

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

緊縮計劃通過 希臘復甦之路漫長

希臘國會終於通過了新的財政緊縮計劃，使其可望獲得歐盟及國際貨幣基金組織的救援貸款，避免出現債務違約的可能。雖然民眾上街示威反對並發動全國大罷工，但希臘國會最後亦順利以155票支持、138票反對通過了總值780億歐元的新緊縮預算；計劃包括280億歐元的加稅減支，及出售500億歐元國有資產等的5年方案，以確保能夠得到來自國際貨幣基金組織及歐盟的援助。

然而，以希臘去年實施的同類型法案參照，此舉對當地經濟幫助其實不大。希臘國會曾於去年3月通過「經濟保護法案」，其內容與今次的計劃有相似之處，當中包括減少公務員津貼、大幅度提高增值稅稅率、將國有企業私有化等。事與願違，2010年希臘的經濟並沒有好轉，經濟繼續倒退，國內生產總值按年下跌了6.6%，而負債佔國內生產總值的比例亦由2009年的127.1%增加至2010年的142.8%，財政赤字更超逾國內生產總值的10%，達10.5%之高。

或者，通過財政緊縮計劃是為了如希臘總理帕潘德里歐所說，是贏得時間、實施必要改革及重建國家信用的唯一方法，希臘除了見一步走一步，就沒有其他辦法。而由於希臘債務

危機一旦爆發，環球每個經濟體系亦將會受波及，多國亦正為希臘的債務問題而努力。法國銀行業已與政府達成自願重組希臘債券的草案協議，並希望其他國家也能參與其中。

據報指，包括法國巴黎銀行在內等多家法國銀行會將2011年中至2014年到期回籠的7成收益再次投資希臘國債，其中5成將會用作購買新發行的三十年期希臘國債，而兩成將會購入零息擔保基金的優質債券。此外，德國銀行業昨日亦已在原則上同意考慮對約100億美元的希臘國債進行延期，減輕希臘的短期債務負擔。

另一方面，聯儲局亦在昨日宣布將與其他主要央行間的貨幣互換協議期限由2011年8月

延長至2012年8月，目的是為了緩解歐洲短期融資市場的流動性緊張局面，並改善全球貨幣市場的流動性狀況。事件發展至今，市場終於可以為希臘的債務問題喘一口氣，希臘10年期國債息率亦已由早前的歷史高位18厘回落到目前的約15.5厘，不過與同為財政疲弱的葡萄牙及愛爾蘭的約10厘相比，仍然有一段距離。

而目前希臘的債務高達3,400億歐元，經濟亦繼續衰退，希臘即使取得了歐盟及國際貨幣基金組織發放的120億歐元救援貸款，避免了在7月中面臨無法償還到期債務的困境，但要解決本身的巨大財赤，以及經濟恢復增長，仍然需要一段長時間，並要實施經濟改革，以及挽回國際對希臘的信心。



希臘國會終於通過了新的財政緊縮計劃，使其可望避免出現債務違約。圖為希臘ATE銀行。路透社

巴西為希臘危機外樂土

敦沛證券業務董事 施俊威

希臘總理帕潘德里歐(GEORGE PAPANDREOU)的仕途成了環球投資者的關注點，上周成功獲得當地國會信任投票後，勝出關鍵的一仗，環球股市得以反彈。300個議席當中獲得其執政社會黨總票數155張，僅及過半數獲得通過，為該國已朝不保夕的債務危機先過一關。

信心投票後帕潘德里歐重掌政府，是希臘延下120億歐元的貸款的首度門檻，歐盟及國基會IMF會否在7月放款，尚有多項難關有待帕潘德里歐破解。歐美股市指數隨着憧憬希臘救援計劃稍稍明朗而上升，抑制多時的樂觀情緒開始萌芽，從討論任何形式的違約猜測中緩緩過來。

全球宏觀經濟來看，避免違約的重要性，在於信貸及貿易市場的穩定，令環球經濟雙底衰退的可能性減卻，經濟周期較敏感行業如原材料、能源及科技股的反彈都較良好。希臘的難題問題不少，本月底該國將就中期財政改革作出國會投票，是來月援助基金放款的另一基本要求，更可能影響往後的貸款審理，投資市場尚要屏息以待。

