區做好準備。

(摘自路透社Reuters.com，本報有刪節)  
(二之一)

## 中國旅遊地產方興未艾？

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
張宏業

根據百度百科解釋，旅遊地產是所有依托周邊豐富的旅遊資源而建的，有別於傳統住宅項目的融旅遊、休閒、度假、居住為一體的置業項目。較一般的住宅，旅遊房地產的特點和優勢在於它是旅遊業和房地產業的無縫嫁接，具有更美的自然景觀、建築景觀，同時擁有完善的配套功能和極高的投資價值。今天中國旅遊地產已遍地開花，大型的如整市或全區的集體規劃開發或如全項地產開發項目的一小塊地塊建造成遊客或商務酒店。面對現全國一二線城市實施「限購令」的大氣候下，住宅成交量價正在走低，旅遊地產是否是地產業界的一門新出路呢？

始於歐洲法國地中海沿岸，旅遊地產產品迅速於20世紀50-60年代冒起，令地中海成為歐洲及至世界的休閒度假中心，而法國的阿爾卑斯山別墅度假村於60年代首先以分時銷售的方式招攬客戶。亞洲的旅遊地產的始祖是日本，隨著蓋奧運會主辦成功和經濟起飛，日本率先引入迪士尼樂園和環球片場園區，並將東京/大阪打造成為自八十年代起旅遊城市。今天的世界未來經濟要看中國發展！一般來說，如果人均GDP達到3,000美元，旅遊方式趨向休閒度假轉變，到人均GDP5,000美元時，度假經濟將趨於成熟。環顧全國，先進的沿海省份和一二線城市已達到這個高水平，中國房地產業已昂然跨進「旅遊地產」時代，並朝向高檔次的健康綠色旅遊靠攏。

### 須配合政府統一規劃

全民都大力鼓吹旅遊地產，究竟打造成功的項目有何因素呢？旅遊地產的價值與旅客流量正相關，與客源地交通正相關，與周邊風景價值正相關和與旅遊客回訪率正相關。典型的例子是遍佈全國的溫泉度假式酒店，他們大都於20世紀六七十年代開發。回想新酒店開張頭五年生意火紅，旅客多慕名而來，曾出現短暫的酒店房間應付不來的可喜現象，但隨着酒店設備老化，周邊景觀沒有創新，交通配套跟不上，這些單一的溫泉酒店大多最後走上結業的死路，正道出不

可延續性的問題。

旅遊地產的長久持續性必須透過當地政府統一規劃，實施和管理。舉些例子，上海國際旅遊度假區管委會於八月初遷入浦東市區並開始受理相關行政審批業務。上海迪士尼度假區尚在進行具體規劃，但已定位為旅遊度假、會務、商業、醫療、教育培訓等綜合發展區。

除了園區的落地開發外，度假區更加結合附近兩個古鎮(新場和橫河)和臨港地區，全方位打造成古今旅遊、康體醫療、教育培訓的常時人氣地區。在傳統旅遊淡季的時間，應用臨港的康體醫療企業和恆常的商務會議的需求來補足。

從區域開發走到個別項目建造也可以看到旅遊地產概念的引入。以碧桂園深圳十里銀灘為例，該項目擁有五星級濱海酒店、風情酒吧街、泳池、國際幼兒園、美食街、度假生活配套齊全，足不出戶即可享受國際級的濱海度假生活。其實各大開發商如富力地產、世茂地產、中信集團、萬科集團、深圳華僑城都已在深圳東岸插旗，全新打造東國際濱海版塊，以配合房地產購房者的昇華需求和保持業內的競爭力！

在全世界尤以歐美各國的經濟情形還未明朗的環境下，各地的治安已出現不穩定的形勢。反而國內的旅遊業正快速增長，上半年旅遊人數約13億人次，同比增長10%；國內旅遊收入約9,000億元，同比增長20%；出境遊客人數約3,000萬人次，同比增長11.5%，出現了空前景象現象。聰明的開發商應全力打造國際級旅遊景點，盡力將遊客留在境內消費。

小市民又如何參與呢？除了跑去買入這些建設良好的項目單位外，也可由購買入相關的股票如酒店業的中國旅遊、錦江酒店、香格里拉酒店；景點開發公司如峨眉山、宋城股份、黃山旅遊、麗江旅遊或旅遊公司如中青旅、香港中旅、中鐵、中國國旅等等，但大家務須清楚分析其發展前景是否美好才可下注。

最後，聰明的企業家有沒有考量過中國國資館的商機，筆者有幸住過幾家，如北京飯店、河南黃河迎賓館，該價值與市場價格往往存有差距，因此為投資者提供不少買賣機會。

## 中國保障房計劃加速推行

摩根大通中國區全球市場業務主席  
李晶

中國在「十二五」規劃期間計劃建設的3,600萬套保障性住房，被認為是未來幾年經濟增長的重要支撐，並能限制商品房住房價格的增長及大幅提升社會福利。初步計劃顯示，2011-2015年期間的建設將呈現前重後輕的分佈，其中2011年和2012年將分別有1,000萬套住房動工。

在保障房的開工率從5月底34%迅速增長到8月底86.8%的同時，開工率轉化為建築活動的程度引發了眾多疑問，不過由統計數據所顯示，開工工程集中於下半年的情況並不一定屬於異常，因為地方政府必須首先完成各項準備工作(如土地規劃和安置居民補償等)。建設部表示，國家計劃至少完成今年全國新開工保障房項目的三分之一，其餘項目則至少會在10月底之前開工。總體而言，中央政府承諾將在今年年底前完成超過400萬套保障房的建設。

