

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

QE2將結束 歐美前景仍未明朗

歐債問題的消息反覆；這邊廂傳出希臘將可獲取最新一輪金援，成功避免破產違約，但那邊廂卻說希臘債務危機有擴散風險，好消息與壞消息此起彼落，再次展示了歐債問題仍存在着很多不明朗因素。

歐洲央行總裁特里謝上週四表示，債務危機的威脅將影響到銀行業，不過其後傳出希臘已同意一項5年緊縮計劃，順利達成歐盟及國際貨幣基金組織協定，將可獲取最新一輪金援，成功避免破產違約。

值得一提的是，希臘政府公布了修改後的經濟緊縮計劃，包括調低個人所得稅起徵點、房地產稅起徵門檻，以及減少4億歐元政府支出等，預計希臘議會於6月28日對計劃進行投票。不過，目前反對黨和民眾對計劃均表達強烈不滿，市場目前仍擔心計劃最終無法通過，希臘債務發展仍存在着不明朗因素。

此外，穆迪上週五表示正考慮下調意大利13家銀行的信用評級，市場擔心歐債危機可能蔓延至意大利，消息導致數家意大利銀行的股價大幅下挫並被暫停交易，令投資者感到憂慮。歐元區的好消息與壞消息此起彼落，不確定性持

續，而美國的經濟數據亦好壞參半，未有明確的方向。

美國勞工部公布，上星期首次申領失業救濟人數意外地上升9,000人，至42.9萬人，而市場原先預期為減少5,000人。另外，美國商務部公布，經季節因素調整，美國5月新屋銷售按月下跌幅2.1%，以年率計有31.9萬間，較4月份的32.6萬間為少。

不過，美國第一季度國內生產總值為增長1.9%，高於上次預估的1.8%，而第一季度大宗商品價格上漲推動通貨膨脹率上升，第一季度個人消費支出價格指數折合成年率上升3.9%。另外，美國5月份耐用用品訂單量增加1.9%，高於市場預期。

在經濟數據仍未顯示美國增速有改善的情況下，QE2將在本週結束，而聯儲局亦未有宣布新刺激計劃，美國將會以

什麼方式來刺激經濟仍為未知之數。不過，上週國際能源署的行動，則為此帶來了幻想空間。

國際能源署上週四表示，其28個成員國同意採取聯合行動，將會連續30日，每日釋放200萬桶石油儲備，以確保市場供應充裕，以彌補由利比亞原油停產產生的供應缺口，而其中一半的石油儲備由美國釋出。

而這次國際能源署行動時間，巧合地是在6月底QE2即將結束之時，而非3月底或4月份，利比亞軍事衝突最為激烈之時，更有一半的石油儲備由美國釋出，因此不難令市場聯想，美國正利用暫時增加原油供應來操控油價，進而壓低通脹，刺激經濟。當然，這是否美國的本意要當事人知道，但若油價被壓住，使環球通脹降溫，對環球的經濟絕對是好事一樁。



■QE2結束在即，市場擔心收緊信貸將衝擊全球金融市場。

美聯社

量寬近尾聲 投資者要面對現實

路透專欄撰稿人

Agnes T. Crane 熱點透視

美聯儲局(FED)6,000億美元的公債購買計劃，亦即第二輪量化寬鬆(QE2)即將結束。至少有一小撮投資者在摩拳擦掌準備迎接第三輪量化寬鬆(QE3)，儘管聯儲完全無此暗示。雖然一些市場人士或許希望出於QE3，但進一步實施刺激性貨幣政策是個壞主意。

全球最大的債券基金公司——太平洋投资管理公司(PIMCO)首席投資長格羅斯甚至建議美聯儲限制較長期利率，而不是慣常緊盯的隔夜聯邦基金利率，目前央行目標是將聯邦基金利率維持在0-0.25%區間。限制較長期利率聽上去有點荒謬——不過聯儲主席伯南克早在大概十年前就提出過這種做法。

限制收益率可能成現實

格羅斯通過推特(Twitter)將想法開誠布公。早前他表示過，限制較長期公債收益率(殖利率)——比如兩年期公債收益率——有可能成為現實。美國曾在1940年代有過類似做法。而伯南克在2002年的一次演講中曾表示，美國央行可以通過「承諾買入數量不限，期限不

