

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 美利率不變 歐債隱憂未除

在目前美國經濟復甦減緩的情況下，市場早前均普遍預期在QE2結束前的最後一次的議息會議上，聯儲局不會明確表示收緊政策。而一如市場預期，聯儲局在周四凌晨公布的議息會議結果，表示繼續維持利率於0至0.25厘不變；另外，聯儲局重申第二輪量化寬鬆政策將如期在今個月底結束，亦未有提及推出新刺激措施。

值得一提的是，聯儲局更調低了今年經濟增長預測，由原來的3.1至3.3%，降低至2.7至2.9%，亦預計今年的失業率將達到8.6至8.9%。從近期經濟數據看，聯儲局調低經濟增長預測十分合理。美國房地產經紀商協會公布，5月份成屋銷售減少3.8%，跌幅超過市場預期的5.9%，但高過4月份1.8%的跌幅。

而按年率計，5月成屋銷售為481萬間，為六個月低點，較4月份修訂的500萬間為少，反映房地產市場疲弱。此外，反映美國中西部地區製造業活動的6月份製造業指數，亦跌至負7.7，差過5月份的正3.9，亦遠差過預期的正7，顯示製造業出現萎縮，經濟增長有放緩跡象。

正好由於美國經濟未如理想，難怪伯南克表示，相信超低利率的情況在「較長一段時期內」持續，至少在未來2、3次議息會議都不會改變。除繼續維持低息環境，聯儲局還會繼續將到期債券所得收益用於再投資，這樣每個月還將繼續購買100億至150億美元債券，保持其2.8萬億美元資產負債表的規模不變，從而繼續刺激經濟。

雖然美國經濟復甦步伐未見理想，但美國的量寬政策總算告

一段落，而其債務違約危機亦傳出可望解決，兩黨將會就提高舉債上限及控制支出達成跨黨派協議，兩個近期最影響美國的不明朗因素逐漸消除後，待企業及市民的信心逐漸恢復過來，其增長步伐可望在未來幾個季度中開始加速，失業率亦將有所改善。

本周除美國事態有新進展外，歐債危機方面亦有進一步的發展，希臘繼續為獲得貸款而努力。希臘國會通過總理帕潘德里歐提名的新內閣人選，為希臘獲得歐盟和國際貨幣基金組織的貸款再踏前一步，但投資者擔心國會下周表決的新一輪緊縮預算案未能通過，使希臘未能於7月獲得歐盟的120億歐元貸款，希臘仍要面臨在數周後違約的風險。

另外，國基會警告，希臘債務問題可能使西班牙的主權債務和銀行集資成本的壓力增加，西班牙經濟可能再次受到衝擊；而西班牙21日標售的6個月期票據，投標倍數為3.84倍，低於上個月的5.46倍；而上周標售的28.4億歐元國債息率亦增加，反映市場對西班牙經濟的信心減弱。隨着美國的前景明朗化，的確可以為目前全球的經濟鬆一口氣，但歐洲債務問題一天未解決，環球經濟仍存隱憂。



■美元是世界主要儲備貨幣，美國過度寬鬆的貨幣政策，已驅使大量「熱錢」流向其他國家，催生資產泡沫，QE2已鐵定本月底結束，如何回收過量資金再惹市場關注。 新華社

## 中國經濟將軟著陸？

敦沛證券業務董事  
施俊威

環球股市從近日低位一度反彈，全因中國公布較預期更佳的5月份數據，工業生產及固定資產投資增長數字良好，市場釋除了有關硬著陸的恐怖聯想，並且重新凝聚起環球經濟復甦前景的投資信心，但可惜歐美市場卻未有同步配合，悲觀情緒再度拖垮大市。事實上，中國經濟增長急劇的考慮，影響着全球經濟動力的增長源頭。

### 經濟熱度未出現急降溫

市場一步一步走進過分悲觀的境地後，中國5月份工業生產按年仍報13.3%，較估計的13.1%為優，較前值只輕微回落0.1%。固投金額更按年增長仍達25.8%，年初至今每個月都在小幅增長，亦稍高於預期的25.2%，反映內部消費的零售亦按年上升16.9%，合乎市場的期望。普遍數字亦未有跌低於市場的估計，亦即是中國經濟熱度未有急降溫，緊縮貨幣政策及限電措施的調控下，中國經濟仍向着軟著陸的可預期範圍內邁進。

