希臘通過新緊縮措施 料獲次輪援助

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

上周初，市場仍充斥着樂觀情緒，歐美股市仍於高位徘徊，並在上周四（9日）希臘各政黨就新財政緊縮政策達成了共識的消息傳出後達至高峰，美股連續三個交易日上升，道指再升至3年半高位，美國國債孳息率亦持續下滑。

不過，雖然資金仍然有流出避險資產如美國債市的傾向，不過已經不如一月份般明顯，反映環球股市由一月初起的升勢可能快將終結，或最少需要先作調整。

而上周五（10日）歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織表示即使希臘各政黨就新財政緊縮政策達成共識，但仍然未能決定是否向其發放第二輪援助，使投資者再次憂慮希臘或將於3月面臨無序違約，消息成為了環球股市調整的催化劑，歐美主要股市錄得0.7%至1.5%的跌勢，而同日VIX指數更大升一成。

事實上，歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織仍然拒絕希臘的援助申請亦有其道理，畢竟，由希臘第一次接受援助貸款起計，歷時接近兩年，但希臘仍然未能兌現當時申請援助所作出的承諾，因此，歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織擔心即使希臘達成了新財政緊縮政策，亦會如第一次希臘申請貸款般，只說不做。

因此，歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織是次除了要求希臘國會通過新的緊縮措施外，更要求其盡快找出在2012年再削減3.25億歐元開支的領域，以實現當年未完成的減赤目標，並要希臘聯合政府主要政黨就嚴格實施援助計劃中的措施作出政治保證。

目前希臘國會總算達成了申請第二輪援助的第一個條件，即希臘國會通過新的緊縮措施，而消息更令周一（13日）亞太區股市普遍造好，一反上周五（10日）之跌勢。

至於第二及第三個條件，則比較難達成，因為面對新的緊縮政策，希臘國內所面對的反對聲音已十分強烈，示威及擺工不絕，若希臘政府再要推出新措施令其在2012年再削減3.25億歐元，阻力將會十分大。

另一方面，若要希臘主要政黨就嚴格實施援助計劃中的措施作出政治保證，即意味着他們要違背民意，這將會不利希臘的政治家們競逐今年4月份的希臘大選，因此，希臘主要政黨未必肯作出政治保證。再者，即使作出了保證，為了勝出大選，各政黨亦有可能在政綱中有意無意地加入一些違背援助計劃的措施，從而爭取民眾支持。

雖然由歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織所提出的三個條件未必能全部達成，惟考慮到希臘發生無序違約的嚴重性，相信歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織今次亦只有接受希臘的申請，發放第二輪貸款予希臘，而相信於周三（15日）舉行的歐元區財政部長會議將能傳出好消息，使希臘能於3月20日前獲得資金，以應付到期債務。

■希臘旅遊業受到不景氣衝擊甚大，經濟情況不穩定也令國際觀光客卻步。圖中雅典的古蹟景點，觀光客人數寥寥無幾。 中央社

下調存準金率將成保增長必要條件

摩根大通中國區全球市場主席
李晶

中國的銀行在1月的新增人民幣貸款為7,381億元，高出12月的6,405億元，而1月的貨幣供應量M2同比增長則為12.4%，低於上個月的13.6%。由於今年比以往還早的春節假日減少銀行在1月的工作日，1月的新貸款數字比之前預測的人民幣1萬億元還低。

1月是中國的傳統貸款旺季，由於商業銀行多數將年度的貸款配額在年初積極發放以增佔市場份額及提高年度獲利，過去5年的1月新貸款平均為人民幣10,844億元，或佔全年總新貸款份額的16.2%。據21世紀經濟報道最近發表的一篇文章所述，中國的監管部門建議中國的四大國有銀行今年一季度的新增貸款總和不超過7259億元人民幣。同樣，路透社公佈的一份報告中稱，監管部門要求上海的銀行今年第一季度的新增貸款不超過去年全年總和的40%。

銀行理財產品豐富分散存款基礎

貸款增速放緩也是銀行信貸無法提速的原因。2011年全年人民幣存款同比少增2.39萬億元。兩個主要因素限制了存款增長，貿易順差減少導致的資本流入減少，銀行理財產品的豐富使得存款基礎被分散。75%的存貸比規定更是限制了個別銀行貸款能力的增強。摩根大通認為2012年新增貸款將達8.2萬億元，而M2同比增長將達15%。