我們預期建築活動將會在今年年底前升溫，然而為實現所定的建築目標，保障房建設的融資方式必須大幅調整。今年餘下時間的建築活動將加速。2011年的頭8個月，經濟適用房(保障性住房的一種，佔今年規劃建築總量的12%，融資瓶頸較不嚴重)的房地產投資與去年同期相比僅名義增長5.5%。考慮到今年大部分開工項目出現在6月到8月之間，預計2011年底的建築活動將會出現顯著增長。

### 融資負擔必須得到緩解

保障性住房的新融資渠道已在2011年推出，但步伐仍然緩慢。如要達到全年預算目標，保險資金、住房公積金、保障房融資平台和/或政府渠道的投入必須大幅增加。

「十二五」規劃目標不會改變，但可能採用模糊定義。考慮到保障性住房計劃在政治上的重要性，我們認為「十二五」規劃的3,600萬套的目標不會發生改變。儘管如此，地方政府仍能通過模糊的定義來詮釋保障房建設安排的進展。鑒於大量住房在短幾個月內開工，有

理由相信部分建設項目非常基本，模糊工程「開工」的定義。同樣，這代表未來也可能會出現「完工」的定義標準問題。

### 中央繼續表現堅定決心

從最近幾次的聲明來看，政府增加全國保障房供應的決心沒有任何動搖。住建部強調，計劃在2011年開工的所有保障房項目均應在10月底之前動工，地方政府必須加強對項目的監管，確保工程質量，而提前完工的住建部將會予以表彰。在近期的文章中，溫家寶總理重申了政府在2011年動工建設1,000萬套保障性住房的承諾。

在住房和城鄉建設部(住建部)已經公佈的中國主要省市保障房開工率明細(佔目標建築面積的百分比)中顯示，部分北方省市的開工率高於平均水平，但在一些人口眾多的南方省市，開工率則低於平均水平(廣州66%，上海75%)。中共中央紀律監督委員會目前正在對20個省、市和地區展開調查，可能有助於清楚地了解全國範圍內的建設進展情況。



■上海松江泗涇3000餘套保障房9月交付使用。  
新華社

## 引伸波幅與權證定價的關係

中銀國際金融產品部執行董事  
雷裕武

對散戶投資者來說，要衡量個別正股或權證是否「抵買」，必須先知道它的理論價，再與其市場價格比較。一般而言，倘若理論價較市價為低，便會視為「抵買」，可再跟進考慮。要釐定正股的合理價格，大可從公司業績、營運數據及盈利表現找到端倪，不少報章雜誌也會做到一些簡單的股票分析研究，供投資者參考。

然而，要找出權證的合理價，便相對需要花上更多的時間和工夫，因為其中涉及的因素較多，也較為複雜，其中變數包括正股價格、波幅、預計股息等，當中尤以波幅的轉變較難掌握，但波幅卻主宰權證價格的走勢，因此權證投資者必須對波幅概念和走勢有多點了解。

上周，我們探討了歷史波幅的概念及其局限性，它雖然反映以往股價波動幅度的高低，但不能預測未來。無論如何，波幅數據在權證的定價過程非常重要。要計算權證的理論價值，專業投資者只要把歷史波幅，連同正股價格、行使價、距到期日尚餘時間、預計股息及利率等因素輸入權證定價模式，便能計算出來。經驗告訴我們，該價值與市場價格往往存有差距，因此為投資者提供不少買賣機會。

反過來說，我們也可將權證的市場價格，輸入期權定價模式中，從而推算出其引伸波幅數值。簡言之，假設其他定價因素不變，權證的價格越高，反映引伸波幅的數值便會越大；相反，權證的價格下跌，引伸波幅便會降低，認股證市場價格相對便宜。

引伸波幅一直被喻為航機上的「黑盒」，因它充滿神秘感，又是權證定價的重要元素，以往並不易為散戶接觸。投資者不可低估引伸波幅的影響力，因這是在正股價格以外，影響股證升跌的另一重要因素。就讓我們簡單地探討引伸波幅的概念和應用。

### 波幅上升對權證有正面作用

首先，引伸波幅可視為市場對期權/認股證在有效期內預期波幅的共識，當市場一致認為相關資產的未來波幅將會上升，其相關權證的引伸波幅也會拾級而上。正因為權證的市價與引伸波幅有密切關係，波幅上升對認股證的表現有正面作用，持有人隨時可同時賺取正股價及波幅上升帶動權證做好的表現。

此外，引伸波幅也是專業投資者評估權證價值的一種常用指標，也是交易員對權證價格標準化的專用名詞，他們可藉此將同一資產的不同產品條款串連起來，再作比較。隨着市場進步，目前引伸波幅數據及相關資料的透明度非常高，投資者可隨時從各大發行商網頁、報章或其他投資平台上取得。

至於引伸波幅最普遍的應用方法之一，是決定權證價格是否合理，甚至是在市場比較條款相近權證價格高低的準則。坊間一般是使用權證「溢價」來比較條款，但溢價存在一定的局限性，例如在投資期上，年期越短，溢價越低；同時溢價也受行使價影響，比方說，低溢價股證往往屬價內狀態，風險回報也相對較低。正因為引伸波幅並不存在這些問題，所以適合投資者用作比較條款不同的股證。下期再續。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)