

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

危機雖未明顯改善 資金重投歐元區

歐盟峰會結束，惟除探討建立銀行業監管機制外，未有就西班牙及希臘問題作深入討論，峰會結果並無新意。不過，觀乎近日歐元區南方國家的國債債息水平，即使峰會對西班牙及希臘等問題未有太大進展，市場對歐元區的信心已明顯增強。

歐洲領袖在剛結束的峰會上，就歐元區銀行監管的問題上達成共識，各國元首同意2013年初起成立單一銀行業監管框架，歐元區內銀行監管將由歐央行接手，計劃將分階段實行，到2014年初，歐元區6,000家銀行全部將受歐央行監管。

實行單一銀行業監管後，歐央行將可動用歐洲穩定機制（ESM）直接向區內出現財困的銀行注資，而西班牙政府便有望將歐盟援助該國銀行業的千億歐元援助，不計入該國的資產負債表上，進一步減輕西班牙政府之負擔。

不過，德國對此仍然有所保留；德國總理默克爾表示，不會讓歐洲穩定機制追

接管成員國過去的債務，如過去用於援助西班牙銀行的千億歐元資金，就算要直接注資問題銀行，亦只會適用於後來者。同時歐元區也必須設立一個基金，讓各銀行貢獻資金，反映德國希望減低該國的投入資金，以保障德國利益同時，亦為默克爾下年大選鋪路。

除德國繼續成為絆腳石外，面對西班牙當下的情況，要等待銀行監管機構全面運作，歐洲穩定機制才能直接向銀行注資，可能會為時已晚；目前西班牙經濟正面臨二次衰退，全國失業率接近25%，青年失業率更逾五成。

面對緊縮政策的威脅，國內再次醞釀大罷工，一旦罷工示威等浪潮持續，這將會對目前西班牙脆弱的經濟雪上加霜，加上西班牙銀行業持續的巨額虧損，西班牙政府及西班牙銀行業未能等及歐央行及歐洲穩定機制，債務已增加不少。

此外，西班牙國內亦繼續有自治區向中央政府要求援助，近日巴利亞利群島和阿斯圖里亞斯自治區亦先後向西班牙中央政府求援，援助金額達6.17億歐元，令求援地區增至8個，令外界擔心西班牙原先設立，用以協助地方債務的180億歐元救助基金可能不夠用。

可見，西班牙的情況依然嚴峻，但西班牙國債債息卻持續回落，10年期債息近日更回落至7個月低位，而西班牙9月份拍賣的國債中更有多達25%由外資吸納，至於同為歐債危機重災區的希臘，其10年期國債債息更跌至14個月低位，足見市場對歐債危機之憂慮已大大減低。



事實上，在歐央行宣布無限買債計劃後，早已為市場注入強心針，即使南方國家債務情況仍未顯著改善，進度緩慢，但在歐央行這強力後盾支持下，投資者逐漸拋開歐債危機的陰影，開始重投歐元資產的懷抱。

■儘管歐盟峰會對西班牙及希臘等問題未有太大進展，但市場對歐元區的信心已明顯增強。圖為歐洲央行總部大樓和歐元標誌。新華社

歐盟強迫南歐緊縮戰略成疑

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶瑛

當歐洲央行在7月底宣佈，將「盡一切努力」防止所謂的「重新計價風險」（即一些國家可能被迫放棄歐元、重新使用本國貨幣）時，西班牙及意大利主權債務收益率馬上出現了下跌。歐洲央行委員會主席在9月初的發言再一次支持歐洲央行的立場，進一步穩定了市場情緒。

上月，德國憲法法院通過歐洲穩定性機制（ESM）的合法性後，整個歐洲和美國金融市場都出現了大反彈。我們興奮之餘，亦應留意西班牙和意大利政府債券收益率已經開始回升，並審慎觀望市場投資氣氛。

德拉吉的強硬聲明實在令人鼓舞。「直接貨幣交易（OMT）」計劃要求財政當局、銀行聯盟更加一體化和某種形式的債務共同化。歐盟在達成更一體化的歐元區制度框架方面取得了一定進展。愈來愈多人接受銀行聯盟的必要性，在ESM之外，歐洲預算資金也有所增加，並可以根據政策和預先確定的條件使用。歐洲央行所支持的ESM可以成為歐洲版的IMF，而歐洲預算的新資金可以在歐洲投資銀行的支持下成為歐洲版的FDIC。種種方案都需要一定的時間才看到成效，但至少已經開始向正確方向前進。

