

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 歐美利淡消息充斥 市場反應過敏

美國上周五(4日)公布了令人失望的4月份就業數據，增加市場對美國經濟前景的憂慮，另外，法國及希臘大選亦於周日(6日)結束，兩國政局變天，增添歐元區的政治不確定性，歐元區的減債步伐或會受阻，在兩大利淡消息影響下，亞太區主要股市周一(7日)均出現急跌的情況，然而，市場反應似乎是過敏。

美國4月份失業率雖然由8.2%進一步回落至8.1%，但非農就業職位變動卻僅增加11.5萬人，增幅為去年10月以來最小，亦低於市場預期的增加16萬個，為連續兩個月出現增長放緩。

不過，觀乎其他同期公布的數據，美國經濟前景未算悲觀；截至4月28日的一周首次申領失業救濟金人數，以及截至4月21日的連續申領失業救濟金人數，均維持於4年低位；4月份ISM製造業採購經理指數亦升至10個月高位。

再者，數據波動屬正常不過之事，即使於2008年金融海嘯前，新增非農就業職位增長亦難以連續多個月上升，因此，僅兩個月非農就

業職位增長回落，並不能反映美國經濟前景轉差。

歐洲方面，法國總統大選第二輪投票於周日結束，奧朗德得票約51.7%，擊敗了爭取連任的薩爾科齊，成為17年來法國首名左派社會黨總統。由於奧朗德此前承諾，收回一定的減赤措施，更會提出對歐盟新簽署的「財政契約」進行重新談判，因此，市場憂慮法國未來在解決歐債危機的問題上，將會與德國出現分歧，令解決方案再出現變數。

然而，由於奧朗德並非壓倒性勝出，得票僅較薩爾科齊多3個百分點，因此，奧朗德即使想對推翻法國目前實行的緊縮政策，亦需要時重

整政府內部的意見，同時亦會受到多方面的掣肘，並非短時間內對政策作出改動，而即使有所改動，變動亦不會太大。

另一方面，希臘於同日的大選當中，兩大支持緊縮政策的政黨，未能在國會取得組成聯合政府的過半數議席，而且得票率較上屆大跌，使未來希臘能否繼續執行緊縮政策成疑，從而引發市場債務危機重燃之憂慮。

不過，從歐元區各國落實緊縮措施後，各地民眾頻頻抗議的反應可見，法國及希臘的大選結果事實上並不出奇，亦早已反映於歐洲股市上周的弱勢之中；德國股市上周四個交易日均見下跌。

此外，歐元區個別國家債務沉重，區內整體經濟疲弱等問題並非能短時間可解決，早已成為市場的共識。除非有新的地方爆發債務危機，又或是經濟出現大幅度的收縮，否則，歐債危機再惡化的可能性不大。



美國上周五(4日)公布了令人失望的4月份就業數據，增加市場對美國經濟前景的憂慮。圖為洛杉磯的招聘會。 法新社

## 券商創新或將迎來希望之年

時富金融策略師  
黎智凱

截至2011年末，我國銀行業、保險業和信託業總資產分別達到113萬億元(人民幣，下同)、6萬億元和4.8萬億元，而證券業總資產僅1.57萬億元。證券公司為何在金融行業表現如此之差？

長期以來，我國券商一直以提供的經紀、承銷、自營等傳統業務為主要收入來源，近年來遭遇經濟的不景氣，加上減稅等直接影響到券商的發展滯後。當然這其中的原因很多，筆者認為最重要的還是創新不夠。在資金需求巨大的中國，理應有更多種類的投資產品以回應投資者各種風險與回報的組合。

### 應推更多產品滿足市場需求

創新發展，已成為證券行業的共識。自中證監郭樹清上任以來，券商的創新正在加快。由中證監推動之創新業務包括轉融通業務、場外市場業務以及發展中小企業私募債等。但筆者認為要真正誘導券商創新，主要還應以中證監主導，推出更多滿足市場需求的產品，允許券商從事更廣泛業務，以及對一些限制性的條款予以鬆綁。

首先，創新的首要任務就是產品創新。我國的民間資本與居民儲蓄的規模日益壯大，而我國國內券商目前提供的可投資產品十分有限，加上近年來發展較快的銀行理財產

品、信託、保險、PE等產品等均不在券商可允許的代銷範圍內。券商要滿足日益強化的理財需求、擴大自己的市場份額，就要往綜合金融理財與銷售的模式方向發展。

其次，經紀業務轉型升級。一直以來經紀業務一直是我國券商收入和盈利的主要貢獻者，也就因為這個原因，在近兩年來股市行情低迷的情況下，券商不僅整體虧損嚴重，為了吸引投資者，各大券商的佣金大戰更是處處可見。

