

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

多國向德施壓 歐將推經濟刺激措施

八國集團峰會於周末結束，歐債危機再次成為主要之議題，各國領袖仍支持希臘留在歐元區，並強調各國應要同時採取措施刺激經濟，而非單單執行財政緊縮政策。

事實上，希臘的金融市場再次響起警號；除上周末攔提過，希臘國內的提款金額大增外，評級機構惠譽更將希臘以及希臘的五家銀行評級下調，當中，希臘銀行之評級更被下調至接近違約的級別。

這樣也反映出，正在執行緊縮政策對希臘債務問題似乎未見太大功效，當地情況更有惡化跡象，當然，緊縮政策為中長期之政策，並非「特效藥」，不會短期內很快見效，不過，若果政策繼續下去，而當地經濟仍然沒有起色，掉進緊縮政策及經濟收縮之漩渦，希臘在未將債務水平壓低之前，經濟可能已經崩潰，並需要退出歐元區。

由於希臘退出歐元區的風險漸增，各國均憂慮希臘「脫歐」所帶來之連鎖反應，將會波及美國以至全球其他經濟體，再次造成如2008年金融海嘯般的災難，因此，於八國集團峰會上，原本對歐元區政策方向持中立態度的美國總統奧巴馬，亦轉向支持法國及意大利的加強經濟增長之立場，對德國總理默克爾施壓，希望德國能改變以財政緊縮為主的路線。

而自法國總統奧朗德上任後，歐元區以財政緊縮政策對付區內債務危機的方向已開始起了變化，只剩下德國堅持採取緊縮政策，而其他成員國及人民，甚至德國內的民眾，對歐元區需要更多經濟刺激措施的訴求亦正不斷增加。

有見及此，歐洲領導人正在草擬一系列過去曾被德國否決的解決債務危機的提議，並將會於本週稍後舉行的歐盟非正式峰會上提出。消息指，提議將包括賦予規模5,000億歐元的「歐洲穩定機制」(ESM)，有權直接向歐洲銀行業再注資，以及歐洲央行可不設上限，購入西班牙及意大利之國債，壓低債息。

不過，觀乎德國今年首季之經濟表現；德國今年首季國內生產總值按季及按年分別增長0.5%及1.7%，均超出市場預期，另外，該國數百萬工人更將可獲加薪達4%，反映出該國經濟前景樂觀，若歐元區增加經濟刺激措施，可能會令當地通脹升溫，對當地經濟造成不利影響，這是德國領袖不願見到的。

因此，可以預期，將於歐盟非正式峰會上提出的經濟刺激方案，德國未必會十分「合



圖為法蘭克福德國股票交易所。 彭博社

作」。不過，在失去法國的支持後，德國孤掌難鳴，加上在多國的壓力下，其立場應會逐步軟化，德國央行行長近日亦表示準備容

忍德國通脹率高於歐元區平均水平，相信經過多番討價還價後，歐元區將會推出新一輪經濟刺激措施。

應統一發歐債確立財政分擔機制

AMTD高乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

歐債市場重現波動，這表明需要重新評估為危機而實施的緊縮政策。危機之發酵首先是發生於南歐國家的主權債務危機，意大利和西班牙的主權債券利率數次達到了6%至7%的水平，其他國家甚至更高。

法希兩國反緊縮情緒高漲

由於歐元區銀行有很大部分資產以歐元區主權債券形式持有，故導致主權債務危機演變成了一場潛在的銀行危機。於是，要解決歐元區危機的關鍵便須降低南歐國家的債務負擔，德國就因此提出了緊縮財政，法國和希臘最近的選舉結果亦顯示出民眾廣泛的反緊縮情緒。

過去兩年來，歐盟、歐洲央行和私人部門貸款人已經花費1萬億歐元以上，實體經濟非但沒有改善，失業率亦持續攀升，區內衰退情況更有加深跡象；再加上系統風險正加劇，例如：歐洲投資銀行現在對希臘企業貸款都加入了德拉克馬(希臘貨幣)交易的條款。

區內央行也擔憂歐元可信性

德國央行最近關於「目標2(Target 2)」餘額的擔憂也顯示了相同的信號。如果歐元區崩潰，這筆餘額將導致歐元區系統和成員國央行蒙受損失。事實上，據報道，許多歐元區

央行已經減少了歐元儲備額，正在尋求通過非傳統貨幣實現多樣化，連區內央行也擔憂歐元的可信性。

國家債務負擔反映了其基本預算餘額(預算餘額減去利息支出)佔GDP的比重規模，以及其借貸成本與其GDP增長率之差。以希臘的情況為例，希臘政府藉著緊縮政策改善債務問題；可是，經濟收縮同樣令負債佔國家生產總值的比重增加，實際情況根本得不到改善。