現時歐盟主流戰略仍是強迫南歐國家進行內部貶值，措施旨在引導工資和價格大通縮的緊縮政策。某些內部貶值目標已經實現，但造成了大規模的經濟和社會混亂。事實上，希臘和西班牙的通縮循環正在拖累生產力快速下降，致使進一步的減支和增稅並不能拉低預算赤字和公債佔GDP的比重。結果，市場開始重新評估GDP，考慮貨幣重新計價的可能性，導致兩國看上去不能

留在歐元區內。這一切都發生在南歐，大部分北歐國家仍存在經常項目盈餘。德國的盈餘高達2,160億美元，已經超過了中國，以絕對值衡量，為世界之最。在加上奧地利、荷蘭和未加入歐元區的北歐國家，如：瑞士、瑞典、丹麥和挪威，北歐國家去年經常項目盈餘總量為5,110億美元。這一數字比中國任何一年的盈餘都要大，也更可怕，因為這是犧牲歐洲其他國家和世界經濟的淨需求得來的。

成效取決於改革劑量是否合理

讓南歐實施過度財政緊縮，同時又通過限制北歐有效需求，而束縛了它們的出口，這就好比是一邊給病人過度用藥，一邊拔掉病人的氧氣管。南歐所急需的結構性改革是否可以取得政治和經濟上的成功，取決於改革劑量是否合理以及預算藥方是否及時、外部需求是否堅挺，尤其來自新興市場。

北歐國家指出，增加工資、振興內需會削弱它們的競爭力、影響貿易盈餘。這純屬無稽之談。盈餘國理應在實現全球和地區再平衡方面做出比赤字國更大的貢獻。每當論及中國過度盈餘問題時，這一論點一再被誇大；但在牽涉北歐國家時，它又被刻意忽略了。



■西班牙失業大軍達560萬人，大批民眾到求職中心碰運氣。路透社

內地經濟企穩 周期性行業抬頭

大成基金

基金視點

中國9月多項經濟數據陸續出爐，大成基金表示，總體看9月份數據較8月份明顯好轉，經濟復甦綠芽乍現。鑒於經濟短期企穩的概率加大，風險溢價上升，可適當加大周期品行業的配置。

9月工業增加值同比增長9.2%，環比反彈大幅超出市場預期，從而引導三季度GDP同比增長7.4%，小幅高於市場7.3%的平均預測。從GDP三大產業增速看，第三產業仍顯著高於第一、二產業，顯示經濟依然處在持續轉型階段。

市場資金緊張狀況得到緩解

9月份經濟呈現出投資、消費、出口全面快速恢復的跡象，投資主要受益於基建投資環比大幅增長，更多來源於社會融資總量中的信託融資對於政府融資平台的支持，一定程度緩解了基建投資的資金緊張狀況；出口受益於8月份天氣原因導致的推遲和長假導致的10月份出貨量提前，同比、環比均出現大幅回升。

展望未來，一方面，社會融資總量的快速增長彌補了銀行信貸收縮帶來的壓力；另一方面，基建投資環比大幅提高也加強了經濟反彈預期，配合開工旺季後的補庫存概率加大，經濟在四季度階段性企穩的概率有所提升。但是從各領域的數據看，雖然鋼鐵、水泥等原材料行業價格回暖，但工程機械、民營行業需求依然偏弱，基建投資大幅增長的持續性有待觀察；黃金周消費數據低於預期；以及10月上半月的港口數據顯著低

於節前，經濟周期是否完全擺脫下跌趨勢仍有待於進一步確認。

至於政策層面，CPI下跌主要來源於食品價格的快速回落，非食品項中與人力成本有關的家庭維修與服務項仍維持較高增長，另一方面，歐美新一輪量化寬鬆政策帶來的大宗商品價格回升，PPI和購進價格指數也隨之環比回升，通脹壓力依然存在，因此預計貨幣政策放鬆空間較小，公開市場操作和降準的可能性大於降息。財政政策方面，從發改委項目統計看，基建項目儲備不成問題，但是9月份突然發力有短期維穩因素，其持續性有待於資金面的持續改善。