隨著經紀業務惡性競爭日趨白熱化，盈利空間不斷的壓縮，亦無暇顧及嘗試創新。所以筆者認為要升級經紀業務，最有效的方式應為資產管理，但現時投資領域受到限制，變相不能開發更多創新型產品。

### 國家宜出台政策鼓勵「走出去」

再次，拓展場外市場。為了提高我國券商整體競爭力，以及在國際上的影響力，國家應該出台有關的政策鼓勵證券公司拓展境外業務，支持有條件的券商走出去。使之能夠成為像高盛等一流的投資銀行。已落下帷幕的第四輪中美戰略與經濟對話共達成67項經濟成果。其中，中國將允許外資持有者在合資券商不超過49%的股份。筆者認為，這利好內地證券市場。主要原因在於比例提高了，可以吸引更多外資參與以及完善合資券商公司的管理。另外，對於那些看重創新的合資公司而言，其嘗試創新發展的經歷會給內資券商提供經驗。

## 美重申2014年前不加息利好氛圍

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶瑛

美國聯儲局日前在新聞發佈會上重申不加息，還呼籲歐盟各國考慮刺激經濟方案，重拾經濟增長。對此，當日美國股市和債市即時反應亦十分正面。回顧歷史，歐洲人最害怕高通脹，美國人則擔心經濟大蕭條。現時歐洲的通脹壓力大體上與美國相若，而歐央行刺激經濟政策亦意味着借貸環境仍有發展空間。歐洲尚且如此，美聯儲更可能為了維持就業和經濟有正面增長，而在控制通脹方面採取更寬鬆的姿態。

重申2014年前不加息當然還有很多考慮因素。從實際需要的層面，美國通脹率不高，加上新興市場通脹率也見回落跡象，因此部分央行開始落實減息或放行寬鬆貨幣政策。美聯儲選擇現時表態，無非是讓市場可利用廉價資金繼續提高資產價格。

### 本港中高價樓料不會大跌

另外，壓低美元長線升勢的預期亦有助實現奧巴馬剛發表國情咨文中的承諾：政府會盡力幫助企業及製造業增加在美國的職位。當中更重要的是，利用市場預期壓低長債孳息，從而有助市、郡政府融資還債，同時亦進一步壓低按揭息率，有利國民買樓意慾，支持房價。至於聯儲政策對本港樓市的影響亦是正面，相信本港樓市成交量在今年年中將回升。可是，鑑於市民對買樓及/或供樓的負擔能力普遍不大，加上內地資金流上仍然受調控影響，估計本港中高價樓的升幅在本年內亦有

限，但預料不會大跌。

由於新興市場的經濟發展迅速以及內需增長保持強勁，通脹壓力揮之不去。以中國為例，內地銀根雖然放鬆，但人民銀行近期未有減息或調低銀行存款準備金率。但投資者仍須注意，加息將導致資產的貼現率(Discount Rate)上升，對其價格構成下跌的壓力。與此同時，加息一般會出現在經濟上升的時期，尤其現時新興市場經濟普遍向好，增長前景亦十分正面，很有可能造成「大漲小回，愈加(息)愈升」的現象(上一個經濟上升周期便是其中一個例子)。

### 投資者對美前景信心轉好

另一方面，筆者相信美國經濟已重拾增長。根據近日數據顯示，機構投資者對美國前景信心正逐漸轉好，美匯指數下降勢頭亦不斷減弱。可是同時亦有數據顯示，普羅大眾的消費意慾依然落後。在內需並未大幅度改善的情況下，相信美國在未來半年依然會維持低利率環境，以降低企業借貸成本及鼓勵消費，從而推動投資者對美國經濟的信心。因此，市場普遍相信美國在2014年前加息的可能性並不高。

近日中美經貿合作峰會所見，雙方的言論均令外界認為，中國在人民幣升值速度的問題上會趨向市場主導，相信短期內中國會利用貨幣作為壓抑通脹的工具之可能性並不高。因此，筆者認為，貨幣緊縮措施在中國及其他新興市場中會維持一段時間，直至市場對已發展國家恢復投資信心，資金才會穩步進入新興市場經濟體。

