

歐債危機緩和 焦點轉向美國

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

希臘國會成功通過緊縮財務方案，使其可獲得總值120億歐元的援助貸款，以避免希臘出現債務違約；加上德國及法國這兩個最大的希臘債權國均同意以新債換舊債的方式，支持希臘，減輕其財政負責，歐債危機得以舒緩，市場焦點亦從歐元區回轉到美國身上。

希臘債務問題得到及時的制止，但另一邊廂，美國仍未為提高債務上限達成共識，距離8月2日的最後期限愈來愈接近，美國債務違約的風險正不斷上升。然而美國一旦發生債務違約，將會再次引發市場恐慌，使美國疲弱的經濟難以復甦，因此多方均預期美國國會最終能夠達成共識。

但在野和黨強烈反對執政民主黨的減財亦而同時加稅的建議，並將此與提高債務上限的議案綁在一起，向奧巴馬政府施壓，爭取不加稅，從而爭取民眾支持，為下年的大選鋪路。可見未到最后時刻，

提高債務上限的議案將難以通過。

除了美國的債務違約問題外，美國的經濟亦同樣為市場所關注，上周美國亦公布了一系列經濟數據，當中反映了當地消費市道有所回軟以及就業市場仍然疲弱，不過製造業數據意外地大幅上升，推升美國經濟有可能於下半年增速的預期。

美國6月份消費者信心指數下跌至58.5，低於市場預期的61，亦為去年11月以來最低水平。另外美國密歇根大學6月消費者信心指數亦向下修訂至71.5，較市

場原先預期的72為低，亦較5月修訂後終值74.3為低，主要由於高失業率及高油價與食品價格持續打擊消費者信心。

至於就業數據方面，美國勞工部公布，上周新中領失業救濟金人數，較前一周42.9萬人放緩至42.8萬人，但數目仍高於市場預期的42萬人，這是新中領失業救濟金人數連續第12周高於40萬人，顯示美國勞動力市場仍處於停滯狀態。而四星期平均人數亦微升500人。

雖然消費者信心回落而就市場仍然停

滯不前，但房地產以及製造業數據則扭轉早前的弱勢，美國5月份待完成房屋銷售按月上升8.2%，大幅高於預期的3%，按年更急升15.5%，舒緩了投資者對美國房地產市場疲弱的憂慮。

美國6月ISM製造業指數更意外地上升至55.3，大幅高於預期的52及5月份的53.5；而反映中西部經濟表現的6月份芝加哥採購經理人指數，亦由5月份的56.6，上升至61.1，數據遠勝於市場預期的下跌至54。

歐債緩和，美國經濟數據亦見好轉，市場對經濟前景的樂觀情緒再次被推升，而在眾多壞消息漸漸消滅的情況下，市場的信心逐漸增強，環球經濟增長步伐可望穩步上升。



美國仍未為提高債務上限達成共識，距離8月2日的最後期限愈來愈接近，歐債違約的風險正不斷上升。圖為美國首都華盛頓國會山。新華社

量寬措施完結 市場添未知數

施羅德資產管理首席經濟師
Keith Wade

有鑑於資產負債表出現近28,000億美元的結餘，美國聯邦儲備局正計劃於六月底終止其具爭議性的大規模資產購買量寬措施。投資者就終止計劃對經濟的影響意見分歧，部分憂慮經濟將再次陷入衰退，亦有投資者認為風險資產將出現熊市。第二輪量寬措施(QE2)措施主要增加銀行體系的超額儲備水平，對宏觀經濟的影響實屬有限。

然而，量寬措施透過其他渠道似乎更有影響。例如，第一輪措施對解除信貸市場的障礙起了相當作用，大幅增加信貸發行量。公司因而有能力繞過銀行體系，直接以仍然追求利息回報的投資者為目標。

