

# 經濟與股市形成良性循環

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

上周有多項重要消息公布，歐美中公布多項7月份之經濟數據，歐央行、英倫銀行及聯儲局亦舉行了議事會議，而整體上消息偏向正面，數據顯示多國經濟情況有所改善。而三地央行亦維持繼續採取寬鬆貨幣政策之取態，風險資產上周亦普遍揚升。

美國經濟正穩步復甦，就業市場及製造業景氣均繼續改善；上周新申領失業救濟人數跌至5年新低，7月份的製造業ISM數據亦升至兩年新高，至於美國第二季度GDP增長則為預期的1.7%。雖然7月份的美非農就業職位增長為預期的16.2萬份，但仍與一年的平均增長相若，失業率更跌至2008年12月以來之最低7.4%，可見美國就業市場復甦步伐未見減慢。

至於歐洲方面，其就業市場以及製造業情況亦有改善跡象。儘管歐元區6月份失業率維持在12.1%高位，但與5月份比較，待業人數已減少2.4萬人，反映了近期歐元區經濟趨於穩定的徵兆。至於歐元區7月Markit製造業採購經理人指數更升至50.3的兩年高位，高過6月的48.8，為2011年6月以來首次處於50的擴張收縮分界

線以上。

中國方面，雖然再次出現官方數據與私人數據背馳的情況；由匯豐編制的7月份製造業採購經理人指數下跌至47.7的11個月低位，而官方製造業採購經理人指數則從50.1上升至50.3的水平，但兩個數據一升一跌，總比兩個數據一同下跌為佳。而相信在中央近期接連發出保底之措詞下，內地經濟應不會再顯著惡化，有望穩定下來。

整體而言，環球主要三大經濟體之經濟得以回穩，並有改變跡象，當中尤其以美國前景最佳，歐洲次之，中國前景則較多不明朗因素，這景象亦於三大股市中大致反映出來；美股續創新高，歐洲股市逼近歷史高位而中

國股市則維持低位運行。

話說回頭，股市反映投資者對未來之預期，因此，雖然歐美經濟持續改善，但增長動力仍是十分脆弱，經濟仍未能擺脫對寬鬆貨幣政策之依賴。上周歐央行及聯儲局舉行議事會議後，亦有着相若之取態，維護寬鬆措施；聯儲局在議事會議後，未有對未來利率指引作出修正，並提到若通脹長期保持在2%以下，將可能對經濟構成威脅，對寬鬆政策的取態維持與7月初時相若，保持適度偏軟的取態。

至於歐央行行長德拉吉亦表示，低息政策會延續一段時間，預料息口會維持現有水平，甚至進一步減息，最快明年才會考慮加息。寬鬆貨幣政策得以持續，短期內未有出現太大變化，經濟亦逐步改善，市場信心得以從六月份的波動中恢復過來，有利風險資產上揚，而股市上升亦會反過來增強市民消費意慾，支撐經濟增長並形成良性循環。



■美股造好，交易員拍掌慶祝。 法新社

## 數據好壞參差 金融市場波動

太平金控、太平証券(香港)研究部主管  
陳羨明

美國7月非農就業數據遜預期，但市場寄望美聯儲押後退市，美股道指和標普500指數再創歷史新高。聯儲局主席伯南克致力落實退市，但聯儲局對經濟的預期如我們所料過於樂觀，美國經濟僅呈弱復甦，退市時間與步伐料將拖慢，從而影響金融市場的走勢。

美國近期公佈的數據顯示經濟呈弱復甦。二季度經濟超預期：實際GDP初值環比增長1.7%，高於市場預期的1.0%，也高於一季度下調後的1.1%。主要受到非住宅投資的拉動，例如消費、企業投資和住宅投資及補庫存等。此外，進出口也有明顯增長。而且，房價、股市上漲帶動的財富效應抵銷了自動減薪的拖累，房地產依然是投資增長的火車頭，但消費和企業投資等的復甦表明經濟的內生動力充足。

然而，儘管二季度GDP遠超市場預期，但是一季度的經濟增長由原來1.8%被大幅向下修訂至1.1%，基數下降造就增長加快的現象。從整個上半年來看，1.4%的增長速度依舊偏低。而且從二季的數字可看到，消費貢獻在下降。個人消費支出對GDP的貢獻從1.54個百分點降至1.22個百分點。加上在聯邦政府全面削減預算，以及外圍經濟仍然疲軟的情況下，預計美國二季度GDP初值可能被下調。

此外，雖然美國上周公佈的失業率資料高於預期，但

是非農就業和勞動參與指標則疲軟。失業率水準由前值的7.6%下降至7.4%，但勞動參與率小幅下降0.1個百分點，顯示由於喪失信心而暫時退出尋找就業職位的人數在增加。美國勞工部公佈7月非農就業資料，非農就業增長16.2萬人，低於市場預期增長18.5萬人。

