

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

歐國再現分歧滿佈障礙

雖然歐盟領袖於6月底之歐盟峰會上達成了多項共識，但會議至今已過了一星期，仍遲遲未有行動，投資者對歐債危機之憂慮得到短時間之紓緩後再度升溫。

即使歐盟領導人於6月底之峰會上就建立銀行業聯盟，以及就運用歐洲穩定機制 (ESM) 救市等方案達成共識，但芬蘭、荷蘭卻雙雙反對部分措施，再次凸顯出歐洲各國之政治分歧，即使德國態度軟化，解決歐債危機仍充滿障礙。

對於歐洲穩定機制的資金運用問題，歐元區國家仍然對注資銀行後的債務責任存分歧。芬蘭及荷蘭等國仍堅持受惠國家之政府，需要就注資當地銀行提供擔保，即意味著銀行獲得救援的同時，增加有關國家之債務負擔，使其負債百上加斤，與早前峰會上提出無需計入當地政府債務的說法，有所出入。

當中，芬蘭的姿態尤其強硬，表明若要承擔成員國債務，寧願退出歐元區，顯示雖然德國讓步，但區內之間

的矛盾及分歧依然嚴重。至於在建立統一銀行業監管機構的問題上，則仍有國家不願意被削弱權力，如非歐元區國家英國，因此，初步計劃只會於歐元區內推行。

惟即使如此，但由於立法需時，德國財長亦表示統一銀行業監管機構於今年年底仍難以成立，而由於以歐洲穩定機制向銀行業注資的前提，就是成立統一銀行業監管機構，因此，這亦意味著，西班牙銀行業很有可能無法於今年之內，獲得足夠的資金援助，進行重組，使債務問題繼續一拖再拖。

政治爭拗持續，歐債危機一再拖延，投資者對歐元區的耐性已漸失，亦已逐漸接受這是歐元區的長期結構性問題，不是單單經過一兩次歐盟峰會，就能獲得完滿解決，因此，西班牙10年期國債在上月初回落到接近6.3

厘後，很快又再次逼近7厘之危險水平。

本周歐元區財長及歐盟財長亦分別於周一(9日)及周二(10日)舉行會議，相信會繼續就援助資金運用及建立統一銀行業監管機構進行討論，惟預期將不會有重大的進展。

歐債危機中短期內難以解決，打擊投資者以及企業對未來之信心，投資取態變得保守，減弱了各國以寬鬆貨幣政策，增加市場資金流動性的效果，因此，即使最近多國央行，人行、英倫銀行及歐央行均放寬貨幣政策，出手救經濟，但對市場的刺激作用亦不大，市場信心依然薄弱。

由此可見，只要能夠想出辦法，給予市場足夠的信心，令投資者及企業放心將銀行的資金釋放到市場，環球經濟狀況便會有轉機，不過，若歐洲各國政治分歧持續，令解決歐債問題一再拖延，市場信心將難以復元，環球經濟前景不容樂觀。



■歐元區國家對注資銀行後的債務責任仍存分歧，西班牙銀行業很有可能無法於今年之內，獲得足夠的資金援助，進行重組，使債務問題繼續一拖再拖。 法新社

乏有效監管 歐洲銀行問題多

AMTD尚乘財策策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

西班牙儲蓄銀行是當地房地產最大的融資方。由於當地房地產泡沫爆破，所導致的經濟損失快要超過西班牙整體國力。西班牙當局亦承認，該國房地產部門的問題已達失控的地步。這不但令國家陷入破產邊緣，更可能演變成整個歐洲的問題。

各國銀行之間欠缺協調機制

事實上，這同時反映了一個非常現實的狀況：歐元區國家對銀行業缺乏有效的監管，各國銀行之間亦沒有協調機制。由於銀行是國債的主要買家，故此但凡有財困的政府總是試圖淡化問題的嚴重性，早前法國及比利時合資的德克夏銀行集團(Dexia)所遇到的財困問題便是一個好例子。

本來，資本抵債銀行的社會成本應該由各國自行承擔。即使在歐元區，監管各國銀行體系的制度仍維持各國各自為政的局面亦似乎合乎情理。可是事實已經證明，這條路根本行不通。由於貨幣聯盟的存在，單單是各國銀行體系不同的風險控制標準已很快會威脅到整個歐元區銀行系統的穩定性。

