

各地區經濟續好轉 形成良性循環

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

過去一周，市場受敘利亞事件所主導，資產價格再次出現大升大跌的情況，特別是對中東局勢敏感的油價，以及並視作避險商品黃金。然而，隨著英國國會否決出兵議案，加上美國奧巴馬表示並不會採取大規模軍事行動，市場對敘利亞爆發大規模戰爭的憂慮急速緩和，相關商品價格快速回復到憂慮未起之時。

上周亦提過，敘利亞原油產量不多，市場所憂慮的並非敘利亞爆發戰爭對當地原油供應之影響，而是內戰或會引發中東國家各派系之外的鬥爭，危害其他中東國家之穩定性，繼而波及其他產油國。因此，假如歐美國家對敘利亞並非作出大規模干預，中東其他國家得以維持穩定局勢，油價供應便不會受太大影響。

有見及此，相信市場焦點將會從敘利亞問題上移開，轉回關注環球各國整體經濟情況。事實上，從最近之經濟數據看，不論歐洲、美國、日本及中國經濟均呈現一面倒向好之景況。

隨著經濟從債務危機中逐漸回穩，企業對歐元區經濟前景信心持續增強，從歐盟委員會最近公布之數據顯示，歐元區8月份經濟信心指數連升四個月，由7月92.5進一步續升至95.2，遠超市場預期的93.8，創兩年新高。至於在歐元區經濟實力最強的德國，其8月份IFO商業信心指數亦升至107.5的水平，顯示在出口前景改善情況下，德國企業信心顯著回升，加上預期歐央行將會繼續維持低利率環境，有助刺激企業進行投資，增加就業，令歐洲經濟能持續增長。

而9月份德國將會舉行大選，考慮到為爭取選民支持，政黨預期將會以推動經濟作主要政綱，傾向以持續

削減財政支出以解決債務問題的德國，有望將政策方針轉變至重經濟增長，有助德國經濟加增，從而帶令歐元區其他國家之經濟。

至於美國經濟亦持續向好，第二季度美國國內生產總值更被向上大幅修正為2.5%；其中，出口和商業投資被向上修正，預視經濟加速增長的趨勢可延續至下半年。另外，一周首次中領失業人數繼續於低位徘徊，顯示就業市場正穩定改善，預期本日公布之8月份非農數據可望勝預期。

而由於此為聯儲局舉行9月份議息會議前夕最後一份就業數據，假如數據維持強勁，聯儲局於9月開始退市機會便大增，這反過來證明美國經濟前景理想，但對資產市場而言，可能會引發一輪波動。無論如何，歐美經濟轉好乃事實，在歐美經濟回穩的，中國製造業亦回復擴張，中國8月份官方製造



■歐盟委員會最近公布之數據顯示，歐元區8月份經濟信心指數連升四個月。圖為意大利製鞋廠。

業採購經理指數大幅回升至51；而匯豐中國PMI亦首次重返擴張區間。可見環球各地區經濟持續好轉並逐步形成良性循環。

製造業短期去庫存壓力仍大

太平金控，太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

內地新一屆政府以民之所望作為施政方向，圍繞發展經濟、改善民生，以及促進社會公正三大任務，施政至今將近半年，在廉潔、法治建設方面已有所為。在經濟方面，李克強總理拋棄傳統思維定式，堅持穩中有進、穩中有為，採取既利當前、又利長遠的措施，促改革、穩增長初見成效。

國家統計局前天發佈的數據顯示，8月中國製造業採購經理指數(PMI)再超市場預期，指數環比升0.7個百分點，達到51%，並創16個月新高。這也是該數據連續11個月位於50%的臨界點上。加上昨早公布的匯豐PMI亦重返50.1擴張水準，反映內地製造業正逐步回穩。製造業回升態勢強勁，符合8月2日我們在本欄題為「中央『底線』穩增長可期」一文的預判。

在政治局會議和此前的國務院常務會議之後，新政府圍繞著「守住底線」的目標，發布了一系列「穩投資」和「穩消費」的政策，目前表明這些政策已經起到了一定托底經濟、促進轉型的效果。隨着一系列保增長政策的實施，經濟增長回暖的預期逐漸穩定，經濟數據更進一步顯示三季度經濟企穩的跡象日益明確。

可以預見，出口的形勢將有所好轉，投資對經濟的拉動作用將增強。總體來看，出口最差的二季度已經過

去，經濟預期的穩定效應開始顯現。棚戶區改造、中西部鐵路建設和促進出口成為下半年中央經濟刺激工作的主要着力點。上海自貿區的設立遠超市場預期，表明更加長遠的經濟刺激工作將從促改革、再擴大開放的角度推進。

