

穆迪投資者服務公司高級副總裁
Thomas Byrne

百家觀點

穆迪：日本可在地震後恢復 財政影響難料

上周五的大地震所帶來的衝擊並未立即對日本造成財政危機，該國深厚而流動性高的政府債務市場將可能會繼續以極低的成本資助政府赤字（甚至是因地震而造成的更大赤字）。然而，若市場對政府財政的健全性失去信心，而對政府債券要求風險溢價，就可能會在某個時候到達一個臨界點。這次地震可能已使這個潛在的臨界點稍為移前，除非這次危機也激起日本的政黨去應對該國的長期財政挑戰。

《日本經濟新聞》周日引述首相菅直人表示，這次地震和海嘯是「二次大戰以來該國面臨的最大危機」。受破壞的程度將需要一段時間才能全面評估完畢，但其效應已波及到受災地區以外的地區，包括電力供應受到限制，部分汽車、鋼鐵和煉油廠暫停生產。儘管如此，我們認為，日本經濟有能力隨著時間流逝而吸收這次衝擊的影響。

整體而言，大型、富裕的經濟體均已展示出其承受本土自然災害的能力。日本的經濟規模達到6萬億美元，大約相等於德國和意大利的總和，確實是個大型經濟體系。日本央行亦會在未來幾星期保障經濟的穩定，該行已承諾支持金融業的特殊需求，同時在周末期間已向13家金融機構提供大

約550億日圓的緊急流動資金。

此外，重建方面的支出將可能會是一種非常有效而合理的財政刺激，並將抵銷生產和需求方面的直接損失。然而，在全球金融危機和經濟衰退所造成的重大預算赤字方面，這次地震對中央和地方政府造成的直接財政成本，將可能會使日本在降低上述赤字上的進展陷於停頓。但是，穆迪認為日本擁有充裕的國內儲蓄，可應付增加政府融資的需要。

此外，日本亦擁有大型先進經濟體當中最龐大的國際淨資產（相等於2009年GDP的59%）可供該國使用，以便提供協助。日圓將可能維持穩定，使這次天災的財務影響減到最低。對受影響的地區和地方政府的潛在財務影響方面，基於日本悠久的風險社會化歷史，穆迪預計，地區和地方政府將可與位在東京的中央政府分擔這些成本，從而緩解有關影響。

雖然我們目前仍未知損壞和重建成本將如何在公共資金、私人保險和私人儲蓄之間分配，但1995年神戶大地震時，公共資金承受了大部分的負擔。最後，穆迪認同，不論財政成本如何，政府的即時重點必須放在緊急救災和重建工作上。事實上，執政和反對黨均同意日本需要針對即時危機作出迅速而有效的反應。然而，日本在應對財政和經濟改革，以及債務控制方面的長遠需要上，仍然缺乏相稱的一致感和緊迫感。穆迪對此依然感到憂慮。



日本宮城縣以東太平洋海域日前發生大地震，在日本東京，人們紛紛走出建築物來到街頭避震。

震災暫未損全球復甦勢頭

路透專欄撰稿人
Ian Campbell

關於這次有紀錄以來的史上第六大地震，目前尚難全面估算其對經濟的衝擊。日本已經公佈逾千人在此次災難中喪生，餘震和海嘯將會造成更大的損害。儘管不確定性充斥，但此次震災增添全球經濟成長及通脹壓力的可能性仍偏高。這也同時增強市場對日本財政問題的擔憂。

這次地震發生在日本人口相對稀少的地區。而1995年1月的阪神大地震則是在人口密集且高度工業化的地區，當時造成6,434人死亡，損失估計達約1,000億美元。這次地震的災後重建成本雖然相當可觀，但就當前的狀況來看，要低於阪神大地震。