基建投資相關板塊值得關注

基於以上對宏觀經濟及政策預期的判斷，我們認為，投資者可適當加大周期行業的配置，尤其是與基建投資相關、產品價格彈性較大的水泥和機械行業值得關注，另一方面，第三產業的增速持續保持高增長，新興產業與服務業相關行業值得長期關注。



■圖為內地大型基建地盤工地。資料圖片

限制房企利潤10%恐難操作

時富金融策略師
黎智凱

陝西省住房和城鄉建設廳會同省物價局日前聯合發文，要求各地分區域測算住房項目成本，在此成本基礎上，合理利潤率控制在10%左右，並將各區域住房銷售價格區間在媒體上公佈，同時在物價部門的備案價格應在公佈的價格區間範圍內。超出價格區間的商品房將無法在價格主管部門備案，也無法取得預售證。目的在於防止房價反彈，引導剛需人群理性購房。

新政政治意義大於實質

對此樓市新政，筆者認為其目的只是減少民眾對高房價的抱怨，政治意義遠大於實質意義。最終的結果，卻很有可能是對整個房地產業的發展產生負面影響。

目前中國房價主要由政府稅費、建築材料成本、財務成本、人工成本、房企利潤等部分構成，其中政府稅費佔比最大。在中國，房企建房只能從地方政府手中拿地。目前土地招標採取「價高者得」的制度，這樣一來就從成本上推高了房價，賣地收入也成為地方政府的重要收入來源。

稅費高也是中國房價高的主要原因。中共中央黨校周天勇教授曾經說：「目前中國的房價裡70%是政府稅費。」筆者覺得，陝西地方政府如果真想防止房

價反彈，最好的也是最切實可行的辦法就是大幅降低稅費。

界定房企利潤率10%，恐難操作。一個房地產項目的開發，尤其是大體量樓盤需要一個較為長期的過程，期間人力成本、物料成本都處於一個變動的過程，很難預測。陝西方面要求各城市分區域測算住房項目成本，包括土地成本、開發成本、管理費用、銷售費用、財務費用和銷售稅金等，其中涉及開發環節的成本由誰來確定？筆者認為，由於政府部門並不完全掌握部分開發費用，所以此舉很容易讓開發商自說自話，導致開發商的利潤並不能被有效限制。

最終可能出現房屋質量問題

強制房企獲利極有可能帶來負面效應。筆者認為，一旦房地產利潤被政府強制，最可能出現的情況，是偷工減料，惡意減少成本支出，最終出現房屋質量的問題。而優質房企亦不會參與開發及管理。另外如果房企的利潤受到政府的嚴重擠壓，會虧損嚴重，可能導致破產或倒閉。一旦房企倒下，銀行呆壞帳會急升，最終威脅到整個經濟體系的安全。

筆者認為如果政府當真想遏止房價反彈，與其限制房企利潤，倒不如開拓稅源，避免地方政府財政收入依賴房產買賣，並減少審批環節，節省開發商行政成本，並着重長線規劃土地資源開發，減少對市場的干預。

如何將澳門發展成世界旅遊休閒中心？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

根據澳門警察局公布，今年十一黃金周的八天內共有105萬人次旅客入境，較去年同期增加7%，但餐飲及零售市道則下滑，奢侈品、餐飲、部分品牌零售均錄得負增長，手信及日用品則微升。可以預料，內地經濟遇冷對奢侈品銷情影響明顯，聖誕及新年市道亦不樂觀，2012年營業額最好只能持平。

回顧過去十年，澳門這個小型經濟體是頗為單一的，是過分依賴博彩業和旅遊業；每當外圍尤以內地經濟轉好時，濠江經濟影響非常明顯。有見及此，2011年3月中旬發佈的國家「十二五」規劃綱要，明確表示「支持澳門建設世界旅遊休閒中心」，並「推進橫琴新區建設、促進經濟適度多元發展」，這段表述表明中共政府將橫琴新區建設與澳門建設世界旅遊休閒中心和經濟多元發展相提並論，達到互補雙贏的局面！

「世界旅遊休閒中心」應包括下列指標要求如具有世界知名度、具有特色旅遊元素、通達的交通和安全環境、優質的旅遊服務水平以及廣為世界各地遊客選擇的目的地等等。本文試分析澳門旅遊發展現況還有何不足，並且提出解決方法，企業家從中可以找到商機。