央行無法判斷銀行穩健程度

儘管統一監管銀行體系的建立牽涉到各國自身利益，但在6月峰會上，歐洲領導人最終還是需要修正這一情況——將歐元區銀行監管職能移交給歐洲央行。歐洲央行事實上早已承擔起維持歐元區銀行系統穩定的職能，可是歐洲央行在監管歐洲銀行有角色和職能上的矛盾。現時，各國銀行所有信息仍掌握在自身國家的監管者手中，而後者亦不會就此自揭瘡疤，出了問題總是拚命掩蓋，而歐洲央行仍必須在無法判斷各國銀行穩健程度的情況下，向它們大規模貸款。

舉例說，一家銀行將總部設在意大利，並在德國設立分行。德國分行自然手握資金盈餘(因為平均



■圖為意大利比薩大教堂廣場上的洗禮堂、大教堂和斜塔(從左至右)。 新華社

而言德國儲蓄遠高於投資)。同時，總行亦希望使用這筆資金增強整個集團的流動性，但德國監管當局可能認為意大利存在風險，因此反對資金轉移，但母公司所在地(意大利)的監管機構對利益的看法正好與此相反。它希望看到更多的「內部資本轉移」，操作越多越好。儘管歐洲央行可以在監管銀行方面中間協調，但造成另一個問題就是，各國監管當局是否需要繼續對其儲蓄銀行負責？

需要一個共同銀行援助基金

經濟及政治關係的邏輯意味著歐元區很快又需要一個共同銀行援助基金。此乃歐洲一體化進程中的典型做法：在某領域剛出台的措因未能完整，會在出台一段時間後要求更多的措施配合。這一增量辦法在過去效果甚豐；事實上，今天的歐債就是這樣產生的。但金融危機使決策者不再像過去那樣，有充足時間向選民解釋一項措施會帶來另一項措施的原因。他們需要加快行動才能拯救歐元區。

人行政策繼續寬鬆可期

時富金融策略師
黎智凱

6月CPI同比快速回落至2.2%，創2010年以來新低也略低於市場預期。同時，PPI同比降幅加大至-2.1%，顯示總需求疲弱背景下商品價格繼續下降。通脹壓力未來仍在走弱的背景下，支持增長的相關政策仍可繼續加大力度。預計未來貨幣政策仍以數量型寬鬆工具為主，至年末還有共計200個基點的準備金率下調以及進一步的財政政策刺激。

6月CPI低於預期 通脹快速回落

6月CPI同比從5月的3%快速回落至2.2%，略低於市場預期的2.3%。翹尾因素貢獻為負的0.3個百分點，新漲價因素貢獻為負的0.5個百分點。季調後的月環比CPI從5月的0.1%回落至0。食品價格的回落是CPI下行的主要拉動因素。非食品價格同比1.4%保持不變。食品價格同比從5月的6.4%走低至6月的3.8%，其中蔬菜價格和豬肉價格的回落是主因。工業生產者價格指數繼續保持在通縮區間，幅度有所加大，6月同比下降2.1%(5月為-1.4%)。其中資本品價格受原材料價格回落影響同比降2.9%，較5月的-2.1%降幅擴大。消費品PPI價格6月同比0.7%(5月0.9%)。

通脹回落的速度超預期，為政策進一步寬鬆提供了空間。6月通脹回落至兩年半以來的新低並遠低於年初提出的4%的政策目標，這也解釋了央行在一個月之內下調利率兩次的政策舉措。下半年通脹可能繼續回落並保持低位，為



■圖為中國人民銀行總部大樓。 新華社

政策制定者更專注於穩增長創造了條件。

總需求仍持續走弱 通縮風險增

PPI已經連續四個月保持在負數區間，顯示不僅是國際大宗商品價格回落的影響，另一方面國內總需求仍在繼續走弱，暗示通縮風險抬頭。6月匯豐PMII也顯示增長仍在下行通道，本周末公佈的二季度GDP等增長數據可能繼續回落。

政策層面正致力於加大穩增長的政策力度。周末溫總理還強調加大政策預調微調的力度以應對經濟下行風險的加大。未來穩增長的政策空間仍然充裕，具體政策工具將包括共計200個基點的準備金率下調空間以及財政政策刺激。