中長期流動性續偏緊

從貨幣政策的配合看，央行繼續採取「鎖長放短」的策略，通過公開市場逆回購釋放短期流動性。公開市場已連續五個月實現淨投放，但中長期利率的持續上升預示着中長期的流動性偏緊。

不過，下半年經濟增長最大的不確定性仍然來自製造業。預計短期內補庫存會繼續進行，從而拉動短期的工業生產及經濟增長。但亦可看到，需求和預期的回暖明顯快於生產的回暖速度，明顯地，去產能的壓力仍然較大，補庫存方面拉動經濟的持續性目前仍難以確定。

在經濟穩定的基礎上，我們同時亦看到另一方面。從指數分項看，中小企業PMI指數水準仍然偏低，仍處收縮水準，當月依然未能達到50%的榮枯線，這也是該數據連續17個月位於臨界點以下。這反映目前的陷入復甦的主要是大型企業，中小企業仍然面臨挑戰性的經營環境。儘管中央在8月連續出台了包括暫免徵收營業稅和增值稅等多項扶持小微企業新政，但中央扶持小微企業的政策仍要狠抓落實。

國債期貨重啟有助利率市場化

時富金融策略師
黎智凱

中國證監會8月30日召開了新聞發佈會，新聞發言人表示，證監會批准中金所上市五年期國債期貨合約，擬定於2013年9月6日上市交易。事實上，早在1992年，內地上交所就開放了國債期貨交易。但由於「327國債事件」慘案的發生，國債期貨於1995年5月17日被正式關閉。在筆者看來，時隔18年之後，國家重啟國債期貨是有意義的。

1976年，芝加哥商業交易所(CME)推出世界上第一個國債期貨合約。國債期貨一經推出，就迅速得到發展，成為十分活躍的短期利率期貨。所謂國債期貨是指通過有組織的交易場所預先確定買賣價格，並於未來特定時間內進行錢券交割的國債派生交易方式。國債期貨屬於金融期貨的一種，是一種高級的金融衍生工具。它是在20世紀70年代美國金融市場不穩定的背景下，為滿足投資者規避利率風險的需求而產生的。國債期貨重新回穩，現在的投資者或許可能只會視其為一個期貨品種而已。

筆者認為，選擇在這時候重新啟動國債期貨，一個是因為大家對當年的327慘案的淡忘。另外一個原因在於中

國需要國債期貨來進一步打開利率市場化，彌補人民幣市場長期存在的衍生品空缺席。截止到目前為止，中國維持負利率水平已超24個月。國債期貨重啟有助於推進利率市場化，為債券市場提供有效的定價基準，形成完善基準利率體系。因國債期貨交易不牽涉到國債券所有權的轉移，只是轉移與這種所有權有關的價格變化的風險，期貨交易所禁止場外交易和私下對沖，交易實行保證金制度，是一種槓桿交易，與此同時交易實行的是無負債的每日結算制度。

對股市資金造成分流難避免

在筆者看來，重啟國債期貨對股市來說可能有短暫的影響。儘管已經在推出前做好了十足的輿論準備，當然不會像為327國債「巴林事件」那樣成為中國證券史上最黑暗的一天，這是因為目前我國國債市場和期貨市場的發展都取得了長足的進步，風險管控制度日趨成熟，但很難改其利空的性質。此時我們應該直面國債期貨推出給股市所帶來的壓力，我們應該從327案中吸取經驗教訓。畢竟一旦國債期貨推出，市場上的大機構資金會流向國債期貨，對股市投資者與資金的分流都是不可避免的。

股價急瀉後的高輪部署

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

上周藍籌股昆能能源(0135)因管理層被調查突然停牌，相關高輪也全線暫停交易，翌日復牌後股價急挫逾14%，而相關高輪也不能幸免，其中跌幅最大的昆能認購證，單日跌近70%。當日筆者曾收到提問，假如不幸持貨，賬面上已錄得頗大虧損，到底應否在「低位」即時止蝕，還是再坐一會，或在低位加注？坊間眾說紛紜，筆者嘗試在此簡單探討。

首先，高輪屬於股票掛鉤投資產品，其價格走勢一般會緊貼相關正股表現，簡言之，一旦正股突然停牌，發行人無法執行對沖活動，相關高輪和其他掛鉤投資產品均會自動停止買賣。當然，正股復牌後的表現，不論升跌，相關掛鉤投資產品的價值無可避免大幅波動，這些風險是投資者需要承擔的。我們經常提醒投資者，高輪買賣要有紀律性，必須嚴守止蝕，原因主要有二。

