

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

希債關鍵一天 CDS處境最微妙

希臘債務危機正面對關鍵一天，周四（8日）是私人債權人申請參與債務置換計劃的最後限期，若債務置換能夠順利完成，希臘就能夠獲得1,300億歐元之援助，避過無序違約。

是次計劃中，由於要達到為希臘政府減少1,000億歐元債務，以作為換取國際貸款機構包括歐盟、歐洲央行及國際貨幣基金組織等，批出第二批總值1,300億歐元的援助貸款的條件，因此，希臘期望私人債權人參與率能高於90%，從而達到減債1,000億元的目標。

倘若參與低於90%，希臘便會使用「集體行動條款」（CAC），迫使拒絕參加者參與債券置換，使最終參與比例能推高至90%以上；然而，若參與率不足75%，那麼希臘便不能啟動集體行動條款來強行換債，債務置換協議亦會告吹。

截至周三（7日），雖然，再有30個希臘國

債主要持有方表示，將參與希臘債務置換計劃，該批債權人代表了39.3%符合置換條件的債券份額，價值約810億歐元，但仍只有58%的私人債權人表示同意參與計劃，與75%的最低要求，仍有一段距離。

私人債權人不願意參與債務置換的主因，在於其損失太大；根據置換條款，債務人需求將持有的希臘債券作53.5%的減值，然而，在計入未來的利息付款以後，他們的實際損失將會達到投資額的74%左右。

事實上，希臘若置換失敗，並發生無序違約的損失大得難以估計，作為部分與希臘政府進行債務重組談判的私人債權人的代表機構，國際金融協會估計，無序違約對歐元區

將會帶來超過1萬億歐元的損失。

當違約發生，希臘債券的持有人將遭受直接損失730億歐元，而歐洲央行亦會損失其在希臘的1,770億歐元風險敞口，並會波及到其他歐豬四國；葡萄牙及愛爾蘭還將需要額外3,800億歐元的資金，西班牙和意大利亦可能需要3,500億歐元的資金支持，再加上歐元區銀行需要進行資本重組的資金，1萬億歐元已算是保守估計。

因此，近日，許多外歐官員均不斷向私人投資者施壓，要求他們參與置換計劃，以免對目前環球脆弱的經濟再次造成衝擊。

就目前情況看來，最理想情況是今次希臘應可成功進行債務置換計劃，不過，參與率應低於90%，而希臘亦會使用「集體行動條款」（CAC），迫使拒絕參加者參與債券置換，這樣一來，既能令希臘獲得貸款，避



希臘民眾日前在節日「潔淨星期一」放風箏，借慶祝過後，又要重回苦日子的現實。

美聯社

過無序違約，另一方面，亦可觸發相關信貸違約掉期（CDS），使部分私人債權人可獲得一定的賠償。

問題是私人債權人並無義務從大局着想，最微妙的是，早前雖有評級機構相繼為希臘下調評級，技術上也有違約之嫌，但更關鍵

的是與一批衍生工具如信貸違約掉期相關的組織，對希債的情況並未界定為違約，對於買進希債甚至歐債的投資者，這一點將帶來重大風險，一旦信貸違約掉期未能帶來應有的對沖風險功能，可能觸發直接拋售相關債券，造成金融市場震盪，這一點是日內必須留意的重大議題。

澳洲經濟易受中國成長影響

路透專欄撰稿人

潘南

熱點透視

澳洲最新公布的國內生產總值(GDP)表示，經濟易受中國經濟成長降溫影響。出口沒問題，但第四季礦業投資進入平穩期，這令經濟依賴於疲弱的樓市。礦業投資或會再升溫一段時間，但中國政策走向暗示，對礦產需求的增長會放緩。澳洲經濟成長的關鍵看起來不太靠得住。

澳洲在調整方面經驗老到：2011年GDP成長2.3%，標誌着澳洲連續第20年經濟擴張，證明了這個開放式經濟和浮動匯率吸收外部衝擊的能力，也證明了澳洲央行的實力。礦業出口，特別是對中國的出口，推動了經濟成長，但出口佔澳洲GDP之比仍僅為20%，礦業投資和相關基礎建設僅佔GDP的6%。

但礦業繁榮造成了澳洲經濟的兩重性：作為出口型經濟是強勁的，但作為依賴進口的經濟而言卻又疲軟。自2007年末以來，澳洲一直錄得淨貿易逆差。消費以及對機械設備和工程項目的投資增長步履，高於收入漲幅，後者被快速增長的中國需求以及高物價推升。