另一方面，借助低水平的短期息率，美國公司獲得的發債條件非常吸引。例如，沃爾瑪就其去年底發行的三年期債券，僅給予投資者0.75%息率。其他包括位於歐洲的公司亦達到或刷新發債紀錄水平。然而，經濟實體的整體資本仍維持於低水平。隨着量寬措施向尾聲，信貸市場便無法彌補貸款不足的影響。

QE2推出後難分辨影響

量寬措施對市場的影響實為最主要的議題。理論上，聯儲局購入大量債券理應壓低利率，但實際上，自第二輪量寬措施展開後，國債利率卻上升。觀乎國債的表現，由於美國十年期國債的利率高於其在去年十一月宣布第二輪量寬措施時的水平，我們很難分辨量寬措施的直接影響。證據亦顯示美國經濟於第二輪量寬措施展開前已見改善，故市場已

事先低估措施的效用。

實施第二輪量寬措施期間，美元於貨幣市場普遍貶值，反映一個更明確的影響。雖然有多個因素影響市場，美國境外的一般觀點認為，量寬措施的主要目的是為逼使海外投資者接受較低的利息，從而令美元貶值。

逼令美元貶值的觀點於亞洲極受支持，因為聯儲局採取的行動經常被認為是更大型計劃的其中一部分，旨在向亞洲國家政府施壓，以重新評估其匯率。由於全球眾多投資者認為購買黃金乃對抗聯儲局試圖削弱美元的最佳對沖工具，黃金價格連同其他商品價格均大幅上升。

雖然聯儲局否認任何削弱美元的意圖，但在量寬措施期間，新興市場中央銀行的外匯儲備增加，反映了資金流入上升。由於使用固定匯率的新興經濟體奮力遏制資本流入，此舉因而被視為催谷新興經濟體的貨幣增長。有關增長為商品需求帶來刺激。因此，量寬措施完結觸發近期資本流動的逆轉，造成美元強勢並削弱商品價格。市場因而變得波動，亦導致以美元支持的利差交易逆轉。

貸款不足情況無法彌補

儘管量寬措施很有機會削弱國債利息及美元的價值，不過，第二輪的措施完結時最終亦不見得會對美國經濟造成重大影響。在同等條件下，第二輪量寬措施應帶來較高債券回報並強化美元。雖然量寬措施向尾聲，但信貸市場亦無法彌補貸款不足的影響。

然而，展望未來，在量寬措施被完全解除及聯儲局資產負債表回復正常前，其中期影響存在未知之數。同時，其潛在通脹的憂慮似乎亦將持續。

深圳前海地區前景壯麗

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

去年八月正值深圳特區30歲生日的重要時刻，中央政府奉上特大的生日禮物——國務院同意了《前海深港現代服務業合作區總體發展規劃》，這是廣東省經濟發展未來20年繼珠海橫琴特區外另外一個火車頭！《珠江三角洲地區改革發展規劃綱要(2008-2020年)》和《深圳市綜合配套改革方案》要求深圳先行考試，以前海為載體，推進粵港澳現代服務業緊密合作。

前海位於深圳西部，珠江口東岸，規劃面積十五平方公里，規劃期至2020年。據了解，該土地填海工程接近完成，可以進入土地平整和基建階段。該地區的未來發展圍繞於四個主題上，而產業布局則採用有機相聯的「三片一帶」戰略部署。四個主題分別為現代服務業體制制創新區、現代服務業發展集聚區、珠三角地區產業升級引領區和香港與內地緊密合作先導區。

「三片一帶」拓六大產業

「三片一帶」概念涵蓋商務中心片區、保稅港片區、綜合發展片區和濱海休閒帶，旨在集商務、物流、金融、保險、專業、居住、保育的現代服務合作區。深圳市市委預計前海地區的GDP產值會在2015年達500億元人民幣和在2020年達1,500億元，並在未來三年會向該地區投入400億元，重點發展創新金融、現代物流、總部經濟、科技及專業服務、通訊及媒體服務、商業服務六大支柱性產業。

