

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

西班牙前景不樂觀 歐元勢再挫

歐債危機又再次成為市場焦點，西班牙除銀行業出現財政困難外，情況更蔓延至地方政府，西班牙第四大自治區華倫西亞出現財困，並於上周五（20日）宣布向西班牙中央政府尋求財政援助，反映出西班牙整體的財政狀況，未有因銀行業得到歐洲金融穩定基金的資金，而得到解決。

情況更甚的是，除華倫西亞外，消息指，西班牙還有另外六個地方政府準備向西班牙中央政府尋求援助，使市場擔心，西班牙政府未必有足夠能力，滿足愈來愈多地方政府的資金要求，從而令西班牙步葡萄牙、希臘及愛爾蘭的後塵，需要向國際尋求全面援助。

由於西班牙地方債的主要債權人，多為西班牙國內之銀行，因此，一旦西班牙地方政府無法從中央政府獲得資金，西班牙地方政府將可能需要與這些債權人，商討債務重組之安排，意味著西班牙銀行業將會面臨損失，使當地銀行業的重組步伐受阻，更可能令所需重組的資金多於早前歐盟承諾的1,000億歐元。

若情況一旦發生，西班牙銀行業及政府將會掉入無盡的漩渦之中；西班牙銀行業購買地方政府，甚至該國債券的意願減少，增加地方政府的融資困難及成本，使西班牙國內或有更多地方政府需要尋求中央政府援助，甚至進行債務重組，從而使銀行業錄得虧損，進一步減低銀行業購買當地債券的意慾，造成惡性循環。

為免出現上述情況，而又不用增加西班牙中央政府之負擔，西班牙決定放寬銀行發行擔保債券的範圍，擴大抵押品來源，提供另一渠道讓西班牙銀行業獲取歐洲央行的低息貸款，增加流動性，以應付其資金需要，同時銀行業亦可運用部分資金買入地方政府的債券。

當然，即使西班牙銀行業能成功藉此獲得更多資金，但其會否用於購買當地政府債券乃屬商業決定，在風險過高的情況下，購買意慾自然較低；另一方面，面對目前當地銀行業比西班牙經濟生產總值高出3倍之負債規模，其利息支出將十分高，其還債能力值得相權，可見西班牙地方政府以及銀行業的情況，並不樂觀。

從愛爾蘭、葡萄牙、希臘到西班牙，歐債危機經過兩年多的演變，仍然未有完結的跡象，久不久便傳出惡化之消息，希臘脫歐之說近日亦再次被提起，國際貨幣基金更暗示或不再為希臘提供更多資金援助，歐債危機已



■西班牙失業人數多達471萬，政府招聘中心外每日均有長長人龍。美聯社

成為歐元區之長期結構性問題。

在這種情況下，市場對歐元區之信心只會隨時間減

弱，然而，目前歐洲各國政治分歧依然，解決歐債問題一再拖延，市場信心實在難以復元，歐元區前景不容樂觀，歐元匯價將繼續下跌。

中國區域經濟與產業群關係密切

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

在全球經濟一體化的情況下，中國企業為使資源分配達致最高效率，積極實施產業分工，加速了區域產業群聚集的現象。不過近年來出現區域發展差異、城鄉差距、所得分配差距不斷擴大等問題，影響中國經濟持續發展的不確定因素。由於改革開放初期，中國以東南沿海經濟特區作為經濟體制轉型的試驗場，漸進式的發展模式帶動全中國的經濟發展，同時亦造成中國東部、中部、西部的發展差距日益擴大。

東部沿海地區製造業群聚的現象更為明顯，而東北三省與西部地區的製造業卻相對萎縮，導致總堅尼系數上升，此集中效應吸引外商直接投資日益增加，以及中西部農村勞動力的移入。因此，中國地區差異擴大與產業群聚有密切關係。

由於80年代中，亞洲四小龍因應內部產業升級，積極尋找廉價勞工與自然原材料的因素，陸續將勞力密集的生產業轉進市場開放的中國東南沿海地區，以提升國際產品競爭力。再加上中國消費者的購買力提升，並加速投入，令中國東部沿海地區群聚的產業增加。因而造成由最初勞力密集型產業的群聚，到現今技術投入的增加，政府部門規劃的高科技園區、工業區和開發區便是中國進一步推動技術群聚的策略。

善用中央資源有助差距改善

若地方政府能善用中央資源，區域差距或能取得改善。在2003年，中國提出東北老工業基地振興戰略，並將其視為「十一五」規劃的重要項目，其中又以規劃建設大連市成為東北亞國際航運中心最引人矚目。中國推動東北地區發展的目標是：將東北建設為繼長江三角洲、珠江三角洲、環渤海經濟圈之後，中國經濟增長的



