

中銀香港發展規劃部經濟研究處研究員
卓亮

百家觀點

歐元區一旦解體 全球資產市場衝擊大

歐債危機最近不斷惡化，債市顯示希臘違約風險超過9成。在過去兩年，歐盟，歐洲央行、國際貨幣基金「三駕馬車」曾多次對希臘施予援手。但是多番救援並沒有解決問題，希臘近日宣佈在今明兩年均不能完成早前定下的削減目標，政府破產的可能性大增。至今為止歐洲領導人經過多番磋商後仍然沒有拿出有效行動阻止危機擴散，核心國之一的意大利先後被標準普爾和穆迪降級。

■由17個語言、歷史、文化、經濟發展程度、財政狀況迥然不同的成員國組成的歐元區，已因債務危機惡化，正搖搖欲墜。圖為位於德國法蘭克福的歐洲中央銀行大樓和歐元標誌。



新華社

意大利為全球第八大經濟體，國債總額卻是排名第三，僅次於美國和日本。若然意大利繼續深陷泥潭，很難看出有任何組織能夠將其拉出。現時「拖延時間」的責任落在了曾經被認為是全球最獨立的歐洲央行上。歐洲央行通過印鈔在債市上購買意大利國債，力圖壓低該國債息。

此舉的長期效用值得懷疑，但是副作用卻立竿見影。在貨幣供應量不斷增加的同時，歐洲通脹迅速抬頭。9月份歐元區CPI從8月份的2.5%水平升至3%，換句話說，在一個月內，整體物價上升速度加快了20%！因此，歐洲央行已嚴重受制，除非完全漠視通脹壓力，否則很難再繼續支持其成員國國債。

事實上，不少學者在歐元面世之前已經表示缺乏統一財政聯盟的歐元區很難單作為一個貨幣聯盟長期生存下去。大部分市場參與人士曾經把歐元崩潰的預言視為天方夜譚，但是隨着歐元區弊端的不斷湧現，維持現狀的代價越來越大，歐元區解體的機率正逐漸增加。由17個語言、歷史、文化、經濟發展程度、財政狀況迥然不同的成員國組成的歐元區正搖搖欲墜。之前的市場共識是解體的代價太大，所以各國領導人會不遺餘力挽狂瀾。

然而，如果危機不斷擴散，拯救行動所需資金和政治資本亦隨之上升，情況將會變成是拯救的代價太大，無人願意繼續無止境付出。在此異常凶險的外圍環境下，本文着重探討歐元區一旦解體將對全球資產市場造成的影響。（歐元區解體係指歐元作為一種貨幣退出市場，與歐盟無關。）下列五點總結了該事件可能對匯市、商品市場、股市造成的影響。

一、美元維持長期強勢。美元在最近10年以來的貶值與歐元的出現完全吻合，因為從經濟體規模和流動性來看，全球只有歐元有能力挑戰美元作為儲備貨幣的地位。自從歐元在2001年全面流通後，美元立即逆轉多年的升勢掉頭向下。一旦歐元貨幣聯盟瓦解，失去唯一競爭對手的美元極有可能重新步入長期升值的周期，而美元佔貿易結算和外匯市場交易的比重亦勢必急增。

然而，美元的強勢不會一面倒。由於德國社會黨惡通脹，要求幣值穩定，屆時重現的德國馬克將會是其中一個最強的貨幣。在歐元面世前德國馬克一直是全球第二大儲備貨幣，佔比為13.8%，僅次於美元而遠高於英鎊和日圓。同時，有了德國馬克此避風港，北歐各國貨幣和瑞士法郎的升值壓力亦有望減少。（三之一）

資產反彈顯著 向下格局未擺脫

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上周後期，環球股市及商品市場出現大幅反彈，VIX指數更由46的高位回落至36的水平，避險情緒明顯舒緩。避險情緒的降溫，主要是由於歐洲央行推出了措施支持銀行業，以及英國央行擴大了量寬規模以刺激經濟所致。

上周四，歐洲央行於議息會議後宣布決定重啟債券購買計劃，由下月開始購買至多400億歐元有擔保銀行債券，預計有關計劃將於明年10月結束。另外，亦會在本月及12月，分別舉行12個和約13個月期的長期再融資操作，金額規模不限；此外，亦會通過無上限的1星期和1個月的正常再融資操作，向銀行提供所需的資金。措施能舒緩歐洲銀行業之間的資金壓力，令歐債危機的憂慮得以舒緩。