經過過去十個月的反覆討論、諮詢和修訂，深圳市五屆常委會於六月二十七日表決通過《深圳經濟特區前海深港現代服務業合作區條例》，並預計在七月初實施。在這份前海《基本法》正式通過實施後，香港特區的企業和個人在哪些方面可以得

益？

首先在人員任用上，前海管理局的高管人員可以從香港或者國外專業人士中選聘。再者，在運行機制上，市政府會探索建立深港合作機構及其運行機構。香港金融機構可往前海設立總部或者分支機構。

在法律合作領域上，前海地區會出台優惠的法律服務政策，並探索兩地律師合作方式，制定服務機構進和個人專業資格認證指引。為了吸引企業和高層次人才進入前海地區，合作區會實行五項稅收優惠政策，包括深圳保險企業向註冊在前海的企業提供國際航運保險業收入和從事離岸服務外包業取得的收入，一律免徵營業稅等等和於前海工作的高層次專業人才可享有個人所得稅優惠制度。

前海概念股備受市場熱捧

在前海概念帶動下，前海片區的商品房價格已率先上升。同樣，深交所掛牌的「前海板塊」的股票一樣受到市民追捧。在深圳實行一房一價政策下，前海片區的住宅樓盤仍然無懼登場，售價在每平方米25,000至35,000元之間，視乎位置、發展商名聲、樓盤自身條件、面積及裝修水平，但銷售情形不俗，市場人士對後市仍然很樂觀。前海概念股仍以相關地產公司為主，包括深赤灣、深振業、中集集團、招商地產、華僑城、深長城等等。但股民應該留意相關連的行業如市政工程公司、填海修路公司等等。最後不得不提人民幣國際化的業務。外地金融機構如何於前海地區進行人民幣國際化和離岸業務將會是另外一大發展亮點。

香港人和企業應積極探索前海投資和工作機會。前海的未來持續發展將拉動整個珠江三角洲的經濟發展，面對這個百年機遇，港人應早著先機，再延續粵港澳地區的繁榮局面！

中國6月PMI釋放不同商品需求訊號

路透專欄撰稿人
Clyde Russell

熱點透視

中國6月採購經理人指數(PMI)顯示製造業增速為28個月來最慢，但之後原油價格下跌而銅價卻上漲，看似有些奇怪。

如果你真的認為中國工業部門正在放慢，銅價當然是最有可能下跌的吧？

畢竟，通常情況下銅是衡量工業需求的一個合理指標，因此市場保持銅價近期漲勢的理由是，預計2011年下半年需求會增加。上海期銅自5月初觸及每噸64,000元人民幣附近的年內低點以來，已經上揚約11%。

銅價下半年料會更高

雖然當前每噸70,850元的價格距離年內高點77,450還有一定距離，但投資者顯然在預期下半年銅價會更高。原因似乎源自這些看法，即銅庫存一直在大幅減少，或者未來存在可能的供應中斷。無論想法為何，投資者仍必須相信對銅存在切實的需求，比如中國的工業需求會維持或甚至上升，才能支持銅價的上漲。

但是，中國6月PMI降至50.9，僅略高於50的榮枯分水嶺。這引發了對中國經濟硬著陸，以及全球其他地區經濟也會相應受挫的擔憂。不過，目前水平的PMI仍顯示，雖然9%左右的國內生產總值(GDP)增速肯定要放緩，卻仍高於8%這個備受市場青睞的、代表軟着陸的水準。

軟着陸是否足以支持銅價上漲仍尚待觀察，但即將公布的6月貿易數據應提供一些線索，顯示中國的銅進口是否正開始從上半年低迷的狀態中回升。

那麼原油呢？中國PMI顯然不是原油價格，也不是銅價的唯一推動因素。不過原油需求與PMI的相關程度未必小於銅需求。

原油需求仍將會增長

中國不僅汽車數量日益上升，而且還在囤積戰略性原油儲備，並有新煉廠陸續投產。所有這些因素都預示，全球第二大石油消費國中國的原油需求將會增長。

加之有跡象顯示，美國經濟復甦已脫離危險階段，全球原油需求的前景十分樂觀。原油前景的一大變數與供應的關係較大，國際能源署(IEA)釋出原油儲備的行動，意味着消費國希望價格不要超過當前水準。