1、眾所周知，高輪價值是會每日萎縮的，主要由於時間價值部分每日流失，雖然流逝速度會越來越快，然而，即使年期較長的高輪，也不能幸免，只是負面影響較慢而已，當然，年期較短的條款，面對每日時間價值耗損的衝擊變得更為明顯，因此，只適宜速戰速決。
2、假如投資者購入認購證後，相關資產價格反覆向下，該輪有機會由貼價變為價外，甚至極度價外，此時，即使正股價格稍作反彈，由於現價與高輪行使價仍有頗大距離，輪價即使反彈幅度高，但仍遠低於買入

價，加上是時間價值仍每日流失，結果仍出現頗大的賬面損失，繼續持有或沽售難以取捨。

至於應否在正股急跌後即時止蝕離場，則沒有標準答案，主要取決於個人對正股走勢的短期看法，以及持有的高輪條款，當然，投資者如認為股價短期沒有反彈空間，甚至還未完成調整，便應考慮即時離場；反之，投資者如認為股價調整似「跌過籠」，短期可能出現反彈，也可考慮提高警覺下，再坐一會，然而，並非所有高輪條款均適宜作短暫停持有。

回望上周昆能大幅下調，昆能高輪的跌幅由22%至68%不等，其中跌幅較大的條款主要來自一些中短期期的價外證，此類高輪的槓桿相對較高，價格的敏感度較大，然而，每日時間價值耗損的壓力也相對較高，實在不宜持有；相對而言，一些中長期的貼價或價外輪，殺傷力較低，每日時間價值負面影響也相對輕微，可見年期長短對於高輪表現息息相關。

面對股價突然急跌，部分朋友不單不止蝕，反而考慮在低位加注「溝貨」，藉以減低整體入市價，提高「翻身」機會。筆者並不贊同，要知道，「溝貨」只適合於個別優質股票，並作中長線持有，但高輪則絕不合適。由於高輪屬有限期投資，加上每日受時間價值耗損影響，基本上，投資者只適宜短線買賣，並不能作中線持有，經驗告訴我們，投資高輪「溝貨」最終只會越溝越深，甚至得不償失，較可取的做法是先沽貨離場，等待下一個投資機會來臨。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

環保概念應用於推廣活動

筆克主席
謝松發

從傳統觀念看來，籌備推廣活動一向被視為最不環保的做法，因為一般活動所維持的時間短暫，而很多展板和佈景板在活動後也隨即被拆卸及丟棄。然而，隨着世界各地對環保意識的提升，商業角度和環保概念已變得可以共存，現時在歐美各地已出現很多可持續和環保的推廣活動。

根據定義，活動是暫時及臨時性的，除消耗大量能源外，更產生相當數量的廢物，如宣傳單張、紙杯等，以往這些通常只會被視為活動成本，然而在資源日益短缺的情況下，很多大型盛事已開始積極地推行環保意識並以環保做法，例如最近開幕的全運會，將往常在晚間舉行的開幕儀式改為白天進行，這樣電力的消耗可大大降低。

從本質來說，環保活動可被定義為一個對環境負責任的執行方式，基本目的是為了盡可能地節約能源和減少廢物的產生。環保活動在香港仍是一個非常創新的概念，以下是一些可供參考的做法：

首先，採購方面，可優先考慮一些可提供「可持續採購措施及政策」的供應商。例如使用可回收及循

環再用的建築材料，甚至大量採用模塊或組件材料，以致當活動完結時，可拆出的材料也可被重用於其他活動上。這些措施能有效地減低建築廢物對環境的影響。

第二，有效地節約能源和其他資源，減少消耗，使用節能照明和空調，在許可的情況下，安裝低流量水龍頭，在非繁忙時段，關閉部分電燈和電子產品，減少電源浪費。

第三，盡量減少運輸帶來的碳排放及使用本地的供應者，以減少產品所需的運輸；合併使用車輛，鼓勵使用公共交通工具，在可能的情况下，甚至以電視及視像會議取代面對面的跨國跨區會議。

做到零消耗是一個全球共同的目標，因努力減少浪費已在歐美非常普及，無論是企業內部的措施，或展覽及活動的執行，使用可分解物質的餐具、環保紙張、分類回收玻璃和鋁、鼓勵重用物件、節省用電及用水，使用電子資訊以減少書信紙張等，這些都可以對業務利潤產生正面的貢獻。尤其在資訊發達的今天，以環保形式營運的企業在形象上普遍會得到公眾的認可，總而言之，節約能源，可持續採購政策及減少浪費已是今天的潮流，既能提升企業形象，也是不可逆轉的商業趨勢。