剛重組的希臘內閣新財長首項任務，就要為極不受歡迎的280億歐元削減方案護航。而歐元區財長們則訂於下月初最後修訂新救援計劃的細則，希臘其中債務將要求私人投資者以自願參與方式，新債換舊債延長到日期，現階段技術上難以考量違約的定義，但可為希臘危機帶來一線曙光，最少都可換取數月的喘息時間。

換言之，投資者可從近日極悲觀的宏觀前景及牛去熊來的預期中抽身，逐漸累積回投資的信心，建議投資者樂觀看待下半年的股市發展。新興市場股市在上半年整體出現調整，已

為基本價值打下基礎，正好讓長線投資者趁低買入。

穆迪調升評級增添信心

穆迪投資上週調升巴西主權信貸評級，拉美國家以新興多國都在施展渾身解數避免經濟過熱的時候，穆迪出手正好示意投進巴西的信心一票。

事實上，巴西早已是投資評級列內的成員，現再接再厲推至Baa2，並且維持正面展望預期。當下歐洲國家因債困評級及展望都處江河日下之際，更顯得巴西及拉美等國家的輝煌。穆迪表揚巴西財政政策恰恰到好處，成功釋出過熱的蒸氣，以令經濟渡去年7.5%高增長後而避免出軌，更指出巴西以至整個拉美擁有穩固的銀行體系，評估該區信貸風險遠比其他地方來得低。

四度加息全力壓抑通脹

本年內巴西央行四度加息，現時官方息率報12.25%，配合其他相關的措施壓抑過激的信貸增長，通脹率因此穩於6.55%的水平。當然，市場總會同時有正反的聲音，有分析師質疑巴西升級的理據，因這已是本年繼惠譽在4月調升信評後的第二次升級。女總統羅塞芙(DILMA ROUSSEFF)雖然宣佈本年緊縮預算超過300億美元，但卻暫緩政府內部精簡架構及公務員福利的計劃，因此經濟師帶有微言。部分新興市場策略師都對穆迪升級感到茫無頭緒，回看去年是巴西大選年份，政府開支相對較高實屬合理，因此本年財政狀況相對上只算輕微改善。

回顧巴西首獲投資信評已是2008年的事，皆因連年報出實際的經濟增長數字，而且財政紀律獲得世界認同，洗掉過去違約國家組群的污名。

港應加快融入珠三角經濟區

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師 陳東岳

參加了上海舉行的「國情研習班」，集中研究中國「十二五」規劃在經濟、政治、民生、社保等課題的轉型。小組聚焦於關於影響香港未來發展的章節，把當中的要點跟大家分享一下。

中國需要轉型，原因是面對環球局勢的轉變以及內地近年情況；歐美近年經濟不振影響中國出口，「量化寬鬆」帶來全球通脹，房價、物價上漲過快，衍生民生問題。鼓勵「內需」是一條路線，眼前面對的是人均收入跟不上，購買力存在城鄉差距、東西部差距等；內地缺乏知名國際品牌，部分國人追求名車名錶，仍要買舶來品；此外，品質保證仍有很大改進空間。

全國三大經濟戰略發展區，每個最少一億人口，包括以北京、天津為核心的渤海經濟區、上海為龍頭的長江流域經濟帶、香港、廣州、深圳為主的珠三角經濟帶。沿海三個經濟帶肩負起類似美國東岸紐約與鄰近地域的經濟帶動作用。

三大因素致發展停滯不前

香港對國家開放改革貢獻很大，港資在內地投放大多，而香港的城市管理各環節亦成為內地城市的借鑑。但近年本港發展停滯不前，正面臨邊緣化。最主要有幾點，(一) 缺人口優勢：內地大城市如上海、北京都是2,000萬人口以上，連深圳都超過1,000萬，香港只得700萬。內地大城市面對農民工入城等民生課題，但這亦是新增勞力的補充，香港則沒有。(二) 城市規模細：香港