南歐經濟增長的一大障礙是希臘、西班牙和葡萄牙的生產成本日漸分化。過去十年，四大南歐國家單位勞動成本分別增長了36%、28%、30%和25%，而德國則只增長不夠5%，可見希臘的平均年生產率增長比德國更快。南歐勞動成本增速加劇，導致了成本增長速度差異。這一差異不能被貶值修正，因為它們同處一個貨幣聯盟。

讓希臘離開歐盟解決問題

當然，長遠而言，讓希臘離開歐盟並無助解決根本問題，反而令葡萄牙和西班牙在資本市場上從中試驗「金融防火牆」的能力。要徹底解決，筆者認為可從以下三方面出發：一、統一發行歐元區債券，確立財政分擔機制；二、容許歐元有較大程度的貶值；三、北歐國要加大開放入口南歐的服務和產品，同時加大國內基礎建設的支出，增加內需開支。相信希臘在六月時可能再一次被留在歐元區，但若果沒有一套完善的經濟刺激計劃，再一次討論希臘去留的日子相信亦不遠矣。

衍生產品大大提升投資彈性

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕武

希臘政局持續動盪，令市場憂慮歐債危機重燃，港股在過去兩週連跌兩千餘點，投資者入市態度審慎，昨日成交量僅420億元，較上週日均成交量逾600億元再度回落。到底目前是否值得入市博短期反彈，市場眾說紛紛，倘若決定入市作中短線買賣，除了直接購入正股，富經驗的投資者也可考慮透過不同的零售衍生工具，提高整體投資彈性。

目前，本地散戶投資者可接觸的衍生工具委實不少，包括期貨指數、股票/指數期權、認股權證(窩輪)、牛熊證、股票掛鉤ELI產品，甚至部分保本投資產品等等，各有不同的特性、風險回報比例，正好切合不同投資者實際需要，提供重要的投資彈性，其中較熱門的選擇為認股權證及股票掛鉤ELI產品，兩者雖同屬股票的衍生產品，但針對的市場就截然不同。

ELI市場追求穩定回報

權證市場主要為持有短線走勢看法的人士，提供一個備有槓桿效應的投資途徑，而ELI市場則為追求穩定回報的中長線股票投資者而設，作為直接購股以外的另類選擇。有趣的是，同時參與或兼顧兩個市場的投資者一般不多。

以認股權證為例，穩健的投資者一般較少參與，他們普遍認定所有槓桿投資都屬碰不得的高風險玩意。事實上，槓桿產品能把市場波幅有效放大，在波動大的日子，單日倍升的權證俯拾皆是，吸引力和殺傷力也視乎投資者的眼光，以及拿出入市的技術。因著權證的內含槓桿特性，其風險系數較正股為高是不爭事實，投資者也可能會因市況逆轉而損失

全部投放資金，因此投資前必須了解清楚，並對後市短期走勢有清晰的看法。

不同產品條款風險差異大

然而，並非所有權證的風險同樣高，不同產品條款對風險特性也有很大的影響。試想想，2倍槓桿跟20倍槓桿的窩輪，風險也不能同日而語，說到底，最重要還是控制投資注碼和嚴選產品條款。倘若投資者認為大市的累積跌幅甚高，港股隨時出現短期反彈，或可考慮透過備有槓桿的認股權證，以較少資金入市，作有效的部署。即使認為大市短期仍反覆尋底，也可以認沽權證作買賣工具，較沽空股票的運作簡單。

另一邊廂，在近期跌市中，也有不少富經驗的投資者透過ELI產品入市，在收息之餘，選擇以稍低的接貨價購股，近期熱門掛鉤股份也是經常出現十大活躍榜的散戶愛股。只要在投資期滿，假若正股市價低於事先議定的接貨價，投資者便需以該價購股，同時，最終一旦接貨，很大機會出現帳面虧損，然而，投資者事先議定的接貨價，一般會較正股最初價格有折讓。當然，投資者在買入ELI產品時，必須有購入掛鉤股票的預備，不宜單以回報息率作為選擇指標。

傳統智慧告訴我們，回報大的投資項目，涉及的風險普遍不低，試比較公用股及電訊股的價格走勢便略知一二。這道理同樣應用在不同的衍生產品上，眾所周知，認股權證的風險回報普遍較ELI為高，即使以ELI產品為例，一些與價格波動股票掛鉤的，其回報息率也明顯較其他ELI為佳。