## 你有留住最忠實的顧客嗎？

筆克主席  
謝松發

最近看了一則有關怎樣留住顧客的調查，而那調查結果真的出人意表——參與調查的市場推廣從業員當中，只有半數知道他們最忠實的顧客在哪裡，以及知道接觸這些忠實顧客的最佳方法。

這個數字看起來令人相當擔憂，調查亦列出好幾個值得關注的事實：約兩成的市場推廣從業員未能識別他們最忠實的顧客；約六成的市場推廣從業員投放少於兩成預算資源於維繫顧客關係的活動上。

這個調查結果反映出不合邏輯的現象。眾所周知，吸納新顧客的成本遠高於維繫舊顧客——有時候這些成本甚至會高出六至七倍，試問有哪個商家願意賠上額外資本只為尋找新生意，反而白白讓現有寶貴的客戶群因為不受重視而逐漸流失呢？

顧客的忠誠度於經濟不景氣的時候更難以捉摸。在任何情況下，企業能夠切實地將顧客放在第一位便是成功的關鍵。假若忽略了那些對你公司忠誠的顧客，他們的流失會比吸納新顧客的速度更快。

某程度上該調查帶給商家一些反省：你最忠誠的顧客在哪裡？你上一次接觸他們是何時？

其實調查亦發現，有近六成的受訪者表示將會於未來兩年增加客戶服務的資源，當中多數受訪者表示，會運用社交媒體活動、獎賞計劃或面對面推廣等策略。要成功首要的最基本條件就是需要你最核心的顧客群滿意你的服務，那才會再次使用你的服務、向朋友推薦你的服務，繼而為你的服務消費更多。

### 首先要確保顧客高度滿意

我認為要留住顧客必須要做到兩個部分：第一部分是確保顧客滿意，是高度的滿意；第二是確保你公司擁有一個主動性的顧客關係管理模式。

知易行難，首先要留意顧客的任何反應，當遇上問題或投訴時，要迅速及有效地為顧客解決問題，這種正面的態度要由管理層貫徹到前線人員，並且切實地長期執行。

總而言之，最重要、最核心的都是企業要擁有一個正確的態度。無論你採用甚麼策略或方案，假若你的公司能真心對待顧客並願意花時間去了解他們最基本的需要，你自然會得到最正面的回應。

## 零用錢是孩子實踐理財重要一步

中銀國際證券股票衍生品產品執行董事  
雷裕武

在過往主領親子講座中，我發現家長們最熱烈參與討論的，莫過於與零用錢相關的議題：到底應給孩子多少零用錢、多久才給一次、何時宜開始發放，以及應否限制他們的消費模式等等，這些問題委實困擾不少父母，深怕一旦做錯決定，可能釀成嚴重後果。

雖說部分家長擔心過早讓孩子接觸零用錢或會帶來反效果，但事實上，這一代家長普遍認同給孩子零用錢是學習理財的重要一步，只是一般不知如何開始。歸根究底，以上所有問題並沒有準則或公式可循，主要視乎不同家庭的實際狀況而已。

我認為家長給零用錢的目的，不應單純為了滿足孩子買糖果和小玩具的慾望，或純粹鼓勵他們全數放入豬仔錢儲蓄，成為守財奴；理想的做法是要幫助孩子認識和掌握管理有限資源的能力，並在儲蓄、消費和分享之中取得相互的平衡。話說回來，家長若不落實給予零用錢的行動，孩子便沒有從小學習理財的機會，這對他們日後如何妥善掌握金錢消費的運用也有深遠的影響。

### 小學階段便可酌量給予

何時開始？讀者們若認為應更早讓孩子實踐，其中考慮準則之一，是他們能否懂得分辨金錢數額的高低；還記得多年前，我跟4歲的小女兒做了小測驗，到底她會選擇20元還是100元，她選了100元，但當問她要100元還是500元時，她仍選了100元，其後發現原來是因為她喜歡鈔票的顏色，看來那仍不是合適的時候開始。我建議父母在孩子踏入小學階段時便可開始酌量給予零用錢，那時他們一般已對數字和金錢有基本認識，透過管理零用錢學習理財，

能收事半功倍之效。

開始應給多少？這個看似簡單的問題，往往又難倒不少家長：他們擔心的是，錢給多了，怕助長孩子過度消費或鼓勵追求名牌；錢給少了，又怕他們失卻管理金錢的原意和動力，以致白白浪費學習機會。最終經過諸多考慮後，還是議而不決，決而不行。