全球焦點之一的內地消費物價指數，在5月份按年上升5.5%，雖然已創出2008/09金融危機後最高數值，但看來市場早已消化該幅度的通脹，農產品價格升速更出現3個月的放緩。然而，投資者細看物價報告後，可留意非食品類別價格持續上升，表示內地的通脹壓力進入結構循環，這是從工資上漲帶出來的典型狀況。

### 上調RRR助抵銷資金回流

整體來說，中國在下半年應可維持現時的軟著陸走勢，糧食價格壓力見頂後，工業生產增長隨日本災後重建回升，舒緩將要迎接的炎夏淡季，下半年通脹數

字構成緊縮政策的威脅應能漸漸消散。數據公布後，人民銀行更將存款準備金率RRR再調升50點子，大銀行RRR已達21.5%，是去年至今第12次的上調，據統計銀行體系內再抽出近3,800億元人民幣，來自心理的影響力成為跌市的借口，事實上央行本月將有近3,200億的票據到期，原估計這批資金回流市場，RRR的上調大致抵銷資金湧回資本市場。

部分著名投資者卻有偏淡的己見，索羅斯GEORGE SOROS表示中國經已錯失了控制通脹的好機會，未來更有可能出現非著陸的風險，警告中國存有少許的泡沫，亦同時出現失控的徵兆。本年至今，中國通脹率每季都超出政府訂下的4%目標水平，索羅斯指中國治理經濟熱度的方程式開始失效，而國內工資帶動的通脹僅只是開端。

配上美國及歐洲都為刺激經濟回復增長感到吃力，各國的失衡問題有待解決，故此銀行此時此刻仍難以提升資本質素。歐洲耗盡氣力力證歐元單一貨幣的信心，但強調歐元的問題乃先天缺憾，就是區域內出現快慢不一的經濟增長。現時的德國經濟以高速向前行駛，但希臘、愛爾蘭及葡萄牙卻要等待接受救援，同一輛列車之下卻有不同速度的輪胎，這是不可能的。

美國都要在創造職位及減債減赤方面掙扎，因此世界銀行近日都將本年環球經濟增長從1月的3.3%下調至3.2%。成熟市場及新興市場皆有其自身問題，索羅斯現卻鍾情於非洲，評價為非常吸引的投資地區，表示正待發掘中。新興市場經濟本年的增長速度將會是成熟市場的3倍，正因速度愈見加快，更須時間進行減縮開支及加息降溫，以抑制通脹及經濟過熱。高收入經濟群本年及來年增長預期分別為2.2%及2.7%，而新興組群卻估計有6.3%及6.2%。另外，世銀都表明未有發現美國進入雙底衰退的可能，但本季餘下的日子看來投資仍膽顫心驚。歐央行警告市場，加上希臘債務危機的威脅，中國將無可避免地受影響。

## 日央行「1%法則」不可取

路透專欄撰稿人  
James Saft

環球視野

日本央行似乎正在搞出自己的一套扭曲貨幣政策，當股市挫跌時，就進場干預護盤。交易商稱之為日本央行的「1%法則」，只要日本股市日盤跌幅達到1%或以上，日央行顯然就會進場買股。

雖然日央行不對買股作法或政策發表評論，但日本經濟新聞指出，從12月中旬以來，在日股東證股價指數早盤跌幅至少達1%的18個交易日內，央行每次都買進上市交易基金(ETF)。

雖然日本地震海嘯之後，日央行苦苦努力提振需求及通貨膨脹的處境，很難不讓人同情，但這種每當股市大跌就出手買進的作法，仍然是沒有有效用的藥方，甚至更糟。

### 人為令股價與現實脫節

這種為投資人提供隱性保單的行為，只會讓股價價值更加與現實脫節，更有可能形成拙劣的資本配置，而且最後，一旦日央行終止這項政策，市場恐將面臨一波慘烈的賣壓出籠。

很有可能的是，這也預告了萬一美國經濟淪入二度衰退，聯邦儲備理事會(FED)可能會作出的蠢事。

雖然日本央行買股的金額，和種種措施相比起來算是小意思，但是這對交易商及投資者產生重要的心理影響，他們已經漸漸習慣當股市日盤表現不好時，坐享政府買盤支撐。

日央行去年10月宣布一項新政策，計劃買進ETF及日本房地產投資信託(J-REIT)。ETF追蹤東證股價指數或日經225指數，REIT則必須具備AA以上評等。這部分隸屬於央行610億美元資產購買計劃。