此外，於同日，英倫銀行亦決定擴大資產購買計劃規模，由2,000億英鎊提高至2,750億英鎊，以刺激英國經濟。另一方面，聯儲局主席伯南克更表示有需要將會進一步採取行動，使市場再度燃起聯儲局推出新一輪量寬寬鬆措施的揣測，加上美國的就業數據理想，為大市提供了大幅反彈的藉口。

然而，上周新申領失業救濟金人數增長較預期小，而9月份非農業就業人數增長則優於預期，其實反映美國經濟只是增長較慢，早前市場的預測過度悲觀也罷。因此，可以預期的是，美國本週稍後公布的零售數據以及消費者信心指數等亦很有可能優於市場預期，為市場帶來一定的支持作用。不過，即使美國的數據能持續優於預期，其對市場的刺激作用亦不如歐債危機得到解決般大，但目前歐債危機的情況仍不太樂觀。

持有近210億歐元希臘、意大利等國主權債券的法國和比利時合資銀行—德克夏銀行陷入財困，迫使法國、比利時和盧森堡將之分拆，並將當中一部分國有化，以維持銀行的運作。而更有消息指，當德克夏銀行的優質資產被剝離完後，將單獨組建一家接近1,000億歐元的「壞帳銀行」，屆時比利時及法國兩國政府將會向「壞帳銀行」提供擔保。

法比債務皆重難救銀行

但比利時2010年債務佔GDP接近100%，在歐元區成員國中僅次於希臘、意大利和愛爾蘭，而法國的2010年債務佔GDP比率亦高達80%，因為兩國拯救德克夏銀行的同時，亦使本國的債務負擔上加斤。

受援助德克夏銀行所拖累，穆迪亦於周末將比利時的信貸評級列入負面觀察名單，更將葡萄牙9間銀行的信用評級下調，而惠譽亦下調了意大利和西班牙的主權信用評級，反映出歐債有進一步蔓延的跡象。

須從根本着手解決問題

預期各國政府將會繼續推出措施以防止歐洲債危的蔓延，但若維持只靠援助以延長危機爆發的時間，而不從根本着手解決問題，歐債危機只會繼續惡化，環球金融市場仍未擺脫向下的格局。



■英國央行擴大了量寬規模以刺激經濟，有助金融市場避險情緒得以舒緩。圖為英倫銀行。

掌握權證波幅應用較實際

中銀國際金融產品部執行董事
雷裕武

港股上周受外圍市況影響大幅波動，一周高低差距達1,630點，周初一度跌至16,000點關口，低見16,170點逾兩年低位，重慶假期後外圍氣氛大幅好轉，帶動恆指出現V型反彈，急升922點，上周五升勢持續，曾衝上17,800點。

近期市況大幅波動，不少投資者或考慮以入場門檻較低的衍生權證作槓桿買賣。有鑒於投資者普遍對引伸波幅的概念認識不深，筆者嘗試一連數周為大家揭開波幅的神秘面紗，探討波幅對權證價格的影響和一些應用方法，期望權證投資者入市前，除對正股短期走勢有看法，也可參考波幅可能對權證帶來的影響。

筆者以往提及，因着種種限制，散戶投資者未必充分掌握涉及大量數學模型的波幅計算方法。事實上，投資者要掌握權證的投資竅門，並不需要精確計算，反而能靈活運用波幅在窩輪分析上更為重要，換言之，掌握波幅的應用方法，遠較學懂駕駛波幅的推算模式更為實際。目前市場上權證波幅的數據非常透明，投資者可從各大發行人網頁或財經網站找到，部分更提供歷史波幅數據可作參考（中銀國際的衍生權證網頁為www.bocifp.com），就讓我們簡單探討波幅的應用方法：

比較相近條款權證價格高低

隨着投資者教育普及，近年不少權證投資者已懂得以此方法衡量權證的吸引力，只要條款相

近，引伸波幅越低，相對價格越便宜。一直以來，投資者多以權證的溢價作為比較條款的準則，深信溢價越低代表越「抵買」；然而，低溢價的權證往往屬價內狀態，槓桿比率普遍不高，即使看中方向也未必帶來太大的值博率。