只得1,000平方公里，已發展面積僅20%，其餘受城規條例嚴控為郊野公園等用途，填海取地或修改土地用途均不易為，欠缺長遠拓展空間。(三) 基建連網：高鐵是全國快速連網的客流運輸網，是經濟、購物、旅遊的高速而價廉的輸血管。香港的高鐵連接到深圳段只是全國連網的一節，更應早日通車。

有賴政府及各界通力合作

小組討論的共識是，香港應加快融入珠三角經濟區步伐，如簡化過關程序等，有利於香港利用鄰近地區的土地及人口優勢，發展品牌認證以及評級機構，可以突出香港在亞洲區的國際城市地位。而作為珠三角金融、服務業、法律服務業的重心，怎樣實現這些優勢，有賴政府及各界通力合作，才能達到有效的成果。



圖為廣州城市中軸線景象。資料圖片

從匯賢看香港人民幣IPO前景

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員 潘南

香港第一隻以人民幣計價的新股融資(IPO)產品——匯賢房地產信託基金(87001, 簡稱「匯賢」)已於4月29日正式在港交所掛牌交易。由於這是人民幣計價IPO的「首發」,此前各方面對匯賢的反應比較熱烈,並一直對這項IPO寄予厚望。但在匯賢真正上市後,其發售結果與此前的轟動效應形成對照,最終發行價為招股價每股5.24元至5.58元人民幣的區間下限,上市後股價也出現「潛水」。

匯賢上市後市場反應由熱轉冷既有匯賢本身的原因,也有整體經濟環境的不利影響,更有投資者對於政策層面尚未放寬的一些考慮。

收益率明顯偏低欠吸引

首先,整體經濟因素對市場造成不利影響。其次,匯賢的收益率對部分投資者不夠吸引。根據承銷商之一中銀國際的研究報告預測,2011年匯賢的收益率為4厘至4.26厘,這一收益率與香港已上市的一些房地產信託基金同期超過5.5厘的收益率明顯偏低;至2012年預計匯賢的收益率也只有4.17厘至4.55厘,仍明顯低於其他房地產信託基金同期約5.9厘的收益率。

在不明朗的市況下,香港和內地的股市均出現較大波動,令投資者很難把握趨勢和尋找機會獲取回報。一些風險取向較低的投資者在上述預期收益率和對人民幣的升值預期下,希望通過投資匯賢獲得較穩定的回報。但對另外一些比較進取的投資者而言,香港市場上要找找到高於匯賢收益率的產品的投資產品並不為少,再加上通脹壓力下投資者預計全球央行繼續加息的機會很大,故匯賢的收益率對於一些投資者未能形成絕對的吸引力。

雖然目前匯賢的上市經歷了從火爆到冷靜的

過程,但作為首隻人民幣IPO的產品,匯賢對於香港發展自身成為人民幣的離岸市場仍具有重要意義。伴隨着跨境人民幣貿易結算規模不斷擴大,在香港積累的人民幣與日俱增。然而,這些日益增加的人民幣資產可作出的投資選擇非常有限。香港的金融機構過往也曾推出過以人民幣計價的債券以及存款、結構性產品,但往往存在規模不大、結構單一不足。匯賢的上市表明香港離岸市場能夠有和資本市場掛鉤更緊密的產品,部分投資者、散戶等都可能受益。

對於匯賢本身回報率不夠吸引的問題,我們應看到匯賢僅僅作為人民幣股票產品的過渡性產品,預計當人民幣流動性等條件更為成熟時,市場上將會逐步推出更多的人民幣計價股票,且這些新股融資的企業應具備優良的成長前景和潛在回報,為投資者提供更多選擇。這樣,投資者將能夠在不同的股票之間轉換,增加買賣頻率,促進二手市場的活躍程度和流動性,也會間接吸引更多公司發行以人民幣定價的股票。

