

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 意債息又新高 歐元區存風險

希臘公投事件出現了戲劇性的發展，希臘總理帕潘德里歐於上週二（1日）提出是否接受歐洲次輪援助方案而進行公投，但帕潘德里歐上週四（3日）突然向國會表示，考慮撤回公投建議，換取反對黨議員對緊縮計劃的支持，並於上週五（4日）正式宣布放棄全民公投計劃，使市場情緒從日前的悲觀反彈，VIX指數回落至30的水平。

同時，二十國集團峰會亦於上週五結束，雖然於會後，與會各成員國表示，同意在必要時，向國際貨幣基金組織提供更多資金。而於二十國集團峰會後，意大利總理貝盧斯柯尼亦同意讓國際貨幣基金組織和歐盟監督該國，為改善財政狀況而進行改革，包括就開始推行涉及養老金、私有化以及就業市場的改革，以刺激經濟。

雖然希臘公投事件得到圓滿的解決，而意大利亦有改革之意，按理意大利國債息率應該回落，不過，觀乎意大利國債的表現，似乎投資者對歐元區解決債務危機的能力仍然存疑；意大利10年期國債息率上週五一度升穿6.4厘的歷史高位，正在逼近希臘、愛爾蘭等國的水平。

事實上，從今年8月開始，歐洲央行已經購買了大約700億歐元的意大利國債，不過，未來一年內，意大利仍需要達3,000億歐元的融資，再加上該國目前接近19,000億歐元的債務，要解決如此大的債務，難度不低。然

而，在債台高築的情況下，意大利總理貝盧斯柯尼仍堅持對外宣稱，意大利不需要國際貨幣基金組織提供的資金援助，似乎有點兒過分自信。

因此，即使目前的市場情緒再次變得樂觀，投資者仍然需要小心，意大利或會成為下一個拖累環球股市下跌的誘因。另一方面，歐元區經濟受歐債危機的影響正開始浮現；近日公布的歐元區經濟數據顯示，德國9月份工業訂單按月下跌4.3%，遠差過市場預期的上升0.1%，法國10月服務業採購經理人指數終值亦從9月的51.5降至44.6，當地經濟有進入衰退的跡象。

在歐元區經濟下行風險增加的情況下，歐央行亦於上週四，自2009年5月以來首次減息宣布，將標準利率下調0.25厘至1.25厘，以刺激當地疲弱的經濟。而在歐元區經濟放緩的預期下，歐央行下月或明年初再減息的機會亦不少。

另外，話說回頭，希臘雖然放棄了公投，令其仍有機會獲得新一筆約80



圖為意大利中央銀行。美聯社

億歐元的資金援助，再次避過發生債務違約的命運，不過，在希臘政局仍未穩定下來前，像希臘公投般的事件有可能會再次發生，再加上意大利國債券息率創新高，以及經濟放緩的利淡因素影響下，歐元區仍是全球經濟的最大不確定因素，投資者不宜過分樂觀。

## 仙輪投資風險極高

中銀國際金融產品部執行董事  
雷裕武

前文提及買賣末日輪涉及頗大的投資風險，當中尤以價外權證為甚。事實上，這類「仙輪」一直都有一批忠心的捧場客，他們認定這是以小博大的最佳途徑，有機會在極短時間內賺取極高回報，然而背後的風險極高，就讓我們嘗試探討當中的底蘊。

所謂「仙輪」，其實是指一些極度價外權證，可被行使的機會極低，因此，嚴格來說，並不屬於短線投資，由於賭博成分甚高，視為投機策略可能較為合適。這類仙輪價格一般甚低，僅有價值全為時間值，投資者只是買入一個機會，期望權證在到期前轉為價內，從而賺取高回報。

買賣此類權證的背後動機相信不難明白，由於仙輪的基數較低，因此只要輪價稍有波動，投資者的回報比率便十分可觀。以1仙權證為例，只要每升1格（即0.1仙），便代表10%的利潤，只要正股突然轉勢，仙輪持有人極有機會在短期內將資金「翻一番」。

讓我們透過近期的一個實例來說明「點石成金」的威力。因鐵道部發債獲超額認購，資金短缺問題有望得以解決，刺激該板塊走強，其中龍頭股中國中鐵（00390）在前一周累漲43.7%，成為國指升幅榜首位，而其中一隻短期中鐵認購證，在短短一周內升幅達1100%，「仙輪」爆炸力實在不言而喻。

### 只有成與敗 應避免沾手

筆者極不鼓勵投資者積極參與仙輪買賣，當中成功例子固然存在，但畢竟只屬少數。

事實上，短炒仙輪只有成與敗兩個結果，以認購權證為例，即使正股轉強，但在到期前未能升破行使價水平，仍是徒勞無功，故此，當中涉及的投資風險非常大，投資新手應盡量避免沾手。