毫無疑問，央行買股對經濟造成不公平的干預，而且進一步背離央行的核心使命——物價穩定。即使市場極不完美且容易犯錯，但怎麼會有人認為，央行會

比整個市場力量更清楚如何配置資本？

一國央行又怎麼會想要獨厚大型上市公司及房地產，冷落其他經濟領域？那個不如買些中古車然後作廢，或是買些辦公大樓再直接燒掉。這些行為雖然瘋狂，但至少會對實際經濟的供給需求產生實際影響。日央行目前的作法，充其量只是美化了民眾對手上金融資產價值的看法。最糟的情況下，只會引來投資人利用央行政策，企圖趁機搶先買進賣出。

這就牽涉到許多貨幣政策先買或抽回問題的核心，日本和美國皆然，就像過去15年來的情況。這些年來不斷在危機之後出手紓困、祭出量化寬鬆措施，這種種作為的主要效果之一，就是讓金融市場與實質經濟之間的正常回饋機制發生短路。

這很像止痛藥，暫時緩解症狀很有效，但作為長期解決對策就很糟。如果你膝蓋受傷，並且服用鎮靜劑壓住痛覺，短時間內或許還可以多走一些路，但長遠來看，能走的路大概會很少。我們從1998年以來就一直加大劑量，現在已經一點都不管用了。

買進拉抬股票及房地產信託基金，或許是最極端的作法，但應該不是關係最重大的。買進政府公債才算是，這種作法讓公債市場作為衡量風險指標的功能泡湯。

在以往，而且是在中國開始買美債作為操縱匯率副產品之前，大家都認為政府公債收益率是北極星，可以根據它來評估其他相對風險。

現在投資者完全失去判斷的憑據了，如此一來，那些為了壓制或掩飾風險，而干預資產市場的種種努力，只是更增添了眾人集體愚昧和無知風險水位。次貸危機及隨後的幾次危機，都是這樣的例子，而且肯定還會再有。

對於精明的投資者來說，這當然是大好機會，不過算不上是良性公共政策。對日本和美國而言，在各自面臨艱困下，最好的辦法是停止支撐資產價格，讓回饋機制重新當道。無論怎麼做，最後也會是如此的。

## 豬肉價格升幅明顯 中線回落可期

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

而步入淡季。

### 成本推動 回落幅度料有限

內地上月CPI創34個月新高，按年增長達5.5%，內地近日天災頻生，或影響農作物收成，今個月內地CPI有機會再創新高，加重當局調控壓力。內地通脹主要源於食品價格，上月其按年升幅就達11.7%，佔CPI的63.6%，即單是食品價格，已經推動3.5%的通脹。

其中上月生豬價格的同比增長高達40.4%，對當月CPI的貢獻約達兩成。豬肉價格升勢不止，部分乃由飼料價格帶動，惟豬肉價格對CPI具有相當的影響性，而國家又着力壓低通脹，控制豬肉價格變相成為當局重點調控目標之一。據商務部監察，在6月6-12日期間，全國36個大中城市的鮮豬肉批發價，較年初上升19.2%，每公斤達22.5元，創下年內以及08年以來的新高，而上周(13-19日)豬肉價格再錄得4.8%的環比增長。

商務部發言人姚堅早前表示，豬肉價格上升，主要是因為豬肉價格在去年同期處於低位，削弱了農民養殖意慾，並令供應減少，加上玉米價格(生豬主要飼料)以及人工成本上漲，推高豬肉價格。不過，姚堅同時指出，現時的豬糧比價仍在合理範圍內，為7.55:1，當局未有計劃出手控制豬肉價格，並指出當局會加強管理中央儲備肉，又預期豬肉消費將隨天氣回暖

然而，國家農業部發表報告顯示，指截至今年五月底止，內地生豬存欄量及上市量，分別按月增加0.8%及3.1%，兩者均已連升三個月，當局同時預期生豬價格將續於高位。事實上，內地生豬價格雖然呈升勢，但成本上升，削減養豬戶的利潤，為了維持利潤，上游養豬戶不得不將成本轉嫁予下游消費者，而由於去年生豬價格偏低，也降低了農民的養殖意慾，以及今年生豬供應，加上國民工資，以及生活水平提升，增加了對豬肉的需求，上述原因導致了年內生豬價格的升勢。

就短線而言，飼料、人工及運輸成本料續上漲，並於短期內，繼續主導價格，豬肉價格料續於高位徘徊，並為通脹迎來上升壓力，惟隨着豬肉價格回升，有望帶動養豬意慾，以及生豬的存欄量及出欄量，豬肉價格在中線有望回落，但回落幅度則料為有限。