儘管政府多次強調不會放鬆對房地產市場的調控，但監管部門在2月初舉辦的人民銀行金融市場工作座談會上提出，今年要繼續落實差別化住房信貸政策，滿足首次購房家庭的貸款需求。監管部門同時指出要繼續加大對保障性安居工程的支持力度。這些措施可能被視為一種選擇性寬鬆和政府防止房價過快下降的預防措施。然而，由於購房貸款利率仍然很高，存款準備金率的再次下調還需要時間，購房貸款不會在短期內迅速增加。

中國人民銀行在1月17日和19日一共實施了3,520億元的逆回購操作，為市場注入流動性。由於此逆回購僅為14天期，所以不會像降低存款準備金率那樣對市場流動性產生很大影響。此外，降低存款準備金可通過對銀行借貸的多種影響幫助增加貨幣供應量。摩根大通預計，2012年，央行將4次降低存款準備金率。

逆回購期限短對流動性影響有限

1月CPI同比增長4.5%，或許解釋了央行對於放鬆信貸政策的謹慎態度。但摩根大通認為1月CPI很大程度上還是因為春節因素，而物價指數將在今後幾個月不斷下降，預計在三季度達到2.8%的低點。定向寬鬆政策，包括調整存款準備金率，將在一、二季度繼續實施。

基於存款增長放緩的實施，下調存款準備金率將成為保增長的必要條件。當然，其他政策寬鬆，如財稅改革，以及重點領域的財政支持等，以及「調結構」，如支持中小企業， 服務業，消費和綠色經濟等等，將支撐今後中國的持續發展。

■圖為位於北京的農業銀行分行。 彭博社

從預算可以做多小 到可以做多大

中國國家行政學院（香港）工商專業同學會
杜勁松

新年伊始，許多公司仍處在預算周期。筆者與友人聊天，三句話往往也不離預算這個主題。也令筆者回憶起過往曾親身聆聽過的通用集團前董事長兼首席執行官傑克．韋爾奇(Jack Welch)關於預算的一段妙評。

作為享譽全球的經營之神，傑克．韋爾奇以其直率、詼諧的風格抨擊：傳統的公司預算是一場關於「我們可以做多小(How little can we do?)」的博弈。他形象地描繪：在一間密不透風的會議室裡，銷售主管去面見首席執行官與財務總監。雙方面前擺着以往的財務報表。首席執行官與財務總監要求銷售主管完成一個指標，而銷售主管則盡其所能闡述不能完成這個指標的原因，並提出另外一個指標（當然低於前一指標）。雙方你來我往唇槍舌劍若干回合，最後取得一個折衷的數字。整個過程短則幾個小時、長則達數日甚至幾個星期、幾個月。

潛在客戶及市場不宜忽略

傑克．韋爾奇一針見血地指出，在這樣一個典型的傳統預算過程中，大家心中想的、嘴上說的全是數字，單調、枯燥的數字，而完全忽略了經營管理的戰略核心問題：我們的客戶、我們的市場！如果大家轉換理念，考慮我們的客戶、我們的市場，預算過程應該轉而討論「我們可以做多大(How big can we do?)」的前瞻性策劃(Visionary Planning)。在首席執行官、財務總監、銷售主管共同的願景下，大家討論其現有和潛在客戶/市場，演繹出若干經營指標，同時亦對所需的支援保障性措施(例如人力資源、資金保障等)提出需求。

在傳統的商業管理實踐中，預算和績效評估一直被視為最基礎和最重要的工具。股本回報率(ROE)、資產回報率(ROA)、風險加權的資本回報率(RAROC)等這些財務指標固不可少，但是無法取代商業管理的戰略性思維和戰略性績效評估。傑克．韋爾奇能夠跳出傳統桎梏，從而看到管理的精髓。他認為在戰略層次上，商業管理和績效評估最重要的是三個維度：首先是客戶滿意度，其次是員工滿意度，第三是現金流。因為客戶滿意度的提升自然帶來市場份額和收入的增長，而員工的滿意與忠誠則是生產力、創造力和優異品質的源泉。

從我們可以做多小，到我們可以做多大。一字之差，反映了傑克．韋爾奇企業管理哲學的精髓。結合筆者過去數十年的管理經歷，傑克．韋爾奇講述的這段小插曲，給筆者腦海留下深深的烙印。那次會議雖已過去數月，當時會場對這段評述的熱烈反應卻依然歷歷在目。