我們知道仙輪買賣有別於一般權證投資，到底有甚麼地方需要注意？首先也是最重要的是，投資者或需有全軍覆沒的心理準備。由於一些短期仙輪的投機成分甚高，投資者必須控制注碼，切勿因價格低微而投放過量資金，令整體風險大幅提高。在某角度下，投資者或許不需太過著意忌蝕，始終投機有別於投資，參與者主要是等待正股在短期內來一次大突破，所以不能畏首畏尾，需要有豁出去的心態。

當然，投資者必須對相關正股的短期表現有強烈看法，因為最終能否「大賺」，與此有莫大關係。雖然要「點石成金」存在一定的難度，運氣看似較客觀分析重要，但投資者若能仔細分析，不難發掘到一些值得一試的機會，譬如說，一些沽壓已久，可能即將反彈的股份。

距離到期日的長短對仙輪的表現也有密切關係。相比之下，年期較長的仙輪較年期較短的為可取，始終年期較長代表可出現的變數較多，包括掛鈎正股出現大幅波動的機。一旦正股在權證到期日前仍未升回行使價以上，權證最終會失去所有價值。

最後，要留意的是，發行商並不會保證在到期前收回權證，最終還是要取決於權證本身的價值。

（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

## 內地就業市場存在隱憂

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

國家人力和社會保障部公佈，今年第三季全國城鎮登記失業率，與次季一樣，數字均為4.1%，亦連續五個季度維持在同一水平。年內各項就業指標的完成度理想，其中頭9個月全國共新增994萬城鎮就業人口，高過900萬人的全年目標，另有139萬就業困難人員就業，亦較100萬人的全年目標為高。此外，有436萬城鎮失業人員再就業，雖然仍未達500萬人的全年目標，但年內達標的呼聲甚高。

上述數據雖然反映內地就業情況較佳水平，惟有指內地就業市場已臨近，或已達到「劉易斯拐點」，即是勞動力由過剩，變為短缺的轉捩點。過去內地以農村為主，坐擁巨大的農村勞動力，亦成為了支持往後內地工業化進程中一股力量，農村居民在城鎮生活及收入水平較佳驅動力，紛紛湧到城市工作，但隨着內地城鎮化提速，增加勞動力的需求，衍生出勞動力不足，以及「民工荒」等的現象。

再者，內地實行一孩政策，令人口紅利的優勢持續減少，內地人口結構亦趨趨老化，據去年第六次全國人口普查顯示，60及65歲以上的人口比例，分別達13.3%及8.9%，較對上一次的普查，分別增加2.9%及1.9%。

為了保持自身的競爭力，內地各地不斷提高最低工

資，藉此競爭奪勞動動力。國家人力和社會保障部數據就顯示，北京及天津等在內21個省份，截至九月底已分別先後調整最低工資，平均上調幅度高達21.7%，按每月最低工資計算，深圳居全國之首，達1320元人民幣（下同），而北京的每小時最低工資則稱冠全國，達13元。

### 理順勞動市場 平衡產業發展

工資上升，本來有利提升國民收入水平，從而帶動消費，引領經濟可持續增長，惟同時卻增加企業營運成本，並慢慢被周邊國家如印度及越南等取代「世界工廠」的地位，因此國內未來需要向產業升級，技術及服務型經濟的方向邁進。

然而，農村勞動力一般欠缺高技術及智識，在產業演進的過程中，或會出現職位錯配，影響產業發展，加上日漸減少的勞動力供應。一旦處理不當，除了會推升失業率外，亦會降低國家競爭力，是當局不能忽視的問題。更甚的是，農村勞動力流失，意味從事農業的人員減少，引發農產品的供應的疑問。

當局一方面要加快農機普及化，提升農產效率，以有限的勞動力，維持糧產穩步增長，更重要的是提升城鎮勞動力的技術及知識，迎合經濟轉型的大勢外，亦優化勞動市場結構，甚或有限度地放寬一孩政策，以改善國內人口金字塔失衡，以及勞動力供應減少的趨勢。

## 內房降價可能帶來系統性問題

上海耀之資產管理中心、路透特選撰稿人  
王小堅

近期，內地房地產價格出現下跌，不少大開發商在上海的樓盤甚至出現20%至40%的降價。房價的下跌不但是地產行業的問題，還將給金融系統帶來衝擊。主要體現在房地產價格下降對銀行資產安全構成威脅，更會造成大量的表外資產的風險，進而影響整體金融體系的安全性。同時，由於地產資產的規模龐大，存量資產價格下行也會帶來流動性問題，從而形成一個負循環效應，影響整體經濟運行。