出口暫下滑 食品價衝高

災區的工業及農業產出將會受到衝擊。部分鄰近的汽車及其他工廠已被迫關閉並可能需要維修。日本出口可能暫時下滑。日本的食品價格可能衝高。

但未來數月的災後重建支出可抵銷相關的經濟損失。目

前已經傳出追加預算的呼聲，無疑政府也將迅速地修復東北地區的基礎建設，但也將因此被迫擴大借款。日本央行已經承諾將提供充裕的流動性。而企業在恢復產能的同時，也將有保險公司幫忙承擔多數損失。

對於早已陷入困境的首相菅直人而言，這場震災意味著他必須部分扭轉其所尋求的節約支出措施。當公共債務相當於日本國內生產總值(GDP)兩倍之際，日本政府提出新支出的風險可謂顯而易見，不過當地公債收益率(殖利率)仍處於極低水準，財政危機並非迫在眉睫。經濟成長更可能獲得刺激，而不會受到削弱。

市場剛開始則是看見了相反的風險，認為全球經濟成長及需求將會受到地震所傷。但日本這個全球第三大經濟體必然會大舉花費以進行重建，因此亞洲及全球經濟成長也有可能會略為提升。這也意味著全球商品需求及通脹壓力受地震推升的可能性大過受到削弱。部分商品的供給可能受創，而對於商品的需求則將增加。

這場震災讓全球震驚不已。然而其經濟衝擊最終可能是強化當前的趨勢：全球經濟正在復甦當中，但政府支出及借款增加總有一天會造成惡果。

各國央行積極加息機會不大

西方資產管理國際業務總監
席洛夫 (Mike Zelouf)

越來越多的跡象顯示全球經濟已經呈現長期復甦之勢，且市場也樂觀看待歐洲政府高層承諾進一步合作以解決歐洲貨幣聯盟(EMU)邊緣國家問題的決心。雖然一般而言這種樂觀氣氛對高風險資產有利，但是觀察短期內歐元區一些邊緣國家債券息風險溢價下降的情形，全球固定收益資產管理公司西方資產管理認為市場反應可能有些過熱。

我們在年初時調低了對某些歐元區邊緣國家債券減持的力度，但是有鑑於歐洲貨幣聯盟的基本面仍存在疑慮，我們近期重新減持這些邊緣國家債券。

西方資產管理認為公司債，尤其是金融業所發行的債券，以及部分高收益公司債的價格具有吸引力。貨幣策略方面，西方資產管理持續重作空歐元、而作多一籃子其他貨幣包括美元、加幣、巴西幣和特定新興亞洲貨幣。

先前我們增持金融界別分組債券搭配減持歐洲邊緣國家債券的策略相當成功，有助於降低近期基金表現的波動幅

度。我們預期在主權債務和歐洲銀行體系彼此息息相關的情況下，我們應該會維持這個策略一段時間。

由於金融借貸機構發行的高級債券現在面臨較高的折價風險，亦或「風險分攤」，因此西方資產管理的焦點更偏向那些價格已經反應出這些風險的次級債券。另一方面，發行機構的選擇也相當重要，西方資產管理持續聚焦在受惠於具備強勁流動性和資產品質日益改善的大型全球多元化機構。另外，西方資產管理認為高收益債券在升息的環境當中應該有相對較佳的表現，而且違約率持續下降也有助於進一步提升上漲機會。

西方資產管理仍舊認為美國、歐洲和日本的政府公債息息走勢將貼近目前的水平。在息息已經偏低的情況下，要再大幅下降的機率不大。同樣地，在低通貨膨脹的預期下，息息也不會有大幅上升的可能性。

只要已發展市場通膨控制得宜，各國央行就不太可能在全球經濟仍顯脆弱的情況下採取積極的加息動作。我們預估雖然各國央行可能會有升息的動作，但幅度會低於市場預期，所以我們預期美國與歐洲的息息曲線將會趨於平緩。