事實上，美聯儲公佈7月議事會議紀要，維持QE3購買規模不變，聲明中美聯儲對經濟和就業市場的判斷進一步改善，也承認經濟下行風險下降。但聲明中有三點值得關注：1、形容經濟增長的用詞由「溫和」變為「緩慢」；2、關注利率上漲對房地產復甦的影響；3、強調過低通脹對經濟的拖累作用，但也表示隨着經濟的改善，通脹率中期會回升。

### 伯南克言論舒緩「收水」憂慮

可見，美國公佈的數據仍然好壞參差，加上伯南克傳遞出的鴿派傾向以打壓市場緊縮預期和市場利率的過快攀升，有助於緩和市場對於QE退出導致流動性收緊的擔憂，對內使得資金再度回流美債，國債收益率有下行趨勢，股市上揚。

更進一步看，美聯儲對通脹風險的表態及退出QE晚於預期，對全球金融市場產生一定的影響：全球流動性預期短暫好轉，新興市場資金外流得到緩解；QE退出預期的外溢效應減弱，有利減緩日歐等國和地區的寬壓力；美元預期將延續上月初以來的弱勢，日圓歐元趨向繼續回升；避險情緒緩解，原油等風險資產價格回升。

## 剖析窩輪表現較遜色原因

中銀國際證券股票衍生品部執行董事  
雷裕武

筆者間中收到投資者來電，查詢為何部分窩輪不「跟跳」，即其價格表現看似落後相關資產走勢。筆者以往在本欄已探討過部分原因，事實上，釐訂窩輪產品的價格，並非單憑掛鈎資產的表現，其他因素如引伸波幅的變化、時間耗損等，往往也舉足輕重，影響窩輪價格表現，特別是一些年期較短的條款，由於時間值流逝速度一般會越來越急，不論正股表現如何，末日輪持有人也要付出成本，換取較高槓桿，最終令窩輪表現看始較為失色，即使看方向也要承受負面影響，最終或會得不償失。

倘若波幅未有明顯改變，而所揀選的也并非接近到期的末日輪，到底還有甚麼原因令窩輪表現看似不「跟跳」？原來窩輪買賣差價的高低，也值得投資者留意。

投資者一般會以窩輪上個交易日的最後價格 (last price) 作為比較窩輪表現的基礎，例如窩輪上日的最後價格為0.1元，現價為0.12元，升幅便有20%。由於最後價格可以是買入價，或是賣出價，一旦窩輪買賣差價相對較闊，升幅或許未能真正反映該輪的實際表現。

舉例來說，某窩輪上日的最後買入和賣出價分別為0.1元和0.104元，而最終以0.104元收市，也為其最後價格。假設今早正股反彈，帶動窩輪價格造好，在買賣差價維持不變下，其買入和賣出價分別升上0.108和0.112元，由於窩輪表

現是以上日的最後價格 (0.104元) 為基礎計算，升幅僅3.8%，表現看似較為遜色，然而，倘若同樣以買入價 (即上日和目前的數值) 計算，升幅其實達8% (即0.1元-0.108元)，此算法可撇除買賣差價的因素，其參考價值也相對較高。

當然，投資者從一般財經網站，只能看到窩輪上日的最後價格，而非買入價，如想知道個別窩輪上日的最後買入和賣出價，可向相關發行人查詢，作為參考。

其實，要知道窩輪和掛鈎資產價格跳動的相互關係，投資者一般可透過窩輪的實際槓桿比率及對沖值略知一二，至於買賣恒指輪的投資者，普遍希望知道相關指數需要跳動多少點，才可以推動窩輪理論價格跳動一個價位，其實他們可簡單參考以下數學公式：最低買賣差價 × 換股比率 / 對沖值。

舉例來說，一隻輕微價外的恒指認購輪的對沖值為0.44，而換股比率為7,000兌1。由於其價格低於0.25元，最低買賣差價為0.001元。倘若我們把數據代入以上公式，0.001 × 7,000 / 0.44 = 16，我們得知每當期指跳動約16點，在其他因素不變下，該認購輪的理論價格跳動一格 (即0.001港元)。倘若其價格高於0.25元，最低買賣差價便會升至0.005元，根據同一公式，期指需要跳動約80點，才令該認購輪的理論價格跳動一格 (即0.005港元)，由於波動性大幅降低，未必受到即市買賣的投資者垂青。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)

## 客戶關係管理知易行難

筆克主席  
謝松發

眾所周知，擁有長期客戶班底是商業優勢，然而市場策略往往看重贏取新客及打敗對手的推廣及促銷，而忽略了長期客戶對一個品牌的重要性。其實，長期客戶的資料及關係是寶貴的資產，直接反映一個營運模式是否成功。