超過兩年的公債」，來抑制收益率。

但在當今現實條件下，不太可能這樣做。美聯儲目前持有2.8萬億美元資產，2008年8月時約持有9,000億美元。這已成為美聯儲內心的痛處——更別提還有外部的壓力，尤其是來自共和黨議員的批評。QE2或已幫助提振股市和市場信心，但很難斷定其推動了經濟增長或房屋市場，後者是美國經濟最大的包袱。放寬貨幣政策是要付出代價的。聯儲認為QE2帶來的益處要大於那些代價，但以後再實施QE，實現那點變得越來越難。讓聯儲不受限制地進一步擴大資產負債表規模，或會招致央行內部反對，並可能促使政治力量設法剝奪央行寶貴的獨立性。屆時就算美國經濟惡化，伯南克想要推出更多寬鬆政策都會變得困難。

聯儲局能做的已經很少

由於通脹至多暫時來說在上升，因此伯南克現在不會試圖那樣做。投資者需要認識到聯儲能做的已經很少。為此，我們一定要謹慎的那樣，財政刺激能帶來遠遠更為直接的效果——縱然從政治角度來看可行，但那樣做也會發生收益遞減的情形。所以，市場最好還是靠自己挺過經濟緩慢復甦的苦日子。

金融合作要從實際國情出發

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授

孫立堅 聯合Blog

我們要注意歐美國家對華「金融合作」政策中的一種動向，那就是強調外在形式上的「對等」！比如，允許中國民營企業在美國上市的同時，美國政府卻施加壓力要求中國也應該盡快開放本國的資本市場。並聲稱只有這樣才是雙方加強合作的誠意表現。為此，如果我們對這種做法全盘接受，而不考慮國情，那很有可能造成的結果是抑制我們擅长的比較優勢，而幫助了別人在華利用自己的比較優勢獲取不對稱的合作利益。

比如，中國企業走出去和中國金融機構走出去，因為缺乏品牌效應，人力資本、商業網絡、美國文化等軟實力，所以，很難與美國本土的機構和企業進行「公平的」競爭。相反，美國來華的金融機構等，有很好的全球網絡，有熟知中國本土文化和體制的好優秀華人留學生，有長期海外商務運作的豐富經驗，更有得天下獨厚的美元主導的國際貨幣體系的支撐這樣鮮明的比較優勢，所以，一旦資本賬戶對外開放，他們就會利用中國巨大的社會儲蓄資源，利用我們薄弱的金融監管體系和不成熟的金融發展階段，進行「無風險套利」的投機。我們不能指望在一個監管體系不盡完善的環境下，美國的金融機構會以身作則，弘揚規範，摒棄獲取不義之財的誘惑。

尤須注意合作對象與內容

在金融合作戰略上，我們尤其要注意合作的對象與合作的內容，一定要注意保護中國經濟自己的利益。比如，當中國人均收入水平目前還處在世界低位的狀態，社會保障體系還無法做到排解後顧之憂的地步，中國的消費環境還有待進一步提高的時候，中國金融業與美國金融業對等的合作和開放，不可能會產生像美國一些學者所認為的那樣，會大大提高中國百姓的消費水平，從而改變現在中國靠投資拉動的增長方式。

相反，這種對等的金融合作很可能會導致80年代後期日本泡沫經濟時代那樣的狀況，國內產業不斷空心化，資產泡沫嚴重化的格

局。而沒有世界貨幣主導權的人民幣因為會被市場一時間過度地炒熱，所以大大增加了具有貨幣主導權的歐美資產迅速回流所帶來的巨大的市場風險。為此，我們一定要謹慎在結構調整完成前和由此帶來的新的增長方式確立之前對外金融開放的節奏。

應加強與美債權國之間合作

中國目前應該加強和大量對美的債權國之間的金融合作，尤其是動員這些國家合作建立美元離岸市場，在這個市場中，把美國納入進來，增強它與美國在岸市場的開放度和一體化的進程，這樣做能夠大大降低中國存量美元資產的投資壁壘，能夠大大提高中國在海外金融合作機制上的話語權，而避免人民幣國際化過程中所遇到的匯率市場化、資本賬戶自由化的挑戰。同時，其他美元債權國也能利用中國巨大的美元儲備資產所支撐的美元離岸市場，來提高今天在美國在岸市場因為金融危機的衝擊無法做到的財富增長的投資能力。