總結市場經驗，許多投資者在衍生產品多番失利，往往由於未能充分掌握產品特性，或只是人云亦云，心存僥倖所致。最終，勝敗關鍵還是取決於風險管理概念的掌握，以及投資注碼的控制。

亞洲應爭取FSB秘書處落腳設點

路透社專欄撰稿人
Nicolas Véron

熱點透視

表面上來看，從2008年金融危機以來，國際金融主管機構已經變得更加全球化。全球性質的20國集團(G20)取代了純由歐美組成的七國集團(G7)，而歐美以外的經濟體也在金融穩定委員會(FSB)及巴塞爾銀行監管委員會取得更多話語權。就連國際貨幣基金組織(IMF)及世界銀行也在進行調整。

但仍有很多有待改善。在11個主要全球金融主管機構的25個專任及兼任最高職位之中，有20個是由歐美國家人士出任，只有三個是亞洲人士，相當於12%，這遠不到目前亞洲在全球國內生產總值(GDP)佔比的一半水準，也遠低於亞洲在全球成長率的佔比。此外，所有這些全球金融主管機構的總部，沒有任何一個設在歐美以外地區。

遷移成本昂貴理由牽強

每家機構的負責人都可以列出維持總部據點不變的成串理

由。遷移的成本昂貴，而且如果各家機構相距不遠，彼此合作也比較容易。歐洲人士還可以辯稱，因為歐洲上班時間與亞洲和美國都有重疊，更多了一項優點。

不過如果根據這個邏輯，永遠不會有任何全球金融主管機構會設於亞洲。這迫使亞洲代表為了出席全球性會議而忍受的漫長國際差旅，超出了應有的合理水準。當一個星期內必須二度搭飛機飛行12個小時，即使是坐在商務艙內，還是會讓人忍不住覺得自己是全球性歧視的受害者。

G20的領袖現在有一個改善的理想機會。6月中旬的墨西哥峰會將討論金融穩定委員會(FSB)的未來發展。FSB目前總部設於瑞士巴塞爾，預定將進一步與金主國際清算銀行切割。那麼何不把FSB的永久秘書處——配置約20位專業人員，移到亞洲？這將是往正確方向邁進一小步。

香港、首爾、新加坡及東京都具備吸引適合人才所需要的航空網絡、政治穩定性及環境設施。瑞士方面或許會抗拒，但若全球金融政策制定更加公平，瑞士到頭來會受益更多。所有歐美勢力亦然。

如何能促進經濟健康發展

時富金融策略師
黎智凱

近日，溫家寶總理在湖北考察並與六省負責人一起研究分析當前經濟形勢時指出，要把穩增長放在更加重要的位置。

經濟發展是指一個國家擺脫貧困落後狀態，走向經濟和社會生活現代化的過程。經濟發展不僅意味着國民經濟規模的擴大，更意味着經濟和社會生活素質的提高。從國內看，當下形勢比2009年更加嚴峻，經濟增速已經連續5個季度放緩。出口導向政策的正面作用在消退，負面作用在積累。這種經濟增長模式造成的內需不足、消費需求不足，所積累的問題都嚴重阻礙着經濟的發展。筆者相信，要求放鬆銀根刺激經濟發展的呼聲又起。

回想2009年，為了應對金融危機，中國政府採取4萬億元人民幣的經濟刺激計劃。寬鬆的銀行信貸帶給我們的又是甚麼？通貨膨脹、產能過剩、庫存積壓等等負面影響在這兩年已經開始顯現。

據日前發佈的《中國家庭金融調查報告》報告數據顯示，家庭金融資產中，銀行存款比例最高，為57.75%；現金其

次，佔17.93%；股票第三，佔15.45%；基金為4.09%；銀行理財產品佔2.43%。當下的總需求比金融危機時還要差得多。自2010年年初以來，作為衡量投資意願重要指標的企業中長期貸款規模一直處在下降趨勢中。

僅靠放鬆銀根已行不通

筆者認為僅靠放鬆銀根刺激經濟發展長期是行不通的。如果貨幣供給主動或被動地擴張造成人為壓低利率，短期內會降低失業率，增加產出，但是這個過程是不可持續的，從而這種繁榮也是不可持續的。

怎樣才能夠促進經濟的健康發展？一個經濟體投資的目的要符合社會消費者時際偏好，即期的消費、儲蓄和投資隨消費者時際偏好而自動調節，利率因此而變動，如此使得資源配置與消費者時際偏好相一致，即最優化。

筆者認為，當下應該需要通過擴大短期需求和刺激長期供應兩種方式來加速增長。中國過去過分依靠外貿和投資拉動的發展模式，已經不可持續，必須轉變經濟發展形式。從外需型轉成內需型，從外延型增長轉成內涵型增長，從外生型動力轉入內生型動力。