據一般營銷理論的統計：成功銷售予新客的機會率大約是百分之五至二十，但向現有客戶銷售的成功率則達六至七成。值得注意的是新客的銷售成本遠比現有客戶的成本高出六倍，故現有客源不單賺錢也可省錢。

長期客戶是品牌成功的指標，代表品牌的可靠性。在未建立品牌之前，首要排除一些品牌災難，就以我們切身的生活體驗為例：銀行及櫃員機的長龍、航班延誤和資訊混亂、查詢及投訴的電話輪候等等，如若上述任何一家大機構率先改善上述情況，相信很快會獲得讚賞。各大品牌耗盡心思創造來年宣傳廣告重點，但卻忽略客戶的期望，這並非生意人的那杯茶，既浪費金錢時間，更不會奏效。福布斯有調查指七成長期客戶只因為一次不快經歷即可終止長期客戶關係。

至於如何維持客戶關係呢？歸根究底，就是「將顧客放

首位」。說來容易，有時品牌及產品會沉醉於一時的口碑及知名度而孤芳自賞，過份着重口號及美感，忘記了客戶的需要才是最重要。今時今日，隨着流動網絡媒體的普及化，品牌體驗及感染力日漸受到重視，成功的品牌不會只着重品牌形象及廣告宣傳，更着重客戶關係，達至「以客為先」；拓展客戶關係不限於只處理投訴，品牌紛紛引入客戶關係管理系統(CRM)，有效地把客戶資料存檔、管理、分析和運用，此舉有助品牌營運、銷售，以及了解客戶需要等相關客戶服務工作。

隨着社交媒體的普及，CRM已發展到可監察社交媒體有關品牌及產品的意見及聲音。雖說科技帶來方便，但說到關係仍是以人為本，而且是長期奮鬥的過程。首先，溝通是基本步，保持聯絡，聆聽客戶的意見，將他們的需要放在首位，甚至在銷售後仍要維持關係。其次，將客戶的需要化為品牌所提供的服務，並在客戶提出之先預先準備，這有助提升客戶經驗的滿足感，並為客戶留下深刻的印象。第三，由已接受專門訓練並充滿熱誠的前線團隊提供這類服務，讓他們了解客戶的期望及反應，隨後參與如何改進服務流程及質素的討論及工作坊，這樣便可以貫徹執行任何有效的措施。理念與行動一致，目標與成效相關，繼而大大提高成功機會。總括而言，維持長期客戶關係是藝術也是科學，知易行難。

## 美日股市前景仍然樂觀

AMTD尚來財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶瑛

標準普爾500指數於上周五(8月2日)升穿1,700點，再突破新高，年初至今上漲20%。港股則受到中國製造業和政策性經濟表現低迷拖累，年初至今表現仍下跌2%。美國第二季國內生產總值修正後按季成長1.7%，優於市場預期，這些數據支持了美國經濟復甦的觀點。亞太區股市在聯邦公開市場委員會會議前表現平靜，市場皆對美聯儲擴張性貨幣政策的立場均態度一致，即繼續保持購買現有的債券規模及利率不變。

從央行立場分析，美聯儲即使在今年年終才開始放緩買債規模，也將不會在短期內加息。資產購買計劃執行多年，對實體經濟沒有重大影響；而由於美聯儲保證息率維持在低水平，即使放慢買債速度對市場的影響應不會太大。

### 歐元區整體經濟並未惡化

另外，其他主要國家的央行均對寬鬆政策的立場一致，顯示各國對支持環球經濟復甦的態度相當正面。日本央行自4月至今維持超寬鬆貨幣政策，令日本的經濟明顯好轉。然而，美聯儲何時實現減少買債仍然是維持觀望態度。因此，6月份的退市言論令股市下挫，相信也只是一個混亂中的意外。

市場負面消息方面，歐債危機、中國經濟放緩、美國經濟及失業問題等等利淡消息已在市場醞釀了一段時間。歐債危機深化時的製造業採購經理人指數處於收縮區域，7月份該指數已大幅回升至50.3。事實上，歐元區整體經濟並沒有惡化，但也沒有明顯的好轉。例如普遍歐洲年輕人失業問題嚴重，西班牙約有50%的年輕人失業及歐元區6月份失業率仍維持高企於12.1%。然而，歐洲今年應能夠平安過渡，因為相信今年並沒有太多刺激市場大幅下挫的新消息。

國家經濟健康狀況方面，美國相較其他國家的經濟較為健康，而勞工市場亦有所改善，住房市場的復甦速度也加快；寬鬆貨幣政策使日本第一季國內生產總值增長至以年率計4.1%、失業率降至4.1%、日經上半年上漲50%。但日圓已從1美元兌103日圓的水平回落，顯示消費者物價指數上升。