通脹快速回落並將於下半年繼續保持低位，為加大政策刺激力度以穩增長創造了條件。政策層也表達了穩增長的意願。預計7月準備金率仍可下調。

由權證成交量說起……

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

近日大市成交持續低迷，觀望氣氛濃厚，部分投資者打算即市買賣，或會考慮上市槓桿產品如認股權證等捕捉機會。近期此類產品的成交穩定，持續佔大市每日總成交約25%。目前市場上，認股權證的數目近3,900隻，加上逾1,000隻牛熊證，數目不少，條款更可謂各式各樣，投資者即使看準相關資產的短期走勢，要作出明智選擇，也非易事，一般需要經過長時間的浸淫，累積一定的市場經驗。

投資者在選擇過程中，到底最常見是考慮甚麼因素呢？根據經驗，投資者一般會以成交量及買賣熱鬧情況，作為分析和考慮認股證的首要，甚至唯一指標，對於一些成交疲弱的權證，通常避之則吉。某程度也可以理解，背後原理，跟我們外出用膳選擇食店沒有兩樣。

一些客似雲來，門外經常排着「長龍」的食肆，由於「人氣」帶動，通常會令人聯想到品質及服務的保證，甚至吸引傳媒爭相採訪。在一般人的心目中，輪候時間的長短，與餐廳的水準和質素息息相關。雖然顧客未必願意長時間等候，卻又抱着不甘人後的心態，深信這麼多人等候，必定值得一試，在羊群效應帶動下，新客也會越來越多。然而，這些食肆能否一直維持水準，成為重要關鍵，許多時候，它們未能應付突如其來的巨大需求，或食物水準未能保持，也會影響食客再次光顧的意慾。

「人氣」並非「水準」保證

另一邊廂，一些門堪羅雀的食肆，其出品縱有不俗的水準，加上價錢合理，奈何缺乏市場推廣的資源，未能製造人氣，仍難吸引食客光顧。消費者普遍認為，一間沒有「人氣」的餐廳，必定是在食物水準或衛生環境方面出現問題，還是不試為妙。食肆老闆未有能力在宣傳推廣上大灑金錢，心中雖不是味兒，唯有努力做好本份，期望有日被人賞識。我們不難發現，有經驗的食家通常會避開一些「人氣」食肆，轉而努力尋覓，發掘一些未被市場留意，但水準不俗的食肆。假以時日，這類具有實力的食肆能靠口碑打響名堂。



■一些客似雲來、門外經常排着「長龍」的食肆，由於「人氣」帶動，通常會令人聯想到品質及服務的保證。 資料圖片

同樣道理，在認股證市場中，投資者一向喜愛「跟風」買賣，往往傾向留意大成交的權證，認定成交金額大，便是流通量高的保證。當然，也可能由於目前市場上有太多選擇，投資者往往難以取捨，在缺乏足夠時間「做功課」下，心理上還是覺得跟入一些大成交的權證，總不會大錯，起碼也有不少同路人。因此，市場雖有許多條款類似的權證，活躍的往往只集中在少數高成交量的股證，部分即使條款更為吸引，也乏人問津。

應避免純以成交作揀輸指標

其實，傳統智慧告訴我們，當所有人一窩蜂地追入個別高成交金額的權證，隨着街貨量逐步提高，該權證或許已不再是最佳選擇。近年認股權證發行量大增，加上市場透明度大大提高，資深的投資者理應把握機會在市場努力發掘一些被埋藏的寶藏，這泛指一些成交量不高但條款吸引的股證。在「有效市場」定律下，相信這些寶藏最終會被發現，並為市場注視。因此，權證投資者應避免純粹以成交量作為揀輸的指標，相反，要考慮其他定價因素，並作全面的分析。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)

西歐行的所見所聞

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

適逢暑假，筆者偕同家人往歐洲一行，由意大利羅馬進入，轉戰佛羅倫斯、比薩、維羅納、威尼斯及米蘭，入瑞士琉森、法國巴黎，乘「歐洲之星」高鐵橫渡英倫海峽達倫敦，再往牛津城和溫莎堡參觀，晚上直航回港。在短短十天中，筆者親身體驗傳言正「水深火熱」的意大利經濟情況，閱讀過英法意的經濟新聞和目睹倫敦市籌備中的2012年奧運市容，感受良多。