目前，房地產在國民資產中所佔的比例非常大，此類貸款在銀行資產中佔的比重也很大。截至2011年8月末，銀行業金融機構房地產貸款（包括土儲貸款、開發貸款和個人住房按揭貸款）餘額為10.4萬億元，佔各項貸款比重為19.8%。從金融體系安全的角度來看，地產的下跌意味着大量抵押品價值的下降，而抵押品的下跌可能意味着銀行資產的重估，對信貸資產的安全有很重要的影響。但以上的數據僅僅是

按銀行口徑來統計的表內數據，沒有將大量被轉移的平台貸款統計在內，也沒有將大量投向地產的表外貸款計算在內。

事實上，在最近幾年的快速擴張中，很多地產項目的融資數量並沒有體現在銀行房地產貸款統計之中，而是通過信託產品、銀行理財產品等表外融資的方式進行融資。金融體系中表外資產規模已經大大增加，整體真實金融風險處於比較高的位置。我們可以用一個指標觀察到表內和表外融資量之間的差異。

根據國際清算銀行巴塞爾委員會所給出計算一個國家金融體系風險的計算公式，利用中國2000-2011年3季度本外幣貸款和GDP進行計算。按照計算公式，可以得出本外幣貸款/GDP的數據，利用該系列數據按照HP濾波法得出該系列數據的長期趨勢並得到兩者之間的差值。如果僅考慮表內貸款的，長期趨勢與本外幣貸款/GDP的差值只在以上時間段中的少數時間中高於10%（當差值在2-10%之間時，表示風險可控，當高於10%時，意味着金融系統風險較大，如2009年2、3季度），金融系統的

整個風險基本處於可控的狀態。

但如果把數據擴展到所有表內和表外貸款，則情況大相逕庭。我們用央行公布的社會融資總量來取代上面計算中的本外幣貸款值，得到的數據表明，從2009年開始，差值數據都接近危險區域，2009年、2010年和2011年的數字分別是8.93%、11.24%和9.89%（2011年融資數據按年化前三個季度數據計算）。

由上述統計可以看到，結合銀行表內外所有的總融資量相對於國民生產總值已經達到了一個比較高的水平，但從銀行資產表卻不能真實反應這一點。大量的融資行為借用其它通道融入了一個影子銀行系統，而被管制的房地產融資大量進入了這個影子銀行體系。所以房地產價值下跌產生的影響可能會遠遠超過對銀行資產表帶來的影響。地產信託的違約，理財產品的無法兌付可能會對金融體系造成衝擊。而且資產價值的下降，不但對銀行資產安全產生影響，而且因為融資金額的下降，自然帶來貨幣創造效應的下降，最終會導致整個經濟中的流動性將下降。

## 經濟放緩 股市反彈受限制

中金策略

中國內地股市與海外中資股票市場關聯度上升，但歐洲仍然是主要風險來源。

自10月份第一周以來恆生指數已飆升約22%，恆生國企指數上漲約32%，前期市場潰敗和估值處於歷史低位一直是本輪強勁反彈行情的推動力（請參考我們於2011年10月10日發表的英文策略報告It's So Bad, It Could Be Good）。儘管因希臘公投而導致歐洲方面不確定性增加，但恆生指數上周仍然表現堅挺。

我們注意到近期香港市場與中國內地股市的關聯性已經超過了與美國和歐洲等發達市場的關聯性。換言之，中國內地基本面的變化對香港股市收益率的影響日漸提升，而受發達市場的影響正逐步下降。從歷史上來看，香港股市在危機期間與國際市場的關聯性更高，而在正常的情况下與中國內地股市存在更明顯關聯性。當市場

焦點在危機時從國際市場不適當地回轉至中國股市時，恆生指數收益率未來數周通常會止步不前、甚至下降。投資者對此應提高警惕。

我們注意到上周歐洲仍然處於風雨飄搖之中。雖然希臘不過是彈丸之國，但潛在債務違約引發的波及風險不可小覷，這一點從市場對希臘全民公投的反應中可見一斑。另外，歐洲金融穩定基金（EFSF）只是一家由歐洲政府擔保的私有機構，難以以較低成本獲得資金援助。

IMF和中國等手中握有真金白銀的救援者尚未明確表態將向歐洲伸出援助之手。因此，香港市場與中國內地股市關聯性在一個仍然以國際市場的不確定性為主導的大環境裡上升，暗示市場驅動因素在這一時刻發生不恰當的變化。歷史經驗表明這種情況有可能會對市場進一步的反彈構成較強的阻力。