雖然，在東亞金融合作問題上，東盟國家出於自己小國的立場已經提出了青邁協議框架下的貨幣互換機制，也就是說跟美元儲備資產最多、對美元匯率最穩定的中國人民幣互換就等於和貨幣主導權在手的美元進行互換，絕對是利大於弊，因為這些小國都苦於沒有足夠的外匯儲備來確保自己本幣的穩定。另外，日本提出亞元機制和建立在此貨幣機制基礎上的亞洲債券市場建設主要是為了能夠吸納德國的歐元戰略，確保日本的競爭力不會受到美國經濟對日圓匯率的巨大影響而下挫。

中國的投資和出口拉動的經濟增長格局，從目前的情況看，很難在這樣的金融合作模式中得益處，所以，解決中國存量外匯儲備的有效利用計劃如果納入到現在的金融合作模式中，就會大大增加中國參與亞洲和世界金融合作所帶來的利益，也會從某種程度上促使美國在岸金融市場的效率得以改善，從而避免美國在目前以美元主導的國際貨幣體系中濫用宏觀經濟政策和微觀金融創新能力的道德風險行為。(摘自孫立堅個人網誌，本報有刪節)

亞太區企業評級趨勢保持穩定

穆迪香港首席信用評級主任(信用政策部)

劉惠萍

穆迪投資者服務公司認為，2011年上半年亞太區(不包括日本)受評非金融企業的整體評級趨勢保持穩定，並且該趨勢會在年內繼續。截至2011年6月底，展望穩定的受評發行人數量增加了3%，達到83%，高於2010年底的80%；而展望負面的評級所佔比例則相應地從16%降至12%。

中國房地產開發商佔2011年上半年負面評級行動的38%左右，反映了在中國貸款增長收緊以及市場放緩的背景之下，開發商大舉舉債擴張的情況。此外，2011年上半年沒有發生違約事件。過去12個月亞太區(不包括日本)的投機級違約率自2011年初以來維持在1.7%。

亞洲企業的流動性依然良好，穆迪最新的亞洲流動性壓力指數維持在12.3%的低位。如歐洲債務危機沒有持續惡化，那麼上述形勢以及本年度再融資需要與往年相若的情況都意味著年內違約率將保持較低水平。

與此同時，我們需要注意亞洲企業各種動向及其面臨的挑戰，如若控制不當，這可能會對穩定的評級趨勢產生負面壓力。

上述動向及挑戰包括：1、事件風險，原因是企業通過自然擴張或收購擴張的意慾依然強烈，而大型的舉債收購可能會削弱其資產負債表的實力。

2、隨着通貨膨脹的持續，亞太區預計會繼續採取緊縮性貨幣措施。中國企業仍將面臨緊縮的國內融資管道，部分實力較弱企業可能會遭受影響。其他國家的利率預計會繼續提高，從而加重高槓桿率企業的利息負擔。

3、亞太區良好的流動性在一定程度上受到強勁資本流入的支持。資本流動的變化可能會導致信貸市場波動，並對較弱的企業造成流動性挑戰。

4、商品相關的通貨膨脹將擠壓營運利潤率，尤其是製造商、航空公司、石化及煉油企業、零售商以及不具備自動轉嫁成本機制的公用事業企業。但是，石油、天然氣和礦業公司等自然資源生產商將從中獲益。

干預市場不可取 干預油市乃必須

路透專欄撰稿人

Ian Campbell

政府不應干預市場。政府干預不僅對一般市場人士而言不公平，而且還可能適得其反。這是一條需要堅守的重要原則。但是國際能源署(IEA)干預油市，顯示出這樣的理論邏輯有局限之處。

對於類似匯市和許多大宗商品市場這樣很有深度且流動性十足的市場，若欲控制談何容易。去和瑞士央行打聽打聽吧，其2010年干預匯市可是損失了250億美元。如果當局出於政治動機橫插一腳，讓投資者措手不及乃至失去信心，那麼即便干預活動能有效達成政策目標，也可能要付出高昂的代價。

IEA的例子或許是個特例。油市看上去並不是運轉良好的市場。石油輸出國組織(OPEC)成員國各自為政，寬鬆貨幣政策帶來的投機資金，已經在左右拉扯油價。IEA的舉動對於壓制這兩大因素均有必要。OPEC表示，全球石油供應很充足。但高於每桶

100美元的油價通常被認為會引發經濟衰退。OPEC本可以在6月會議上承諾增加供給，但並未如此做。或許高企的油價也讓OPEC很滿意。

另外，干預明顯產生了效果：油價已經大幅下跌。高盛表示，或將未來三個月布蘭特原油預估價格下調10-12美元，至每桶105-107美元，IEA放手一搏算是贏得了重大回報。