房地產調控為保商銀體系安全

中國人民大學校長助理、金融與證券研究所所長
吳曉求

聯合BLOG

通貨寬鬆是金融危機的副產品，現在全球都進入了通貨寬鬆的時代，到處充斥著正在貶值的貨幣。貨幣多了，價格湧動，一會兒是這個價格暴漲，一會兒又是那個價格飆升，這就是通貨寬鬆時代的價格特徵。在通貨寬鬆的背景之下，除了採取總量收縮政策外，還應採取結構性的疏導政策。通貨寬鬆，一定會引起價格體系的變化，這個價格可能是CPI，也可能是資產價格，或者是黃金，或者是房地產，或者是股票等價格的上升。

在中國現階段，提高利率雖然可以收縮流動性，但同時也會通過外匯佔款帶來更大的流動性，所以，利率工具要慎用。實際上，數量工具不可能全部對沖掉過多的貨幣，只能對沖掉一部分，剩下的怎麼辦？只能採取結構性政策加以引導，使其進入可以吸納大量貨幣又不影響經濟正常運行的領域。這是什麼呢？我們顯然不希望CPI漲得太快、太高，天天炒大蒜、炒蔬菜不行，會影響到人民的正常生活，所以政策必須嚴加管控。

資產價格中有兩部分，一是房地產，二是證券，主要是股票。房地產價格的快速上漲，對經濟和金融體系帶來的潛在危害很大。目前出台的嚴厲的房地產調控政策的目的是說要把價格壓下來，壓到讓所有的人都買得起商品房的水平。實際上，這是不現實的。

我認為，房地產調控的目的不是要讓所有的人都能買得起商品房，而是為了中國金融體系特別是商業銀行體系的安全。大家知道，房地產與商業銀行有千絲萬縷的關係，通過按揭借款把房地產的風險與銀行連在一起了，房價上漲到一定程度，價格上漲的風險就開始轉移到銀行了。美國的金融危機就是這麼來的。如果不遏制上漲過快的房地產價格，中國的金融危機也會到來。

過多的貨幣既不能進入消費品領域，又進不了房地產行業，那進到什麼地方呢？股票市場。股市與銀行體系有嚴

格的界限，有防火牆。股票即使從6,000多點到1,660多點，銀行的資產風險並沒有什麼增加，資產更沒有什麼損失。目前中國股市的價格是相對便宜的，沒有泡沫，漲一漲沒有什麼危害。中國經濟在2010年增長較快，但股市的價格指數卻下跌了14%左右，這不匹配呀。美國經濟不怎麼樣，股市價格仍有較大幅度上漲。所以，讓過多的資金進入股市沒有什麼不好。這樣可以吸納一部分流動性，總比大蒜、蔬菜價格上漲好，股票的適度上漲還增加人們的存量財富，從而推動消費需求的增長，有利於經濟增長模式的轉型。

由於結構性缺陷，中國股市具有很大的融資壓力，其中商業銀行融資需求巨大且持續。巨大的融資壓力與中國金融改革和創新不夠有關。農工中建這些大商業銀行，雖然2010年融了資，它們在2011、2012年可能還要融資。因為到2012年，就要執行巴塞爾協議III，中國銀監會對執行巴塞爾協議III是積極的。我個人認為中國商業銀行的資本充足率已經很高了，過於安全就損害了效率了。穩健是一個很好聽的中文詞，穩健過頭就是保守，就是損害了資本效率。巴塞爾協議III，大大降低了商業銀行的資本槓桿率，這也許是金融危機後去槓桿化的一個具體步驟。

從巴II到巴III，在資產不變的情況下，商業銀行就必須補充資本金，而且要大規模補充資本金，包括核心資本和一級資本，最終必須達到12%-13%的資本充足率。商業銀行原來12倍的資本槓桿率，現在變成了8倍，給資本市場帶來了很大的壓力。上市銀行成為中國資本市場的融資需求來源之一。否則就要削減信貸資產。削減資產無非兩個途徑：一是沒有新增貸款。但這不可能！中國經濟要增長8%，新增貸款必須要7萬億，沒有7萬億新增貸款，就不可能實現經濟增長8%的目標。7萬億新增貸款，要消耗多少核心資本？至少5,000億。所以不增加新增貸款是不可能的。銀行本來就是做貸款的金融機構，不貸款就不是銀行了。既然停止新增貸款不可能，那就只有資產證券化了。通過資產證券化使信貸資產流動起來，對銀行來說，這就是金融創新。（摘自吳曉求個人網誌，本報有刪節）