並不意味大宗商品需求減

現在中國經濟成長正在降溫，中國政府也看似決心降下來，目的是將中國經濟成長從國有企業引領、出口為導向轉向由民間部門和內地消費帶領。鑒於中國發展的水平，這並不意味着對大宗商品的需求減少，但這確實

暗示對商品需求的漲幅會放緩。

因此儘管澳洲仍可以依賴其對鐵礦石和煤炭不斷增加的需求，但需求增幅可能會放緩。與此同時，澳洲貿易條件正在惡化，第四季貿易條件跌4.7%，是2009年來首次季度下跌。澳洲並不一定會因礦業而進入衰退。此前工程投資就曾經減少——例如在全球金融危機之時——隨後也出現了復甦。但澳洲不可能永遠依賴中國來維持經濟持續成長。



圖為澳洲的採礦場。

彭博社

展覽設計不應只重美感

筆克主席

謝松發

為展覽業及項目營銷推廣業而設的年度世界展覽及企業項目推廣行業會議及展覽將於3月4日在拉斯維加斯舉行，筆克美國分公司多年來都有積極參與。為配合此展會，其附屬媒體《展覽雜誌》最近也就展覽設計的趨勢與筆克做了訪問，我們的論點是：「展覽設計不應只看重美感。」

展品彰顯表現更為重要

事實上，展銷品單是「好看」或美觀並不足夠，它所能彰顯的表現更為重要。設計師經常把焦點放在如何美化展品上，可是美感其實只是一個基本要求，不應忽略與顧客互動的獨特元素。

一般的展覽設計師會透過突出的品牌陳述、現代化的建築、燈光、顏色、動作及風格等來給參加者留下深刻印象，而其他的工作，就留待參展商自行發掘，極其量也只提供會議的空間，如接待處及會議室罷了。畢竟，即使最好的設計，並不代表可令參觀者駐足停留，更遑論是參與。

我對我的創作團隊一直都有更高的要求。首先，展覽會的關鍵是要令人難忘。新鮮的事物往往最吸引，能否贏得客戶的參與，一切在於開首數秒。如果你能找到創新又刺激的方法來傳遞新資訊，你便有更大的機會得到他們的注意。

透過新技術和裝置刺激想像

對於今年的具體趨勢，我們必須承認及接受，現今社會對於營銷推廣，包括傳統的展覽及展品已感到麻木。因此，企業開始探索前所未有的新技術和裝置，來刺激參加者的想像空間。同時，你會開始慢慢看到企業利用科技去設計加入互動元素的「學習體驗」，讓參加者更了解企業訊息及內容。

綜觀來看，消費者的日常生活正高速地轉變，而且每日都會有更多轉變。流動通訊及社交媒體已經是一個趨勢，而這個演變將會影響所有人。一直以來，展銷會是「面對面營銷」的基石，隨著科技及溝通方式的轉變，展覽會的模式已變得層出不窮，從地點、時空以至運作模式，早已突破幾乎所有界限。總而言之，設計師必須提供一個全方位讓觀眾與參展商互動的時空，方可達成展覽的目標。

受惠國策 燃氣業具亮點

康宏證券及資產管理董事

黃敏碩

近年內地經濟快速發展，對能源需求愈來愈大，惟同時產生嚴重的污染問題，引起各界關注。有見及此，中央在「十二五」期間致力淘汰高污染及高耗能產業，積極推動使用潔淨能源，其中天然氣屬重點發展項目。天然氣是內地主要潔淨能源之一，碳排放較煤炭及石油分別低約40%及30%。

根據「十二五」規模，天然氣佔國內能源消費結構比重將升至逾8%，使用量目標為年複合增長率18%；另外，又將每單位GDP的碳排放目標在2020年前減少40-50%。目前多條西氣東輸輸氣管建設已近完成，將令更多中西部甚至東部城市獲得氣源，利好城市管道燃氣商。

企業加快兼併 行業前景佳

另一方面，國家發改委在去年年底發出通知，將於廣東及廣西兩省區展開天然氣價格機制改革試點，由原本的「成本加成」定價方法改為按「市場淨回值」定價，建立天然氣與可替代能源價格掛鈎的機制。通過市場化定價機制，有助提高內地天然氣的零售價。整體而言，改革中長線對天然氣開發商及管道燃氣經營者均有利，