只根據利益行事必招致怨恨

寫到這裡，筆者想起《論語—裡仁》中的一段：子曰，放於利而行，多怨（譯文：孔子說，只根據利益來行事，會招致很多的怨恨）。公司經營管理固然需要賺錢。但是如果一切從賬本數字出發，又回到賬本數字(如同上述傳統的預算過程一樣)，忽略客戶和市場的需求，這樣的迷失一定會招致怨恨。對公司內部如此，對於企業公民及社會責任又何嘗不是如此？工商人士固然要在商言商，但是商業的本質一定不是預算數字和盈利金額。

下次如有機會，真想再請教傑克．韋爾奇：是否也讀過《論語》？

濠江經濟蓬勃迎來無限商機

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

全球經濟正式步入龍年！澳門政府在兔年交出一份滿意成績表，旅遊和娛樂事業持續向上，但經濟繁榮令樓市升溫，政府只好行使多項行政和經濟手段迫使樓價受控。無論如何，良好的經濟表現吸引了多方投資者涉足濠江，令當地進入大景氣年代。中央的橫琴特區優惠政策提供廣闊的未來經濟發展空間，使當地經濟繼續持續發展，外資進入數目不絕。

統計暨普查局資料顯示，2011年全年新成立公司共3,405間，總註冊資本9.83億元，較2010年分別上升13.8%和94.1%，後者的大幅增長表示公司資本額呈現巨幅上升走勢。這些新建公司中，以批發及零售業居首佔36%，次者是工商輔助服務業佔17%，不動產業務及建築業排第三四位，佔13%及12%。以註冊資本額來統計，資本額不多於一百萬的佔了總數97.9%，即新建公司仍以中小企業為主流。既然都是中小型企業，他們去購買辦公室或住宅單位的意慾不大，反而會拉動中小型辦公室的租務市場。

澳門的經濟支柱仍然是旅遊、博彩和娛樂行業。按統計暨普查局數字，2011年入境旅客已突破2千8百萬人次，較2010年上升達12.2%，基本上全年十二個月旺淡月已不太明顯。如以入境旅客國家統計中國大陸、港台三地已佔89.14%，其中內地佔57.72%及香港佔27.08%，尤以中國大陸旅客2011年內升幅驚人，從53%升至57.72%，穩佔上半壁江山。

主要街道店舖成「兵家必爭」

中國大陸遊客的消費喜好，包括商品種類、金額和品味是澳門店舖營運者最看重的一群。2011年全年旅遊物價平均指數較2010年上升15.5%，升幅最明顯的大類有住宿(+35.7%)、雜項物品(+19.8%)、餐飲(+11.7%)和食品及煙酒(+11.5%)，這反映旅客花在酒店開支上升，即入住的酒店檔次向上游和花在各樣購物比重亦大幅向上，怪不得走在新馬路和議事亭廣場街頭，你不難發現已被衣物、金飾、珠寶、化妝品、藥材和補品店全攻佔了，全都是中港區及國際著名的品牌商。走在主要購物區，大家不容易找到「吉舖」，而且全部是高消費類別，他們能夠負擔的租金不低，主要街道的店舖已成為「兵家必爭」之地了！

除了「街舖」之外，酒店生意亦非常火紅。直至2011年11月，澳門共計95所酒店提供22,335間房，較2010年增加4間酒店及2,244房間，當中五星級酒店是主流佔63.5%。綜合酒店入住率從2010年的79.53%上升至83.57%，其中2011年7、8、11月更達88%以上，以三四星級酒店入住率較理想，分別達85.86%及88.77%。

但值得留意是五星級酒店入住率升幅最大，反映出訪澳旅客逐漸接受高檔次的酒店消費模式，這與中國大陸旅客普遍致富後而追求更高質的酒店的趨勢不無關係！展望未來，各大酒店集團未有減慢進軍濠江步伐，尤以路函城和橫琴開發會是大趨勢。住客平均留宿時間有着很高參考價值，2011年首十一月平均為1.53晚，但留宿五星級酒店是1.84晚，三四星酒店只約1.2晚，反映出五星級酒店能吸引旅客多留半天，也會導向未來酒店的投資方針走向高級和多元酒店。

2011年澳門樓市較2010年下降幅度不太明顯，整體成交宗數達27,624宗，其中住宅佔17,176宗，這全得力於上半年的暢旺活動。但自從特別印花稅年中生效後，成交宗數大幅回落。在整體成交中，舊樓轉讓仍然達55%，但已較2010年回落7%，反映出新樓買賣活動正在升溫。