濠江開放賭權十年回顧和展望

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

踏入2012年，澳門開放賭權已經整整十年了。回首十年，濠江賭業由一家獨享變成今天的三加三局面。引入多家美國及香港的賭業經營商令全行業得到迅速成長，澳門自2006年起已躍升成為全球最大的娛樂城市！

GDP躍升2.3倍 為增長最快地區

從經濟角度去考量，開放賭權帶來了巨大財富。根據澳門統計局數字顯示，2011年澳門博彩毛收入達到2,679億元，是2002年的12倍。四月博彩毛收入是250億元，比去年同期上升21.9%，但其增速是今年環比最低的，這顯示增速勢頭放緩。在2011年，博彩業交給澳門庫房約941億元稅金，佔了特區的公共財政收入的80%，而博彩業的「黃金十年」令當地GDP躍升2.3倍，成為全球經濟低迷的十年間增長最快的地區。

今天，澳門的15%勞動人口受僱於博彩行業；他們的平均工資水平達14,720元，而大量從業員崗位找不到適合人才。

經濟過急增長帶來的社會成本極大，如高樓價、高通脹、青少年問題惡化、社會價值觀被扭曲、勞動短缺、博彩社區化問題嚴重。中央政府於「十二五」規劃明確將澳門定位為世界級休閒城市，並要求其經濟適度多元化。面對博彩業升幅放緩，澳門政府如何延續未來的「黃金十年」呢？

除了開放十年賭權的亮點外，各大主要營造商紛紛宣布興建新型的娛樂城，全都集中於路氹金光大道旁。這些娛樂城的共通點都是減少博彩功能成分，而着力增加會展場地、餐飲數目、零售面積及其他休閒元素，正努力邁向旅遊多元化道路上。幾經波折，金沙城中心於4月11日正式開幕。耗資逾80億美元，金沙城中心引入三個品牌酒店，首階段提供1,800個房間，三家酒店最終可供給5,800個房間，屆時金沙共佔澳門酒店房三分之一的供應量。它還提供龐大會議場地、逾百家零售及餐飲設施，總佔地達120萬平方呎。再者，其他經營商如永利、銀河二期、美高梅、澳博等都正正常地推進擴張將

來項目，出現了「百家爭鳴」的局面。

落實發展橫琴片區具互補功能

放眼未來，澳門的土地資源有限，當路氹金光大道於未來十年陸續建成後，特區政府如何去找其他可持續的增長點呢？走在前面，中央政府落實發展橫琴片區，正為濠江持續發展起了互補功能。橫琴片區休閒度假區主要位於大橫琴山南部沿海地區及填海建設區域，主要發展商務旅遊、休閒娛樂、旅遊地產等產業，建設具有國際水平的度假酒店、海上運動基地、主題遊樂場、國際郵輪碼頭等項目，已落實在建項目包括長隆海洋度假區和富盈酒店。

其實，今天的珠海已具備豐富旅遊資源，如珠海漁女像、珠海度假村、圓明新園、夢幻水城、中藥谷、海泉灣度假村、珍珠樂園、珠海國際高爾夫會所、珠海國際賽車場等等。

澳門旅遊局更應與珠海、中山及江門市政府緊密合作，打造澳門一小時旅遊圈，攜手開創、修復和推廣大量旅遊景點和設施，去滿足各年紀、階層和種類遊客的需要，如持續保育粵西具歷史價值的景點如中山翠亨村，珠海會同村及正坑村及江門的古老村落，建立多條自行車和爬山人士使用的旅遊線路，如更多「嶺南綠道」和包括珠海橫琴山及澳門外島的大潭山的爬山徑。

今天旅遊的旅客平均逗留約1.5晚，大力增加景點和旅遊設施可延長至2-3晚以上，推動其他非博彩業收入，使當地經濟有序地「非博彩化」。隨著中國人富裕起來，休閒活動走向豪華化，今天南中國各地政府積極開展遊艇產業，而粵澳政府正共同推動「遊艇自由行」。現時澳門遊艇碼頭位於林茂塘，但泊位有限和出航道太窄，而且設備不太完善。長遠來說，澳門應興建具規模的新型遊艇碼頭，可選各具特色的新城填海區A區或E區，如A區是正中心處，位置適中，但E區接近北安碼頭、機場、毗鄰路氹及橫琴，起了更大協同效應！

定位於國際休閒中心，濠江未來十年前景光明，投資機會很多，正等待各大企業家積極投入，共創未來雙贏局面。香港特區政府及各界應該尋找兩地可合作領域，共謀大業！