要留意的是，這種以波幅高低作比較的方法，可視為簡單權證分析方法之一，但不能奉為金科玉律，而忽略其他考慮因素如流通量及街貨量等。再者，要作有意義的比較，也應限於條款相近的窩輪，若硬把一些行使價或到期日期相距甚大的權證的波幅水平比較，參考價值或許不高。

觀察相同股份權證波幅變化

我們不單可利用波幅來比較個別權證的「抵買」程度，更可透過觀察相同正股的整體窩輪波幅走勢變化，來決定入市或離場的策略。筆者曾利用槓桿走勢說明駕駛波幅變化的重要性：投資者在決定買樓前，不應只着眼於樓市現價水平或過往的成交價，因這一切都是「過去式」，只能作為參考，對樓價的未來表現並無任何保證，最要緊的反而是整個市場的投資氣氛以及價格的未來走勢。即使現價吸引，但若預計整體市場現正處於下跌軌道，壞消息或會接踵而來，也許也非入市的好時機。

同樣道理，當我們預計窩輪的整體波幅正逐步下調，要入市便得特別留神，因為一旦波幅調整，即使成功捕捉正股走勢，也可能出現權證與正股背馳的情況。相反，若透過分析確定整體權證波幅已成功找到支持，在短期內有望回升，那麼，投資者便有機會同時捕捉股價及波幅的升勢而雙重獲利。

黃金周消費勁 經濟轉型見成效

大成基金

基金點評

剛剛過去的黃金周，全球股市跌宕起伏，中國股市節後第一天表現相對穩定。商務部公佈的監測數據顯示內地消費市場持續高增長，而且多為內生消費，大成基金認為，這反映中國經濟轉型初見成效，緩解了市場對中國經濟硬着陸的憂慮。在全球經濟面臨諸多不確定因素的情況下，內地消費可望成為拉動中國經濟增長的主要動力，相關個股將受益。

商務部數據顯示，「十一」黃金周期間，全國零售和餐飲企業銷售額增長17.5%，和春節黃金周基本相當，略低於2010年國慶節低基數下18.7%的增速，但仍體現出良好的態勢。內地強勁的消費還對港、澳、台等周邊地區，甚至其他國家帶來了溢出效應。十一黃金周期間，內地赴港旅客同比增加13%，澳門多家酒店均表示黃金周期間客房爆滿。黃金周國人出國消費還帶動了他國經濟，甚至令海外媒體感嘆購買力驚人。大成基金認為，內地消費市場的持續高增長反映了政府拉動內需的政策正逐步發揮效用。

受惠中央推實質性政策

大成基金表示，近年來，我國國際收支不平衡問題日益突出，給經濟運行帶來一定風險，次貸危機爆發以來，出口對我國經濟增長的貢獻日益削弱。目前來看，僅僅依靠投資拉動經濟發展也不可能長期持續，只有消費主導型的經濟模式才會實現生產的最終目的，使得生產與消費實現良性互動。為了刺激消費，中央在今年出台了個人所得稅法改革、



■北京故宮午門前遊人如潮，並迎來國慶黃金周旅遊高峰。

新華社

保障房建設、商品進口關稅下調等一系列實質性政策。

經過前期調整，A股當前的估值水平已反映出前期投資者對於宏觀經濟與企業盈利增速放緩的預期。大成基金認為，部分板塊的中長期投資機會正逐漸顯現。在當前高通脹經濟增速下滑的情況下，業績增長穩定且增長確定性強的行業受到資金的青睞，該類行業主要集中在大消費板塊中。統計顯示，三季度跌幅最小的前三行業為食品飲料、傳播和社會服務業行業，分別下跌3.47%、5.76%和8.61%。

展望未來，大成基金表示，消費在國民經濟中的作用已舉足輕重，相信未來政府將繼續推行積極的財政政策和社會福利制度改革來提高消費在國民經濟中的比重。在此宏觀經濟及政策背景下，消費行業內的企業將迎來較大發展機遇。

啟德重建引爆無限商機

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

98年7月5日啟德機場正式落幕，午夜後遷往新香港國際機場，大型的搬遷行動一夜間基本完成，成為一時佳話。但原機場客運大樓並沒有立刻拆卸，已改作政府部門辦公室；其中出境大堂則以短期租約形式暫作商業活動，如汽車展銷場，小型賽車場，遊戲機中心等；露天設施如跑道和停機坪改為高爾夫球場、燒烤場及大型公眾活動場地，眨眼過了十多年，特區各界都熱切期待這塊市區熟地如何變身為補給短缺的土地供應。