交易活動受制並未能制止樓價上升，2011年樓價較2010年升33.14%，這大大高於本地GDP實質增長率，說明市民「買樓難」的情形。政府明白市民置業困難的現象，已經加建公屋和經屋以紓緩市民置業的強大需求。回顧及展望當地私人住宅興建數量，不難知道私人住宅(尤其高檔次)的樓價仍然不會大幅回落，2011年私人建築只建成128,000平方米，較2010年的515,000平方米大幅下降，可幸新動工面積達210,000平方米，令短期低供應量情形會持續。在經濟情形維持上升之下，購入高級住宅和旺區店舖是不俗的投資選擇。

最後，市民可以購入相關的博彩、零售、酒店和旅遊股份，乘上濠江的經濟「順風車」呢！

外需不足 內地貨物出口難樂觀

中國銀行(香港)發展規劃部
高級經濟研究員 王春新

近年來由於受制於全球經濟不景，貨物出口對中國經濟的影響有所下降，而且波動幅度為半個世紀以來所罕見。今年外部需求不足將令內地貨物出口前景更加難以樂觀，並將影響內地經濟增長，同時服務出口放緩也將使內地經濟減速。如果歐盟不及時採取措施去阻止危機的擴散和蔓延，則內地貨物及服務出口將出現負增長。

料今年增長甚至跌至個位數

國家統計局剛剛公佈2011年的初步統計數字，顯示去年中國GDP升幅刷新九年來最低紀錄的9.2%，對比2010年下調1.2個百分點；其中第四季度回落至8.9%，降至金融海嘯以來的最低點。全球經濟不景無疑是「罪魁禍首」，其對中國的外部需求構成不小的制約，使出口升幅從2010年的31.3%，降至2011年的20.3%，第四季度更只有14.3%。預計今年出口增速將進一步下滑，甚至跌到個位數字，主權債務危機深化蔓延對中國外部需求的衝擊將會進一步顯現。

近年來貨物出口對中國經濟發展的影響，具有如下幾個方面的突出特點：一是對經濟增長的影響程度有所下降。2002-2011的十年間，中國貨物出口對GDP增長的貢獻率超過兩成，平均每年拉動經濟增長2.2個百分點，這與近期國務院發展研究中心推算1987-2007年間中國外貿出口年均拉動GDP增長2.7個百分點的數字較為接近。

其中，前五年的影響程度無疑較高，對經濟增長的貢獻超過三分之一，帶動GDP增長年均3.9個百分點，貨物出口部門創造的增加值佔GDP的比重從2001年的11.7%，急升至2006年的21.7%(即當年中國經濟總量有超過兩成是由貨物出口生產部門創造的)；但最近五年由於世紀金融海嘯導致全球陷入半個世紀以來最嚴重的經濟衰退，外需不足令出口對中國經濟增長的貢獻率降至只有一成左右，平均每年只拉動經濟增長1.1個百分點。

這主要是由於中國貨物出口的年均名義升幅，從前五年的29.5%，大幅降至最近五年的只有14.4%，增速大跌超過一半；由於近五年出口價格升幅較大，扣除價格因素，實質增速下調速度更快，對經濟增長的影響也就更大，這使2011年貨物出口創造的增加值佔GDP比重降至17.4%，比高峰期的2007年(21.8%)下降了4.4個百分點；如果不是由於決策層當機立斷大規模刺激內需，就難以保持相當的經濟增長速度。

波動幅度為半個世紀以來所罕見

二是波動幅度為半個世紀以來所罕見。這是因為2008年世紀金融海嘯爆發，全球陷入經濟衰退，中國的外部需求隨之急跌，貨物出口只拉動經濟增長0.8個百分點，比2007年低2.4個百分點；2009年由於外貿出口大跌15.9%，更拖低經濟增長整整四個百分點，並使當年首季經濟升幅急跌至6%左右，貨物出口創造的增加值佔GDP比重，從2007年最高峰的21.8%，大跌至只有15.3%；後來由於中央出台刺激內需的經濟政策，才把GDP升幅拉回到9%左右的潛在增長水平。

2010年全球經濟從谷底反彈，帶動中國貨物出口飆升超過三成，拉動GDP增長3.8個百分點，使當年經濟又回到兩位數字的高增長。但去年由於歐美主權債務危機不斷惡化，外貿出口增速再次從高位逐步回落，只帶動經濟增長1.8個百分點，拉動力比2010年減弱一半以上，成為2011年GDP升幅比上年下調1.2個百分點的主因。(摘自中銀財經述評《外需不足對今年中國經濟的影響有多大》，四之一)