行業前景值得看好。

去年下半年，國內燃氣業出現併購潮，行業經營狀況引人注目。由於前期的資本投入及管道鋪設費用開支龐大，燃氣業經歷了近十年的開墾後，目前正是業務開始高速增長的轉折點，這亦解釋了近日行業併購活動頻繁的原因。

目前中石油(0857)仍掌控約內地80%的燃氣氣源供應，內地跨區域經營的五大燃氣集團當中，代表國有資本的就有中石油持股50.75%的崑崙能源(0135)、華潤燃氣(1193)及中國燃氣(0384)；代表民營陣營的新奧能源(2688)；代表境外資本的也有港華燃氣(1083)。

央企巨頭大舉進入 競爭激烈

隨著燃氣業務在內地不斷滲透，城市燃氣特許經營權所造就的地方壟斷，下游燃氣市場已被瓜分得所剩無幾，各燃氣企業惟有靠併購來擴展市場。上游的三大油企亦看好燃氣業前景，為一體化業務互相競爭，因此燃氣公司成為了各方競爭的對象。國內燃氣企業的新一輪競爭才剛剛開始，中石油、中石化(0386)、中海油(0883)等央企巨頭大舉進軍下游市場時，各地方燃氣企業也試圖滲透二三線城市及農村來搶佔地盤，形成國企與民企之間的競爭。

人幣離岸市場發展 港銀流動性趨緊

中國銀行(香港)發展規劃部

經濟研究員 潘南

有關同業拆息偏離銀行實際資金成本帶來的啟示，現鑒談2、隨着人民幣離岸市場的發展，人民幣對於香港銀行體系流動性的影響越來越大。未來人民幣在岸和離岸市場匯率的變動，以及內地對於人民幣國際化相關政策的調整都將對銀行客戶持有及使用人民幣的意願構成重要影響，從而最終影響香港銀行體系的整體人民幣流動性。

去年接近年底時，由於離岸和在岸匯率的倒掛和人民幣升值不確定因素增多，導致更多的本地進口商傾向用人民幣支付大陸供應上的貨款，香港人民幣存款在去年底開始出現下降的跡象。金管局的數字顯示，人民幣存款在去年9月份之後就幾乎停止增長(環比)，至去年12月時更是錄得-6.2%的環比增幅。至今年初，隨着離岸對在岸匯率重新變為升水，顯示着香港市場上對人民幣的買入意願又開始增強，這種趨勢最終可能又會影響人民幣的流入。

3、過去一年來香港市場上實際資金成本不斷上升，顯示香港經濟和金融受內地的影響越來越大。除了人民幣對於銀行體系資產負債中的貨幣結構產生影響外，香港銀行體系實際利率與信貸成本的變化在過去一年裡並非與美國貨幣政策同步，反而日益受到內地影響。

內地信貸緊縮 需求擠壓香港

就銀行業而言，由於內地從2010年以來一直實行信貸緊縮，將部分內地的信貸需求擠壓到香港，且香港的借貸利率較內地更低，推動去年在銀行體系總貸款中內地相關貸款大幅上升，截至去年9月底，整體銀行業的非銀行中資企業貸款額增長35%至20,304億港元，佔總貸款的比重亦由38.3%上升至43.6%。

銀行經營方面將產生多個問題

為此，金管局於去年曾發出通告，要求銀行密切留意貸款欲做標準。根據金管局資料，有關借款主要是內地大型國有企業、紅籌公司或其附屬公司，或由省或市政府擁有的公司。內地整體經濟金融變化對這些借款人的經

營狀況不可避免地會產生直接影響，並間接影響本港銀行業的貸款質量。

預計今年整體流動性仍然偏緊，將對銀行的經營產生以下幾個方面的影響。

1、信貸資金成本上升，壓低銀行淨息差，增加貸款定價壓力。在資金成本已經一路高企的態勢下，年底各家銀行為了及早鎖定資金成本，展開了更為激烈的存款爭奪戰，紛紛以高利率吸引跨年度的定期存款，故而預料今年香港銀行業仍然面臨較高的資金成本，相應為NIM也帶來壓力。