「十二五」規劃振興港六大行業

山西省政協委員、威格斯資產評估顧問公司執行董事、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

溫家寶總理在全國兩會中發表「十二五」規劃，清楚展示國家未來五年的總體發展方向。這份規劃具有重要意義，中國經歷多年的開放改革後未來的持續增長成為主要任務。本人作為香港的房地產人感到非常自豪，因為溫總理首次以獨立篇章表述港澳兩地的未來定位，並對未來發展勾畫出具體路向。

從「十二五」規劃中，大可以看出中央政府的經濟目標是趨向平穩發展，國內生產總值年均增長7%，失業率控制在5%之內，而人民生活持續改善，預期城鎮居民和農村居民收入會錄得年均增長7%。但這個高增長率的城鎮人均收入率能否持續改善人民生活則要看通脹率，而通脹率的主要決定因素則在乎樓價的調控能力，有序地使房地產健康平穩發展變成政府當前重要任務！自2009年起，中央改變房地產調控方向，變成對商品房市場積極干預，並對保障房建設加力。「十二五」規劃定下了一個「史無前例」的3,600萬套保障房建設的偉大目標，並着力於2011年內完成首1,000萬套。目前，中央財政撥款是興建保障房的主要資金來源，約佔10%，如何填補其資金缺口成為具體實施政策的決定性因素。

面對未來一年的保障房建設目標，商品房的價格會受嚴重壓力，不難預期房地產發展商出現財政困難。本人建議各地方政府可以邀請商品房開發商共同參與興建保障房，並在定價和保證利潤方向共同計劃使雙方達到互利互贏情形。如溫總理公開呼喚，希望開發商流著有社會道德責任的血，為廣大人民未來五年多建保障房使其可以安居樂業。

從中央走到港澳地區。在《綱要》中的第十四篇內，中央政府明確表明繼續支持香港發展金融、航運、物流、旅遊、專業服務、資訊以及其他高增值服務業，支持香港發展成為離岸人民幣業務中心、國際資產管理中心、高價值貨物存貨管理及區域分銷中心。中央重申支持港澳培育新興產業，主要是六大行業包括：環保、醫療服務、教育服務、檢測和認證、創新科技、文化創意等等。

特區政府宜以政策配合

這是回應特區政府的施政報告書，本人希望政府以實際政策配合，如工業樓宇活化改造計劃應否放寬以配合發展文化創意、環保和檢測和認證業呢？本港幾個政府興建的工業邨面對長期使用率不足的問題，應否主動諮詢六個行業人士，制定優惠政策，吸引廠家開業呢？再者本人非常高興看見財政司司長的新預算案中已提出加快批出商貿、酒店用地，以配合繼續發展金融和旅遊業。政府應每年全面檢查其批地數量是否滿足市場要求，適應調節使價格租金維持平穩，勿令高昂租金/價格使外國投資者卻步。

特首在兩會期間到大學發表演說，清楚道出港滬兩地人民幣業務的分工情況。香港金融界可以構思怎樣與上海的境內人民幣中心合作，如兩地聯交所進行合併、共同發行人民幣產品、共同使企業兩地上市等等。

粵港政府共謀兩地發展

最後，本人不得不提深圳前海開發、中央已批准前海2020年建成亞太地區重要生產型服務業中心，造成粵港現代服務業創新合作示範區。粵港政府共同謀劃出兩地共同發展前行的方向，借用兩地的錢力和人力一同打造港深成為地區性的中心城市！