市場反彈，但全球PMI數據表現疲弱，通貨收縮壓力上升，經濟增長放緩。

## 香港郵輪旅遊前景壯麗

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

在10月15日，第6屆中國郵輪產業發展大會於天津市舉行，兩岸三地的企業家和有關部門進行熱切的討論和交流，就未來中國郵輪旅遊發展起了積極推動作用。再者，2011年中國（澳門）國際遊艇進出口博覽會在10月底於漁人碼頭開展，一連4天共吸引超過5萬人次入場，反應空前熱烈。這反映出無論個人或群體海上旅遊已逐漸被亞洲富人受落，各專家更在是次郵輪產業發展大會中預測未來兩三年中國郵輪旅遊將出現爆發性增長！

### 位處東南亞區中心點享地利

據了解，在世界版圖中，共有加勒比海、波羅的海、西歐、地中海、東南亞、東北亞等6個主要的郵輪旅遊板塊，而香港特區正位於東南亞區的中心點，可以起了內聯這兩大板塊的實際作用。特區政府有見這個巨大商機，正給力興建啟德發展區內的郵輪碼頭。新郵輪碼頭大樓和第一個泊位預計在2013年年中啟用，第二個泊位的相關工程預計在2015年完成。兩個泊位都可停泊世界排水量最大的郵輪。視乎到港郵輪的排水量，兩個泊位可靈活使用，最多可給三艘郵輪靠岸，大大提升本港作為郵輪旅遊中心的地位。

本港郵輪旅遊發展已得到中央的正面肯定！早在2009年初中央宣佈內地旅行團可以乘坐以香港為母港的郵輪，經香港到台灣旅遊。最近國務院李克強副總理在訪港期間宣佈大力度支持以香港為母港的郵輪旅遊發展，正好為未來發展打了一支強心針。香港旅發局已與海南島、澳門、上海、北京及大珠三角城市開展「一程多站」旅遊產品，系統性地發展郵輪旅遊。在沒有香港站以前，東南/東北空航線是分開，東南線是由海南始發，而東北線多由天津始發，未來香港站可有效地貫連天津/海南的缺口。

其實從數字上去分析，讀者不難發現其潛力巨大！在2009/10香港旅發局年報顯示，2009年共錄得29.6百萬訪港人次，過夜旅客人

均消費的達港幣5,770元。再者2010年一月至九月訪港旅客較2009年同期增長23.7%，超過26萬人次，是訪港客人數的新高。如果單看訪港的國際郵輪旅客流量更清楚！2009年本港共接待94次郵輪一共計605,711人次；但過境郵輪旅客的人均消費只為1,670港幣；這比陸路留港旅客的人均消費額大幅偏低，主要是留港時間不足所致。在2010年截至十月底，郵輪抵港數目共有104次，到2011年預計只有85次，這反映其次數的不穩定，與沒有大型泊位不無關係。

近年，內地沿海港口開始興建郵輪碼頭設施，目前已有16個港口啟用，其中上海、三亞、天津、廈門已建成國際郵輪母港。根據中國旅遊協會副會長吳文學說，去年乘坐國際郵輪入境中國大陸旅客達79萬人次，未來5年會是黃金時期。現時中國已建身世界旅遊大國，預測在2015年中國公民出境人數將達到1億人次，可謂潛力巨大。各大現存的郵輪母港紛紛改良自身設施，圖分一杯羹，如三亞市會斥資180億元開展鳳凰島國際郵輪母港二期工程，今年底開工，將建設4個可泊10至22.5萬噸級的郵輪碼頭。眼見這些城市的積極興建，本港應急起直追，加緊興建碼頭步伐，並與各鄰近地區合作發展，達到雙贏局面。

除了群體海上旅遊外，個人化的海上旅遊正方興未艾，如在最近的澳門遊艇博覽會更可見一斑。根據當天展場資料，現時本港仍有一定優勢。相比澳門，香港主辦的遊艇展的水面展位較多，而且參展期內洽談人數和遊艇金額（無論整體或個別隻）都是香港較理想。筆者建議可以積極推動這方面發展，如於外島如大嶼山招標興建大型遊艇碼頭和有關設施，並與鄰近政府合作發展起一條遊艇旅遊快線，南起三亞、珠海橫琴、香港、深圳前海、大梅沙、廈門、台北、高雄、上海、青島、天津直達連連港的航線。未來個人從三亞自駕遊艇穿梭海南、珠三角、長三角和環渤海經濟區已不是空談了！這群「流動」富人將可推動沿途其他消費，如食、住、行和穿等等，商機無限！