文化產業 + 旅遊產業 = 無限商機！

山西省政協委員、特許評計師、中國房地產估價師
張宏業

筆者是旅遊愛好者，早於廿年前放假就踏上旅途。在八十年代時，香港人外遊熱點首推日本，京都市必定去參觀「西陣織」—日本和服生產基地，看見如何編織和服和系統性地介紹和服歷史、品種及款式，可以臨場預訂購買。
大概十多年前，韓國成功地將時裝和歷史韓劇行銷到整個亞洲地區。最為天津津樂道的《大長今》曾經吸引大批旅客踏足韓國，去參觀《大長今》的佈景場地、去品嚐《大長今》式的御膳、去購買古代朝鮮衣服、去購買《大長今》片集的相關旅遊紀念品……

數年前，台灣的暢銷電影如《那些年》、《海角七號》令原著創作頓然成為年度最暢銷小說和影片，吸引大批港人去參觀青桐火車站及《海角七號》的拍攝地點！今天的亞洲經濟版圖已出現大轉移，中國的近年崛起正好說明那裡充滿着無限商機。

三十年前，內地文化產業的由一片空白逐漸成長，進入二十一世紀更成為中國各省份政府主要扶助的產業，紛紛以建立「文化強省」作為口號，積極以將「文化產業」納入十二五計劃為施政亮點。為了發揮最大經濟效益，各地政府提出文化產業與旅遊產業融合發展研究，以下以山西省為例去探討其引爆的無限商機！

融合發展正是旅遊與文化結合發展的成熟模式！《又見平遙》實景演出創新旅遊產品演出新形式，取得良好經濟社會效益。《印象五台山》大型旅遊演藝產品正在加緊製造，將成為山西省文化旅遊高度融合的拳頭演藝產品。

事實上，文化和旅遊的融合涉及的領域廣大，山西省較急需融合的領域應該包含會展業、娛樂業和餐飲業。被譽為雙產業的窗口，會展業是內地利潤豐厚的朝陽產業，並得到國家和地方不少政策和財政上的支持。近年太原長風商團建成山西省煤炭展覽中心促使太原被評為中國十大創新會展城市之一，成功主辦中部博覽會、文博會、第一屆晉商大會等等說明文化和旅遊雙產業的融合發展的巨大經濟效益！餐飲業是雙產業融合的魅力行業。

中央電視台《舌尖上的中國》熱播後，《舌尖遊

成為一種時尚、有品味的文化遊，餐飲業成為雙產業融合發展的強勢行業。山西公共衛視推出《晉善晉美味道》節目後，餐飲企業可以根據本省獨具特色、原汁原味地方美食規劃山西版的「舌尖遊」，為旅遊景點增加不少色彩！具備旅遊元素的娛樂業於山西省是一片空白，正是企業家的無限商機！杭州市市郊宋城內表演的「宋城千古情」大型歌舞劇是集舞蹈、音響、動畫、燈光於一身的成功娛樂演出，產生無盡經濟和社會效益，山西省企業家可以從中得到些啟發呢！

首種整合屬「虛實結合」

如何聯動發展文化、旅遊與其他共同形成「大文化旅遊產業」呢？這個聯動發展是多層次，應該包括物質文化資源和非物質文化資源的整合、文化資源和非文化資源的整合等等！首種整合屬於「虛實結合」，在晉商文化旅游上，晉商大院是「實」的部分，而晉商文化是「虛」的部分，晉商文化文藝創作是依托晉商大院托出來的！文化產業與物質產業結合起來，利用文化提升物質產業的品位，例如使用晉商文化去包裝著名山西汾酒、竹葉青及清香老陳醋，真正成為「大文化旅遊產業」！

文化產業園區和生態旅遊區是文化、旅遊產業結合的具體表現形式。文化產業園是各地政府推動文化、旅遊產業發展的重要抓手，要建立有效發展平台內含文化交易市場、文化旅遊景區、文化演藝街區、休閒街區、體育場館、規模文化企業、文化產品基地和名人精品廊。

生態旅遊已成為二十一世紀流行旅遊方式之一，吸引一家大小共同享受樂趣，如晉城皇城相府是一個文化旅游和生態旅遊疊加發展的成功案例，使其成為國家5A級旅遊景區。

今天的山西省逐漸進行「非煤化」的經濟轉型，旅遊、文化雙產業正處於上升階段，如何引入創新思維及現代技術去結合這兩個產業是未來大勢所趨。目前西方理論界掀起一股創意經濟的熱潮，大家不妨思考下如何加入創意工業去結合文化、旅遊雙產業！在台北著名西門町有所「紅樓」文物建築，將日治時期建築物翻新後引入本土創意設計師進駐設立店舖，這何嘗不值得其他地方借鏡呢？

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。