這塊土地位置優越，在特區的中心區，被東九龍其他成熟社區如紅磡、土瓜灣、九龍城、九龍灣及觀塘/牛頭角所環抱。毗鄰的九龍城區主要是住宅區，區內人口主要住在私人房屋，包括大型私人屋苑，單幢高樓或唐樓，其餘則分佈在公屋和居屋內。雖然以住宅用途為主，但也有一定工商業和休閒用地。商業活動分佈在主要道路上如九龍城道、土瓜灣道及馬頭圍道等和私人屋苑/公屋的商場內，工業活動則多數集中在紅磡、土瓜灣和觀塘幾個老化的工業區。值得一提的是區內的旅遊及休閒設施也具備，如九龍寨城公園、宋王臺公園、海心公園、紅磡觀音廟、富豪東方酒店、和黃公園等等。

牛棚藝術村變身潛力大

啟德發展計劃是香港十大基建項目之一，把原機場用地轉化為城市發展用途，提供公共/私人房屋、教育、醫療及其他社區設施，並會通過旅遊、體育及綠化項目，打造出一個全新東九龍面貌！由發展商轄下的專員負責推行，整個計劃主要分三個階段，即2013、2016和2021年完成。首階段會在2013年底前完成，包括首個郵輪碼頭泊位、1.33萬個公屋單位、3間學校和濱海濱長廊。在2016年底前，該區會增設沙中線(沙田至中環線)，六號幹線(由中九龍幹線、T2主幹路和將軍澳—藍田隧道組成)及連接往九龍城及新蒲崗的地下街。最後的階段於2021年底前完成，主要是興

建多用途體育場館(共可容納五萬四千座位)及二十四公頃的大型都會公園，與海濱和體育場館區融為一體。

筆者分析整體計劃，不難看見這個未來新區會成為整個九龍半島的商貿、旅遊、休閒、住宅和體育的大型綜合社區。當中尤以旅遊用途與鄰近幾個分區互動！土瓜灣分區現有零星的旅遊設施，如海心公園、牛棚藝術村等等。大家有沒有到過北京東北角的798藝術區呢？牛棚藝術村可否擴大增容變身為全港的創意文化區呢？另外由海心公園連接到啟德新區是一列海濱長廊，大可以打造成為旅遊景點如頤和園長廊或星光大道等等。

九龍城分區則以美食揚名，食肆林立，主要分佈在太子道西、衙前圍道、聯合道和賈炳達道，菜式多元化包括泰國菜、潮州菜、特色甜品、大牌檔。她們已開業十多年以上，富有懷舊和獨有味道，深受本地及外國食客歡迎。政府可透過區議會統籌組織整體保育活動，鼓勵和振興歷史悠久的食肆、商店、地道小吃店繼續營業。紅磡是距離尖沙咀最近的廠區，這裡已慢慢成為香港珠寶業的製造和集散地。著名的民樂街被稱為「珠寶街」，集結了不少珠寶製造、出口及展銷商，一些地下舖位更改建為珠寶/黃金遊覽和展銷中心，不斷有大型旅遊車將中外遊客帶到這裡來。隨着啟德新區的興起，紅磡區可以擴大「珠寶街」的範圍，透過工廠活化計劃提供合適的樓宇應用。

消費觀光帶起區內經濟

當整個區域陸續完成後，啟德可以提供2.9萬個新住宅單位，70萬平方米的辦公室和6800個酒店房間，她是九龍區尖沙咀外最大的綜合發展區域。郵輪碼頭的啟用可以將另外一批高端旅客通過海路帶到特區，衍生出來的購物、餐館、住宿及觀光消費的巨大商機。附近的觀塘避風塘可以改變成為私人遊艇基地，讓附近地區的富有一族可以直接駕駛遊艇從鄰近口岸到達並上岸短暫消費！

啟德機場創造特區上個世紀的經濟奇蹟，筆者希望特區政府有效地應用這項重大基建計劃帶領香港再上另外一高峰！據報已向市民發六千元只是短暫的利民政策，如何使特區持續發展才是長遠的。