吸納存款資金成本不斷上升，最終也會傳導至貸款定價環節，迫使銀行對未來即將到期的貸款重新評估作出定價。貸款重定價的壓力在住宅按揭業務方面已得到充分反映——去年各家銀行幾乎每個月都調升一次按揭利率，由三月初的HIBOR+90bps-120bps提升至去年底的HIBOR+250bps-300bps。在公司貸款方面，從幾家主要銀行的存貸款到期期限狀況看，未來一年內，分別有約9成的存款和4成的貸款到期可以進行重定價。不過，由於貸款的重定價速度和金額比重滯後於存款，仍會為銀行的淨息差帶來壓力。

2、增加銀行資產負債管理的複雜性。今年銀行業資產負債管理面臨以下幾個挑戰：

(1)儘管近期的美國經濟數據有所好轉，推行第三輪量化寬鬆(QE3)的理由減弱，但不排除今年仍有推出的可能性；歐洲方面，為應對歐債危機而剛剛推出第二輪長期再融資操作(LTRO)，再加上全球低息環境，為香港整體資金環境增加不明朗因素。

(2)根據金管局規定，某種貨幣在銀行的資產負債表上所佔的比重超過5%時就視為重要性貨幣(significant currency)。未來開展人民幣離岸業務是香港各家銀行未來的主要增長點，隨着有關業務的不斷上升，香港不少銀行的資產負債表中的人民幣比重已超過上述標準，引起資產負債表的貨幣種類結構發生了較大變化。因此，對於離岸人民幣業務的管理對銀行總體的資產負債管理越來越重要。(摘自中銀財經述評/《香港銀行業流動性趨緊的啟示和影響》，四之三)

「劏房」不是簡單違法執法問題

香港專業人士協會副主席及資深註冊專業測量師

陳東岳

傳媒問在工業樓設「劏房」作居住用途有何違規？筆者回應，抵觸了包括城市規劃、地租租約、大廈公契及入伙紙等的規範。傳媒再問，為何有業主明知違規而去開「劏房」？筆者再回應，當社會上有租客願意入住這種廉價的住房，便會有業主想辦法去滿足這種需求。

「劏房」本身屬一個社會問題，性質與當年的山邊木屋及天台屋同。由來已久，香港自戰後，便不斷有內地人士，因為種種原因，通過不同途徑到港定居。由五十年代的山邊木屋、天台屋至七、八十年代的板間房到近年的「劏房」，都是新來港人士及不能負擔昂貴租金的貧苦大眾，逼不得已所選擇的居所。

香港政府幾十年來不斷為解決這個房屋問題而努力，包括自五十年代開始的徙置區，以致後期房委會的大量出租公屋計劃，都是以公帑興建及管理，以低廉的租金出租予有需要的申請者，這個政策本身是一項德政，近年為國內大城市所借鑑採納。

九七後，特區政府成立，香港的公屋政策基本上沒有改變，但每天150位新來港人士，以及九七後本地經濟轉型，很多就業崗位工種消失，部分中產向下流動，家庭面對經濟困難，這些原因都衍生出對尤其是市區的廉價出租房屋的需求。為何這些人要選擇在市區內居住呢？答案很簡單，市區提供較多

就業機會，而住近市區更可節省交通費用及時間。近年年青人喜歡有獨立空間，亦會選擇市區內覓居所獨居。

工廈鄰近市區漸成「據點」

市區工業樓很多是業權分散，自從工業北移後，很多單位丟空多時，由於樓底較高而柱位少，易於間隔兼且不少地點鄰近市區，交通方便，於是逐漸成為「劏房」據點。事實上，這類分間單位亦頗受從事藝術創作及電腦設計行業的青年人歡迎，一來租金低廉，二來就算工作至通宵達旦，累了找個睡袋睡覺方便，三來地點鄰近市區，亦方便與顧客及行家聯繫。

筆者不是鼓勵縱容「劏房」，只是想說清楚，這不是一個簡單違法執法問題，而是社會存在着對低廉房屋的需求問題，總不能因為執法就把窮人趕到街上去，變成無家可歸。要根本解決問題，不能草率從事，一定要從詳計議。

增建公屋，落實需時甚久，要短期內提供解決辦法，可考慮有條件讓工廈改作居住用途，外國早有先例，朋友告訴我美國芝加哥，早有批准把荒廢了的工業樓，改裝成「LOFT」，然後廉租予大學生作宿舍的例子。長遠來說，肯定需從供應方面着手，吸取港英年代清拆山邊木屋的經驗，就是政府先要建築足夠數量的廉租住房，通過普查登記，然後再按序安排上樓。