歐盟自從1999年開始發展，12年內已吸納17個成員國，計有德國、法國、西班牙、葡萄牙、比利時、荷蘭、奧地利、芬蘭、愛爾蘭、希臘和東/西歐六小國，成員國都以歐元為國家通用貨幣，受歐洲共同議會約束。還有其餘10個是會員國，他們保留自身貨幣，包括英國、瑞典、丹麥、捷克、匈牙利、波蘭等等。歐洲大聯盟具有多種意義，除了經濟領域外，還包括社會生活、政治、文化領域。

翻開世界歷史大全，不難發現歐洲是人類文明發展史的發源地之一，但歐洲諸國地大人種雜糅，在歷史上向有互相聯盟/攻伐的紀錄，也是現代文明宗教和文化的搖籃地；天主教和基督教孕育和發揚光大於此，文藝復興聖地是意大利佛羅倫斯等等。

這片大陸正是是非地，兩次世界大戰由此擴展至各地，二次大戰後歐洲滿目瘡痍，漸漸失去世界性文化、經濟、政治、宗教、軍事權力中心地位，被戰勝國美俄中超級大國迎頭趕上。但其實如果將歐洲各大中小國家看成一體，其GDP總量可超過美國，成為全球冠軍，不難明白區內國家尤以英法德意四大國推動合一的意向很強，而歐盟也是順應此思維慢慢建立起來。

民族性不同 理財態度各異

自從1999年起，歐元已發展成為17個成員國共同使用貨幣，人民可自由往各成員國工作及旅遊，但各國的財政政策仍未統一，正是歐債危機的軸心問題。有些國家不善理財，以欠債去維持經濟運行，國家財政入不敷支，瘋狂舉債使她們泥足深陷，唯有等待審慎理財國家打救！理財態度的分野與民族性有莫大關連，

今天債台高築的歐洲國家包括法國、意大利、希臘、西班牙及葡萄牙等的拉丁語系國家，人民都是善於產品設計、藝術創作和歷史悠久的，使她們建立多項著名服裝、皮革用品、洋酒、汽車等高級消費品的品牌。

反觀歐洲其他民族如德國/瑞士/奧地利的日耳曼民族及英國/北歐各國的撒克遜民族則以精巧/手工產品如鐘錶、刀具及服務性行業如法律、會計、測量、教育、航運事業，結合完善管理/高級科研系統而建立起來。又因為後二種民族較行事謹慎和思路周詳，這些國家政府懂得奉行「量入為出」的財政政策，令財政情形較為健康。

每年6月中至7月底是歐洲大陸的學校暑假時間，氣溫由5月的冷天逐漸回暖到夏天溫度，正是歐洲大陸的旅遊旺季。筆者到訪的各大中小歐洲各城市見遊客如鯽，風景點人頭湧湧，旅館其門如市，餐廳座無虛席，呈現一片景氣現象。但是不難發現遊客群中多了不少東歐和亞洲(尤以港澳/中國)人，這都是得力於這些地區的近年經濟蓬勃發展！歐羅自從2011年年初至今累積貶值接近10%，又加上歐洲購物提供退稅服務和保證「貨真價實」。

內地遊客成為名店最大客源

筆者發現，意大利米蘭名店街內內地遊客已成為最大客源，他們走訪所有名牌店，出手豪爽大手掃貨，成為歐洲低迷經濟的救星。這股購物旋風同樣席捲瑞士琉森，名牌手錶專門店也是內地豪客天下，一擲十萬元買下不同瑞士名錶如「勞力士」、「雷達」、「IWC」、「卡地亞」、「江詩丹頓」等等，店內更有懂華語的客戶服務大使專責招呼他們。這股購物熱潮令筆者相信歐洲各大名城的零售物業應該是理想的投資工具！

最近歐洲各國政壇都變天，尤以法國的奧朗德總統上場最為矚目，他的政策是較傾向以刺激經濟不去收縮以解決歐債危機，這與德國的女總理默克爾的不協調，如何去取得共識會是未來重要課題。筆者的結論是，歐洲會在未來經歷重大經濟整合，但擁有雄厚經濟基礎和豐盛奢侈品牌的這片大地長遠會逐漸走出深淵而重返正路，時間和金錢代價有多大則視乎共同政治努力了！