■哈羅鐵路全線鋪通。圖為施工指揮員在指揮鋪設軌排。新華社

「第四極」。東北地區資源優勢包括石油與天然氣開採業是東北產值比重最大的工業（佔25.48%），在全球能源短缺、而東亞能源需求日增的情況下，東亞石油天然氣開發、能源技術合作、管網建設以及資金籌措，已成為中國發展區域經濟合作的誘因。

另外，快速崛起的中國主要發展重心仍在長三角、珠三角以及東南沿海地區，該地區的市場開放程度相對較高，而國際競爭也較劇烈；在次級經濟區域整合的可行性評估中，東北地區因內部產業互補性較長三角地區強，產業合作的機會較大，鄰邊的日本、韓國和俄羅斯，甚至德國都極關注中國推動東北區域發展的策略。

世界各國在中國加入WTO之後，對中國的投資已由製造業逐漸擴及金融、流通、電信等服務業，在營運佈局上，也由生產結合研發與行銷。中國在國際投資持續進入的同時，低技術產業群聚的轉型逐漸整合供應鏈；內部區域發展的佈局雖非一蹴可及，但也因善用亞太區域整合優勢的資源而積極進行。

對着大機遇，究竟澳門和珠海房地產市場今年表現如何？這對投資者有何啟示呢？

回顧龍年上半年，濠江市場是「價升量跌」，上半年已累積11%-12%強大升幅，但住宅成交預測只能達約7,500宗涉及金額僅超越315億元，這同2011年上半年的12,809宗及467億元相距仍然甚遠，但明顯地已經回暖。龍年澳門正是房地產立法重要一年，所謂「樓花」規管條例已通過，這會延長新樓開售審批時間，直接影響下半年新樓可應市數目。

自去年澳門六月實施特別印花稅後，如果業主要沽貨離場，超過一年但不足兩年內轉售，他要即時繳納一成特別印花稅，一般不會選擇循此方法離場。又加上外僱大幅流入激活住宅租務市場，年內續租業主通常會提租起碼20%，使大多數住宅租金足以支付供款，業主並無迫切求售的壓力，樓盤放售實少見！今天的澳門住宅樓市放售盤少，放租盤搶手，售價和租金飆升，市民上「私樓」更加困難，但投資者則可發現澳門住宅已成為理想投資工具了！

應對樓價上升和宗數下跌，澳門市民開始接受澳門上班，珠海上家及周末消閒在珠海/中山的日常生活。在「雙限」政策實施後，珠海市政府也取消區內買樓享有兩地牌的優惠政策，但未能顯著地遏抑澳門人赴珠海買樓租房的意慾。自從「雙限」新政實施以後，珠海市網簽低迷高峯期發生在今年1月只有231套，比雙限前下降34.37%。

兩地漸走上「同城化」道路

但自從2012年2月起，市內剛性需求慢慢拉高交易量，3月份已回升到364套，到6月份錄得按月上升兩成。踏入7月份，銀行開始進入減息周期，會誘使更多業主入市。為了有效回收開發資金和政府限價下令，珠海開發商多取以量取價的銷售方法，樓市回復正常的情形會持續。同時澳門/本地租樓需求也提高珠海租金，年內已上升超過10%，為上升售價添上實質支持理據！可以預見兩地樓價及租金的差距將逐漸拉近，形成澳珠兩地走上「同城化」道路上。

廣東省西部經濟列車已啟動，正期望你的參與，共謀大事！

權證流通量成另類分析指標

中銀國際證券股票衍生品產品執行董事
雷裕武

上周提及，權證的流通量較成交量，應具有更大的指標作用。一些流通量高的權證，能讓投資者在任何市況下，以合理價格進行買賣。

根據過往經驗，權證投資者經常會有兩大疑問：一、為何買對了方向仍會虧損？二、如何買中表現最佳的股證？

「買對了方向仍會虧損」的情況雖非經常發生，但也足令不少投資者摸不着頭腦。一些可能的原因包括權證的時間值部分損耗，以及引伸波幅或其他定價因素隨市場波動而轉變等。此外，發行人（莊家）為權證提供流通量的能力也有很大關係。

目前，所有的權證報價均由發行人委派特定的流通量提供者（俗稱「莊家」）提供，而發行人的所有買賣活動也需經此特定莊家進行。投資者可透過觀察莊家的表現，從權證及正股的相互價格轉變，看出其引伸波幅是否平穩，或有否改變。簡言之，若正股價不變，相關權證的價格則持續上升，或許反映其引伸波幅水平正逐步向上調整（假設其他風險因素如利率、預期股息不變）。