在價格預期堅挺下，或候低吸納內地豬肉產銷商兩潤(01068)，集團在業內具有龍頭地位，且涉足上游飼養屠宰、中游加工，以及下游肉類製品銷售，另外，豬肉價格上漲將提高原料存貨價值，帶動整體盈利大增，中線前景應當不俗，可候低吸納。

## 復建居屋事在必行

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

港澳辦主任王光亞訪港時，指出弱勢群體的住房問題既是民生問題，也是經濟問題，搞不好會變成政治問題。在各方關注下，特首對復建居屋亦已改變口風，相信復建居屋事在必行，只在乎具體細節及推出時間表而已。

剛參加一個國情研習班，當中研究「十二五」規劃，國內推出作為社保的其中一項措施，就是為低收入家庭建設保障房，5年內興建3,600萬套，作為保障老百姓住房需要的底線。看來中港兩地對住房問題定性為「民生」問題，而處理方法有異曲同工之妙。

其實香港保障低收入家庭一向有出租公房作為安全網，只不過普通心態趨向置業，因為置業後家庭資產可隨樓價而升值，很多家庭的做法是住公屋時儲錢，到儲夠首期而家庭成員收入可應付供樓，便入市買樓。先買細單位，到家庭成員增加而收入亦增加時便換樓，

甚至多買一間收租作長線投資。這種做法形成了所謂住屋階梯「Housing Ladder」。

原來這種現象並非香港人獨有，在內地很多大城市，類似的情況一樣有，怎樣搭上置業列車，是年青一代的頭痛問題，怨氣累積變成國家需要處理的民生問題。

說回香港的情況，首先復建居屋的地從何來？近年政府缺乏長遠開發土地策略，規劃法例把土地用途嚴格規管，填海取地、開發邊境禁區、把郊野公園轉用途等均受制於社會對環保及保育的關注，而不容易進行。

「居屋」是原先在規劃各區用地時沒有預留的用途，假如要等到長遠新開發土地落實才建，相信社會不會同意，要快的話，一定是要從現存已有可供發展的住宅用地中撥出，又或者把其他用途改變作居屋(例如傳聞中的沙田濾水廠)。

假如決定建居屋，接着要做的，是確定「質」和「量」的定位，應盡量避免對中小型住宅市場的衝擊，「質」方面應以平實為主，而「量」方面應以適量為要，選址亦應以新市鎮和運輸網服務範圍所及為主。

## 樓市新招需時2個月消化

置業18主席  
張肇柱

過去數年間，本港樓價不斷上升，去年政府多番推出針對穩定樓市措施後，至本月初政府連同金管局再度出擊，由增加土地供應及收緊按揭兩方面着手，紓緩樓價升勢的壓力。

其中政府公佈下季主動以招標及拍賣形式推出8幅地皮，涉及6,000個住宅，較今季增加一倍，而是次地皮中將其3幅定為「限量地」，規定地皮提供不少於相當數量的住宅單位，藉此穩定未來供應。

與此同時，金管局收緊按揭成數，令部分買家入市意慾受阻，尤其介乎700萬至1,000萬元的物業市場，在按揭成數降低下，入市成本增加，部分原先「計好數」的準買家亦因政策影響下，迫於無奈將置業大計擱置，令換樓客大受影響，馬鞍山區就有2成原先已預約

購樓的準買家，在政府出招後「甩底」，而業主放售心態轉弱，有不少屋苑減價放售。

為解決非本地買家推高樓價的問題，金管局更首次推出針對非本地收入的買家的措施，降低其在本港購買物業的按揭成數，希望藉着門檻提高減低其入市意慾，減低樓價升勢；然而，市場資金充裕，尤其是內地買家，即使將按揭減低一成亦無阻入市意慾，相反在政策及息差的推波助瀾下，資金持續來港。

是次推出新措施中，政府繼「限呎地」再獻新猷，首次推出「限量地」以穩定單位數量，但筆者認為，無論是「限呎」，抑或「限量」，政府未有將單位「限價」，在成本增加下，日後推出市場的單位，與市民心目中的「上車盤」仍然背道而馳。而金管局收緊按揭，無礙令市場增添觀望氣氛，但相信影響屬短期，市場對新措施將進一步消化，預期樓市經過兩個月的調整後，準買家再度投入市場，樓市將重踏升軌。