流動性增利產品多元化

筆者認為對人民幣股票業務的前景應放在整體人民幣國際化進程的框架下評估,並且人民幣股票業務的成長也是香港發展成為離岸市場戰略中的一部分。雖然短期內人民幣股票業務的直接效益不會太明顯,但與其他人民幣產品一起,完善了人民幣產品的基礎。一旦人民幣離岸市場具備了足夠的規模和流動性,產品也會逐步多元化。香港的人民幣離岸業務深入發展已經是大勢所趨,只是很多政策的實施需要等待更好的時間點和條件。只要有關大方向不變,那麼香港的離岸人民幣業務發展必將有更多從量變到質變的突破。

(摘自中銀財經述評,本報有刪節)

流動性風險困擾內銀股

大成基金

熱點評析

國家審計署6月27日公佈地方政府債務詳情,截至2010年底,地方政府債務總額達人民幣10.72萬億元(人民幣,下同),其中,政府負有償還責任的債務6.7萬億元,政府負有擔保責任的或有債務2.3萬億元,政府可能承擔一定救助責任的其他相關債務1.7萬億元。

地方債系統性風險可控

上述數據低於此前預期,地方債務風險基本可控,但需注意短期內的流動性風險。不過地方融資平台貸款問題將令銀行股持續受壓。

美憲法不容許國債違約

路透社專欄撰稿人 Reynolds Holding

環球視野

標普和穆迪雙雙警告下調美國評級。根據美國憲法,聯邦政府債務違約是不容許的。先不提評級機構警告以及預算談判破局等壓力,美國立國憲法大概也不准政府對債權人賴帳。這不應該成為破壞債務上限達成協議的理由。不過如果真的迫不得已,美國政府可能擁有較多的法律籌碼。

債務上限不容打破的想法是由政治力量推動的。只要沒有超過債務上限,美國財政部就能繼續掌握發債的權力,而非美國國會。這就是為什麼奧巴馬政府預測,萬一沒有提高債務上限,將會經濟「大災難」。而另一邊的共和黨,則能夠以調高上限一事為要脅條件,要求大幅削減支出、健保及退休福利金。

條款極少遭到檢驗

不過債務上限僅僅是透過一項立法而建立出來。憲法效力高於法律。而且美國憲法第十四修正案的一項條款,基本上是說

值得關注的是,近一兩年內,地方政府債存在流動性風險。2011年和2012年將分別有2.6萬億和1.8萬億地方平台債務到期,而目前房地產政策處於緊縮中,政府土地出讓收入不及2010年,任何延遲都可能拖累銀行,因此銀行股風險增加。

受此影響,6月28日銀行板塊領跌各主要板塊。不過,如果審計署提出的允許發行地方政府債務的建議得到落實,短期流動性風險將大大緩解。

中長期看,地方政府融資平台貸款的系統性風險應在可控範圍內。首先,總體上看,地方政府債佔GDP的比重僅為27%。其次,審計署提出的理性建議有望改善地方政府的財政紀律。如果中期中中國的GDP增長強勁且對地方政府實施嚴格的財政紀律,則地方債務可望逐步得到償還。不過,融資平台貸款問題,作為長期無法證偽的命題,會一直困擾着銀行股。

聯邦政府不能債務違約,這表示,如果最後要由法庭裁決,債務上限可以被判為違憲。

這裡面還有一些疑問,因為這項條款極少遭到檢驗。這項條款是在1868年制定,以確保償付內戰期間國債,但最高法院已經兩度確認,這項條款也適用於美國政府擔保的現有債務。

政府公債符合這項資格,社會福利可能也符合,因為這項條款涵蓋「為支付年金而產生的債務」。

條款的措辭極為明確——公共債務「毋庸置疑」——看起來像是規定全額準時償付。如果財政問題迫使美國財長挑選先完成哪項付款義務時,這可能會變成一個問題。在1985年的債務上限紛爭時,美國國會審計署(GAO)說,安排支付優先次序是可以的,但當時並未提到憲法。

很難相信最後會必須動用到這項條款。從2001年以來,美國國會已經將債務上限調高10次。但如果國會堅持迫使美國政府賴帳,總統擁有一個明確的回應——縱使前所未聞。總統可以宣告債務違約是違憲行為,然後單方面安排償付國債。這樣絕對會展現出,美國的信用風險沒有大家想得那麼糟。