以往，假若發行人在市場已沽清個別權證，但因市場規例所限，而不能進一步增發，他們便不能有效地為該證繼續提供流通量。結果，龐大的購買力可能會逐步推高該權證價格至不合理水平。由於認股證價格直接反映引伸波幅水平，換言之，其引伸波幅也處於偏高位置，一旦市況逆轉，或趨於平淡，權證價格將會大幅回落，這也是投資者盲目「跟風」，湧入一些高成交股證的潛在風險，他們隨時可能接下火棒，蒙受損失。

發行商可透過現行的市場機制，進一步增發股證，從而更有效地為其發行的股證提供

流通量，於是，一些「熱賣」的權證將較低機會因供求因素而被炒高至不合理水平，相信投資者「買對了方向仍會虧損」的情況可望大幅減少。說到底，投資者也有責任去選取一些街貨量較低的條款，避免不必要的市場風險（有關街貨量的分析方法，下周再續）。

槓桿比率越大 爆炸力會越高

至於如何買中表現最佳的股證，投資者可從窩輪的槓桿比率及不同莊家的市場表現中尋找答案。理論上，槓桿比率越大，權證因正股價波動帶來的爆炸力也會越高，而投資者看中方向所得的回報也會大增。要留意的是，槓桿亦是風險所在，在市況急劇逆轉時，高槓桿窩輪的潛在風險也不少，投資者不能掉以輕心。

其實，權證表現與流通量也有密切關係，特別是發行人開價的積極性。當正股價波動不定，到底相關權證的價格轉變能否將之完全反映出來，還是出現升跌幅度不足的情況？實情是，即使兩隻條款完全相同，掛鈎正股一樣的權證，「有效槓桿比率」十分相近，但對正股上升的反應卻相距甚遠，這便可能關乎莊家的報價表現。例如，假設發行人維持較闊的買賣差價，最終以買價或賣價收市，對輪價的表現已有很大的差距。

隨着莊家制的實行，發行人提供流通量的透明度大幅提高，投資者要觀察他們的報價表現，確實較以往容易。而報價表現的重要指標之一，是權證價格能否跟隨正股價即時更新，即是說，在市況波動時，權證報價會否「慢半拍」，甚至沒有反應。另外，個別權證的買賣差價，有可能是受到正股的買賣差價影響，而變得較闊。（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

雅虎為新任CEO付出鉅額代價

路透社專欄撰稿人
Robert Cyran

熱點透視

雅虎期望覓得一名魔杖一揮就能讓公司起死回生的夢幻執行長(CEO)，為此該公司付出了鉅額代價。在經過數任短命執行長之後，不難想見谷歌大將梅耶爾(Marissa Mayer)從這家光環轉淡的網路搜尋公司拿到肥約的原因。但J.C. Penney聘用蘋果前高管的經驗顯示，沒有什麼事是一蹴而就的。

梅耶爾和雅虎打的算盤昭然若揭。梅耶爾原是第20位加入谷歌的員工，主管谷歌多個重要業務，本來就是塊執行長的料子。但在谷歌，執行長這條路已被該公司共同創辦人佩吉(Larry Page)給堵死。如今她有機會擔任執行長，在全球第四大網路業者留下足跡。現年37歲的梅耶爾年紀很輕，雅虎則是積重難返，若梅耶爾未能妙手回春，她肯定還有很多機遇。

期能立馬妙手回春

儘管她可以獅子大開口，但這份工作的風險也不容小覷。一名功成名就的高管，擁有馬上能派上用場的經驗及在矽谷的聲望，雅虎想必會願意付出高價禮聘。此外，梅耶爾得要在這家公司五年時間，才能夠全數拿到聘僱合約中的所有福利。

梅耶爾的到任可望激發雅虎的新希望。若她證明自己是個足堪勝任的領導人，則公司股價鹹魚翻身所帶來的利益將使她的薪資看來相形見绌。根據Bernstein Research數據，雅虎目前股價較整體集團淨值折價30%。若梅耶爾的信譽及管理能力的夠彌合股價與淨值間的差距，則股東們可望從中取得超過70億美元的



■雅虎期望覓得讓公司起死回生的夢幻執行長(CEO)，為此該公司付出了鉅額代價。美聯社

利益。

不過這並非易事，因雅虎過去幾年來市佔率不斷流失，也失去了創新的優勢。

從另外一個產業來看，J.C. Penney執行長Ron Johnson就任初期的困境可為借鏡。這家過氣的百貨公司業者於去年底招來了蘋果的零售業務好手，聘僱合約總值達5,300萬美元。

引進新血的行動激勵J.C. Penney股價在消息曝光當天暴漲17%。但之後卻跌掉了40%。Johnson決定縮減折扣並重新設計店面，導致該公司營收下滑，且蒙受鉅額虧損。

Johnson所提出的藥方最終或能治癒J.C. Penney的沉痾。但雅虎該學到的教訓是，明星執行長並非萬靈丹，尤其是難在短期內見到神效。