誠然，開始發放的金額必然是因人及環境而異，沒有既定準則。我認為考慮因素應包括：本身家庭經濟狀況、孩子年紀及成熟程度、面對的消費需要以及孩子自理能力等等。一般以小學生而言，孩子若非要負擔午飯支出，每周十元八塊作為開始也是恰當的。

更重要的是發放金額必須「定額」，而非浮動性質，這更不應與孩子表現或父母的心情系數掛鈎。我曾聽聞某家長會因自己一時高興而隨意給孩子一些金錢作零用錢，原意是與孩子一同分享喜悅，但若被孩子錯誤解讀，最終便會破壞子女正在建立的金錢觀念。隨著他們日漸長大，對金錢需用也會逐漸增加，父母應與他們一起商量，彼此協議一個可行的零用錢金額，日後並作定期檢討。

### 建議應以定期定額為準

多久發放一次？我建議一般應以定期定額為準，讓孩子有系統地建立有關零用錢的收支習慣。對小學生來說，每周或每兩周定期發放也合適，即使在期內花光了也不應補給，藉以鼓勵孩子學習認識「管理」和「有限」的概念。當孩子日漸成長或已掌握基本理財之道，家長大可考慮改為每月一次，金額也可酌量提高，讓孩子能有更大空間去掌握分配和運用金錢的技巧。順帶一提，給孩子零用錢，並非給了便算完事，父母必須配合適切的教導監督，藉以帶出正確的價值觀，幫助孩子從中掌握管理金錢的能力。

## 央行為何還不下調法定準備金率？

瑞德證券亞洲首席經濟學家  
沈建光

今年內地央行下調準備金率的頻率與速度都慢於預期，主要有以下幾點原因：一是央行通過加大公開市場操作緩解了流動性壓力；二是對於通脹的擔憂；三是由於對地方政府融資平台清理與房地產政策調控，中長期貸款需求疲軟。

考慮到短期通脹將有回落、外匯佔款低於去年、支持投資政策將帶動中長期貸款需求，預計繼續下調準備金率仍是大概率事件。我們維持今年下調準備金率4次的判斷不變，只是時間略有推後。利率方面，由於長時間的負利率，存款佔到不會下浮。而由於執行貸款利率高於基準利率的比例佔到了66%，下調貸款基準利率的意義同樣有限，且可能性不大。

由於今年貨幣政策由去年的「過緊」轉為「中性」，以及今年外匯佔款比去年大幅減少，我們一直認為，大幅下調處於歷史高位的法定準備金率將是今年央行運用貨幣政策的主要手段。但從這幾個月的情況來看，央行僅僅在去年年底和今年2月兩次下調準備金率，頻率與速度都慢於預期。

與之相對的是決策層在多個場合表達了運用準備金率工具。比如3月兩會上，央行行長周小川提到準備金率下調空間較大，且與外匯佔款變動聯繫密切。4月18日，央行有關負責人又表示，繼續實施好穩健的貨幣政策，通過適時加

大逆回購操作力度、下調存款準備金率、央票到期釋放流動性等多種方式，增加流動性供應。然而，下調準備金率卻「只見雷聲未見雨點」，究竟有何緣由？

### 央行傾向加大公開市場操作

我們認為，央行暫緩下調準備金率，主要有以下幾點原因：一是央行通過加大公開市場操作緩解了流動性壓力。一月和四月央行通過公開市場操作給市場注入超過7千億人民幣的流動性。昨日央行再度重啟逆回購，在公開市場通過7天逆回購向銀行體系注入650億元資金。另外，當前的資金價格比春節前已有明顯下降，特別是短期7天回購的加權平均利率並未突破4%，遠低於春節期間7%左右的水平。

二是實際貸款需求不足，準備金率下調無助提高有效投資需求。一季度社會融資規模為3.88萬億元，比上年同期少3487億元，但比去年四季度增加了28%。儘管流動性緊張情況得到了一定緩解，銀行的超額準備金率也上升至2%左右，但由於房地產調控及地方融資平台清理，支持投資的中長期貸款略顯不足。一季度新增人民幣貸款2.46萬億，但中長期貸款佔比約為26.7%，遠低於50%的正常水平。

三是擔憂通脹。3月通脹反彈至3.6%，高於早前預期。同時考慮到全球量化寬鬆、油價上漲、勞動力成本上漲、資源價格改革等都加大對中長期通脹的擔憂。因此，央行謹慎對待下調準備金率這一被看作是貨幣政策放鬆信號的手段。

(二之一)