不過IEA動用的資源相對較小。IEA表示，將在30天內釋出6,000萬桶石油，相當於全球戰略儲備總量的4%左右，而每日全球石油需求是8,930萬桶。事實是，IEA在大量消耗儲備的情況下，不會對油市構成太大干預。市場對此了然於胸。不過在全球經濟成長堪憂，以及美國聯邦儲備理事會(美聯儲，FED)閉口不談第三輪量化寬鬆之際，油價已經顯示出下滑傾向，為IEA助了一臂之力。

IEA此舉或許是非同尋常的干預市場有效而副作用有限的案例。在當前危險遍佈的經濟環境中，不應對IEA的舉動妄下評論。

西出陽關「有」故人！

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

唐代詩人王維在《渭城曲·送元二使安西》中有以上的千古名句：「渭城朝雨浥輕塵，客舍青青柳色新；勸君更盡一杯酒，西出陽關無故人。」詩中所提及的陽關位於今敦煌市西南70餘里，是古代陸路交通的咽喉之地，把守着通往西域的南路。但是隨着現代交通的發展，跨過西域入中亞地區已不是一條漫長的歸路了！

還記得筆者首次於80年代中期踏足絲綢之路，正值大學暑假中約同數位同學背着大背囊從鄭州花了整月深入甘肅和新疆兩省區。最近6月初筆者以副團長身份組織和帶領所屬商會專程到甘肅省考察觀光，途經蘭州、嘉峪關、敦煌再回到西安，感到中國大西北有翻天覆地的改變，感受良多。

第一天的下午得到甘肅省委接見，副省長以簡潔豐富的20分鐘介紹該省的今古歷史，並說明省的「十二五」規劃的重點，為整個行程建立良好開始。別了蘭州直奔嘉峪關市，行程安排參觀該市新舊的建設；酒泉鋼鐵廠有效利用地理的優越條件建立著名的「紫軒葡萄酒廠」及馳名中外的嘉峪關明代關城。經過酒鋼公司的苦心打造，「紫軒葡萄酒」已成為中國名牌，並成為國內多個運動會和博覽會的指定洋酒。而嘉峪關市是一所不折不扣的移民城市，全市只有幾條大道，是甘肅人一點一滴全新打造出來的，證明人類的努力足以將沙漠轉化成綠洲城市。

嘉峪關市是屬酒泉市管理的，所以酒鋼已成為該市最大的僱主了！從嘉峪關市坐車到敦煌市要上5個多小時，經過兩大綠洲：玉門市和瓜州，然後直達敦煌市。在漫長的車程上，筆者發現了巨大的風力發電風車和充沛的太陽能資源，不期然想起了無

限商機。聰明的中外企業家何不到這裡利用風力和太陽能興辦新能源工業呢？

其實甘肅省政府在「十二五」規劃中的第四章中已表明培育發展戰略性新興產業的決心。新興產業正包括新能源及其裝備製造業兩大類。政府大力發展風能、太陽能、核能及核燃料、生物質能等新能源產業，爬上山鳴沙山遠眺月牙泉，往熱鬧的全國十大夜市——沙洲夜市選購和田玉、夜光杯、地道手工藝品等等，為甘肅之行畫上完美句號。香港的文化界人士可寓旅遊於工作，利用五六天時間到敦煌一行，考察一下文化產業的巨大商機。省政府已定下未來五年的培育發展文化產業大計，以敦煌/絲路文化為本，重點發展現代傳媒、出版發行、文娛演藝、文化旅游等優勢產業，加快整頓內容及影視動漫、廣告會展、文化創意、體育健身等新態發展。

蘭州新區建物流園具潛力

古詩中的西出陽關已經有故人了！甘肅省以具優良的大西北地理，將會在未來十年打造成通往中亞地區的交通要點，蘭州市將最受惠而逐漸成為西部的物流集中點。聰明的物流企業家應往蘭州新區一行，在這塊806平方公里的熱土上建立起物流園，從這新鮮的貨物「絲綢之路」中尋找另一片新天地！再者，蘭新高鐵正在加緊興建，在可見未來從蘭州出發，同日晚上便可達新疆了！這一片大西北的風水寶地，正期待中外企業家努力開發吧！