內企如何更好地利用香港「走出去」

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
王春新

當前內地企業「走出去」正進入一個新階段，「十二五」時期將逐漸進入佳境。但未來最迫切的需要，是能夠得到相對成熟和國際化的知識型服務的支援，這一點正是香港的一大獨特優勢，包括國際水準的金融服務、商業支援服務、資訊和人才服務以及專業中介服務等等。政治風險已成為內地企業赴海外投資的最大風險，香港則是內地企業借船出海、淡化政治因素的理想之地。

企業文化不同難以磨合

近年中國企業對外投資以海外併購為主，去年更佔到中國非金融類對外投資的四成以上。但由於許多對外投資的企業仍缺少應有的資訊和人才，特別是對海外政治、經濟和法律環境了解不足，也缺少國際化的人才隊伍和適應境外投資發展需要的內部管理制度和文化，以致在併購時無法精準地把握市場脈搏和企業真正價值，在併購後又遇到企業文化不同難以磨合的問題。

香港是一個國際資訊中心，也是一個東西方文化薈萃之地，造就了許多國際視野的高端人才。近幾年內地企業在「走出去」的過程中，都十分注意發揮香港資訊和人才優勢。中國移動董事長王建宙就表示，香港具有資訊中心和金融中心的優勢，但最重要的是人才優勢，可以彌補內地人才之不足；中國移動在拓展海外業務時，也依賴香港資訊和人才的作用，如委派香港員工做海外新項目的盡職調查，到巴基斯坦等地提供諮詢等等。

內地企業在拓展國際市場的過程中，經常需要解決法律、會計、管理、工程技術、諮詢和仲裁等專業方面的問題，尤其是不少民營企業對海外法制和權利保護不了解，容易出現投資失誤甚至糾紛。就法律而言，目前世界各國的司法體系對併購活動的審批程序很不一樣，加上多數國家有反托拉斯法但法律管理重

點又不盡相同，若不理解這些法律上的差別，不但併購過程會曠日持久，而且可能需要承擔高昂的法律和行政費用，甚至有可能功虧一簣。

香港是亞太區的专业服務中心，可以提供國際水準的專業服務，比如香港法律服務的優勢是熟悉歐美法例和國際慣例，且具有與外商洽談國際貿易、融資、併購和處理國際商貿糾紛的豐富經驗。香港也是亞太區最重要的銀團貸款中心，內地銀團貸款約有三成是透過香港安排的，香港律師除了為境外銀行融資方案提供法律意見外，還在內地企業發起的涉及多國法律制度的對外併購中，擔當法律橋樑角色。過去內地企業的海外併購行動，不少是由香港投資銀行或顧問公司牽線搭橋，同時提供專業支援服務，從而大大提高了項目收購的成功率。

可夥拍港企赴海外併購

內地企業防範對外投資的政治風險，一方面要參照國際通行規則。香港作為亞太區的國際投資中心，是內地企業借船出海的理想之地，因為香港企業到海外併購的政治障礙相對較少，併購成功率也相對較高；內地企業可以夥拍香港本地企業一起到海外進行收購兼併，也可在香港企業成功收購海外企業後再參股投資，甚至可由香港企業作為海外併購的開路先鋒，由內地大企業作為後盾，尋求購併海外規模更大的海外企業或項目。

為了更好地推動內地企業「走出去」，香港一方面要利用國家「十二五」規劃提供的重大機會，進一步加快發展知識型服務業，全力配合國家未來的發展需要，同時推動自身的經濟轉型，特別是加強教育和人才培養，採取措施更好地吸引全世界頂尖人才匯聚香港，進一步加大對知識服務 R&D 的投入，完善金融對科技創新的服務功能；另一方面要制定促進政策和措施，進一步強化兩地在企業層面的合作，推動兩地企業結合各自優勢到海外收購兼併，更有效地拓展海外市場和開發海外資源，共同為國家新一輪的開放和發展作出貢獻。（摘自中銀香港經濟報告，本報有刪節）