據統計局數據，訪澳遊客從2000年的916萬人次升至2011年的2,800萬，12年內翻了兩倍，其中內地與港台遊客共2,495萬，佔上總數約89%，說明國外和亞洲旅客的遠程遊客只屬少數，這與應吸引世界各地旅客明顯仍有很大落差。再者，訪澳旅客的留宿平均逗留時間正在下降中，從2010年1.7日、2011年1.46日至2012年首四個月1.41日，情況令人憂心，因為以第二季旅客總消費(不包括博彩消費)計，114億中留宿旅客已佔93億，即旅客總消費額是視乎他們留宿長短日數。

須支援空運企業持續發展

過往幾年，澳門已再沒有開發新型景點，而現存景點並不太豐富，除了賭客會花上較長時間停留外，大部分遊客都選擇珠海為度假休閒地，取其低廉的消費市場和優美的自然環境。可喜的一些先行的企業家如賭王三太宣布斥資50億重建「漁人碼頭」成為新型旅遊綜合體包括一個國家級恐龍化工展覽館、30個上泊位的遊艇俱樂部、大型會議中心、以及兩間不同文化特色的酒店。

澳門政府應以優惠政策如便宜地價和稅務減免去吸引更多非賭博企業家投資休閒項目，並通過中央政府影響廣東省/珠海政府提供足夠橫琴土地配合。作為中西文化的結合點，澳門特色景點其實對亞洲和回教國家旅客頗具吸引力，如中東

回教國家、印度、印尼、馬來西亞等等，這可以拉闊旅客來源地，減少地區性經濟衰退帶來負面影響。

每逢悠長假期和大小節日，旅客會發現澳門公共交通非常堵塞，源自澳門地少人多，道路系統陳舊，道路使用者全部踏上幾條澳門的主要大道令交通情形幾乎癱瘓！現在進入濠江主要依賴客運船到外港/氹仔碼頭及陸路經拱北關，而利用空運旅客非常少數，形成澳門旅客來源以短程大宗。如果政府想長遠地吸引長程客光臨，必須支援空運企業持續發展，提高飛機場接待力量去吸引更多國際航線出入。

重點推介地區包括亞洲其他國家、歐洲地區(非葡萄牙)、北美洲城市及俄羅斯遠東及歐洲地區主要城市等。預料當澳門輕便鐵路於2014/15年營運後，三條幹線的二十一車站的無人高速列車系統將會每小時接載超過萬人次旅客，這會有效地改善澳門內陸交通情況。今天，廣珠高速列車正全速試車，珠海拱北站已進入最後階段，預計明年春節前廣珠列車可以直達拱北市區，將大大吸引廣州以至鐵路沿線縣市進入珠海/澳門地區消費。

優質的旅遊接待服務對「世界旅遊休閒中心」建設至為重要。根據統計局最新就業調查結果顯示，今年5-7月失業率回落至2%的歷史最低水平，可稱澳門進入全民就業局面。在勞動人口34萬當中，酒店/飲食/零售業就業人口逐年增加，但製造業人口則在減少中。可以投身酒店/飲食/零售業人口主要是年輕一代，因為具備較高學歷和語言能力，但製造業人口面對轉職困難。

力拓「非博彩」旅遊活動

從總體就業人口和工作崗位數目去比較，可以容易發覺澳門出現崗位多人人口少情形，尤其是中高層職位的。今天，澳門中高層職位人員主要來自香港和亞洲其他國家，而少量高層人員則以歐洲/美國總部調派來，如果旅遊相關企業需要持續發展，則必須訂立本土培訓計劃，這有賴澳門政府、澳門各大學院和企業攜手推進。

其實為了推進澳門旅遊業的持續發展，廣東省政府與澳門特區政府共同訂定《珠三角發展規劃綱要》和《粵澳合作框架協議》，澳門旅遊業於區域範圍內尋找更大合作空間，例如「一程多站」聯線旅遊、粵西部沿線的郵輪旅遊、粵港澳遊艇自由行、澳門/珠海海岸旅遊線等等。

長遠未來，澳門特區政府應着力發展「非博彩」旅遊活動，例如會展活動、宗教活動和海上旅遊活動。既然早於1576年西方教會已於這裡建立教區，利馬竇、范禮安等著名宣教士以此地為推動傳教，開展濠江為「東方聖城」是別具意義的。