總括而言，我們對美國和日本市場仍然保持樂觀。美股應可帶領港股再次上漲，然而，市場仍然存在波動的風險。股市價格上漲，債券收益率上漲，兩者正面的關係是恆久定律，可是股市價格和債券收益率的關係走勢在今年下半年出現分化。一般風險屬性比較進取的投資者會選擇投資於股票，同時也會投資於債券，以分散投資股票的風險。目前退市言論的風險已淡化，但若此言論在不久後捲土重來，投資者應準備尋找其他對抗風險的策略了。

## 前海地價還會再升嗎？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

7月27日深圳前海開發區二單元區首幅商業用地以「價位最高」方式成功賣出，市場預期樓面地價可達每平方米3萬元(人民幣，下同)，但卓越置業分別以51.9億元(16,200元/平方米)和71.8億元(15,950元/平方米)奪得，成交價比官方底價分別溢價達48%和53%，這算理想嗎？日後同區再賣地還會再升嗎？對將於8月16日開標的第二單元區第三塊土地有何指標作用呢？

在前瞻地價未來走勢前，筆者先分析今次賣地情形。如果扣除建成辦公樓無償交出部分樓面，樓面地價已達19,950元/平方米，再加上前海管理局指定最低每平方米投資額為15,000元/平方米，則成本價已高見35,000元/平方米；再加上起碼三成利潤，最後售價最低是約45,000元/平方米，這其實與蛇口/南山甲級辦公室售價相若。經過筆者較仔細分析，這兩塊地皮售價是符合現有水平，只不過是市場預測價位過份樂觀而已。

翻查今次入標者，不難發現包括卓越置業、綠地控股、新世界/萬科、華潤置地、世茂房地產、金融街控股及金地/香江/佳兆業深圳，前四間公司分別每塊地皮都入標，而後三間只對較大地皮感興趣。他們競標價只有百二位非常接近，其他的相差頗遠，尤其以較大的更甚，相差約28%，這反映百二位抱有「志在必得」的心態，但其他則希望「撿便宜貨」的態度。開發商的背景主要來自內地實力分子，尤以由深圳起家的為最大宗，還有幾間是跨省的大型企業及全國性房地產開發商，但只有一間香港上市的發展商，其餘預報會下手的幾所香港大型開發企業最後沒有行動。

其實不難推想，這些未有下標的企業下次積極入標，因為今次開標已為市場定下指標。未來8月中開標的地塊是屬同一單元，土地用途是商業辦公用地，土地面積6.18萬平方米，建築面積50.3萬平方米，競標底價67.2億元，折合每平方米1.33萬元。競標資格要求頗嚴厲，包括是香港上市企業；於6月24日市值不低於400億港元；2012年收入不低於200億元；與不少於3家境外世界500強金

融機構或其控股一級子公司簽署入駐前海的合作意向及50%辦公物業面積自用並十年內不得轉讓。

從詳細條文中可以理解為前海管理局是希望吸引香港上市的中大型企業入標，並不局限於傳統房地產開發商，更加合適那些中外港資上市企業想將總部遷入前海的，或者開發商與使用企業草擬佔用意向書後再以開發商公司名義入標，既可引資，也可成為日後「總部經濟」的推手者。雖然這塊地有多項限制，但相信中標價不會太低，保守地估計會有底價上浮20%的空間而成為深圳新一代的地王了。

### 三大地主動向左右後市

讀者可能更加關心的是前海地價的長遠前景，是否持續看升還是停滯不前呢？其實這個答案是看其他前海三大地主的動向，他們分別是招商局集團(約400萬平方米)，中集(約52萬平方米)及深圳國際(約38萬平方米)。他們進入該地最早，地價成本便宜，他們與前海管理局談判開發的補償金、土地用途分配比例、時間表將直接左右整區地價的走勢。

在商家角度看來，進入前海辦企業仍然處於探索階段，如何辦手續合法地落地？如何合法聘用香港/內地僱員，其比例如何？何種專業/顧問公司可以成功引用CEPA條文開業，並且可以經營範圍是什麼？公司最後實交企業稅和其他稅項如何合算呢？這一系列問題必須完滿解決才可以吸引辦公室用家進駐，這樣才可以成功地培養出成熟的二手租賃市場！請大家不要小看前海辦公室的供應量，單單是第二單元的第三幅地皮完成的辦公室面積總和已等於現在中環甲級寫字樓的總存量，這個區域完成開發後將是中環的幾十倍大，如何去繼續吸納是個長久的重要問題！

乘着中央的優惠政策，前海的未來發展是可以憧憬的，但如果使她持續壯大而又能跟香港分工合作呢？這實是港深政府要攜手處理的迫切問題了！在香港正在鬧地荒的局面，前海可否成功地成為中港外資總部的土儲區，如橫琴與澳門一樣，大家應密切期待！

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。