全球最大原油出口國沙特在OPEC未能達成增產協議後，自己承諾向市場增加供應，如果能真正落實，這種價格訊號也許會得到強化。

當然，關鍵之處在於沙特原油價格要低於其他競爭原油品種，否則亞洲煉廠很可能將不願意在正常購買水平之外再買。沙特本周料將向煉廠通知其8月官方售價。

拿沙特的阿拉伯輕質原油來說，煉廠希望其較阿曼與迪拜原油的平均溢價水平能從7月每桶1.45美元的水平大幅降低。若沙特真心對亞洲擴大供應，那麼這個溢價大概需要整個消失。

這不大可能發生，沙特大概會提供比較溫和的降價幅度，這樣一來，煉廠更不太可能求購很多額外的原油。所有這些因素都會讓原油價格下半年更有可能保持偏高。然而，市場目前似乎對推高原油價格顯得保守，對銅價則是看好，儘管當下看來風險報酬情況似乎相反。

內銀再融資風險增大

中金公司中國信用策略周報

大行報告

由於近年大額融資形成的流動性充足，城投債發行人自身短期內發生實質違約的可能性仍然較小。但城投債仍面臨較大的估值風險，一是銀行信貸收縮導致的債券供給增加，二是再融資風險加大帶來的持續負面新聞導致市場對於城投債的風險偏好下降，信用風險溢價顯著提升。

地方政府債務系統性風險可控

審計署公告2010年末地方政府性債務總規模達到10.72萬億元，加上國債的存量，2010年政府負債率及債務率分別達到44%和146%，較09年都有所下降，且仍保持在國際較低水平，即使將政策性銀行和鐵道部等政府隱性債務也算上，政府債務的系統性風險依然可控。

地方政府債務目前面臨的主要風險是再融資風險，未來3年需支付的債務本息預計將達到2.2萬-3.1萬億，2011年就需支付0.9萬-1.2萬億，而銀監會今年明確禁止借新還舊，使得融資平台的短期債務展期出現困難。

融資平台的再融資壓力有多大，取決於銀監會的四分標標準實際執行起來有多嚴。從歷史經驗來看，地方政府債務增長在經歷了高峰後，一旦大幅收縮，違約風險就會上升，而銀行信貸資產質量的惡化又會進一步加劇再融資風險。

從近期《新世紀周刊》和《21世紀經濟報導》報導的滇公路和上海申虹債權風險事件來看，地方政府的態度是決定再融資風險能否

演變為實質性違約的關鍵因素，這也是我們在分析城投債信用時十分關注發行人所在地地位的原因。

銀行間：AA+短融相對價值最高

我們判斷進入7月資金面緊張的狀況有望進一步緩解，但回購利率的回落幅度仍存在很大的不確定性，如果短融收益率不能出現明顯回落，則中票的相對配置價值並不突出，所以我們仍然建議配置順序是先短融後中票，短融中AA+品種性價比最好。

上周新發個券方面，短融推薦AA+蘇京滬以及AA昆自，中票推薦AA級固息皖北和浮息石藥，有一定風險承受能力的投資者可適當配置AA-級黃山。企業債新發AAA有擔保基建投資信用資質良好但期限過長，主要適合保險配置。

交易所城投債受負面消息衝擊地壓加重，收益率全面上揚，非城投債經過前期調整後收益率基本企穩，同時回購利率持續維持高位，可回購品種也沒有繼續表現出更好的抗跌性。

交易所回購利率中樞上移意味着今年以來交易所表現持續好於銀行間的基礎在發生動搖。我們認為交易所城投債仍將繼續面臨調整壓力。

首先，與非城投債比較，城投債並沒有體現出明顯的風險溢價，未來對於信用風險擔憂情緒的上升會使得溢價幅度繼續擴大。其次，近期銀行間城投債的調整幅度大於交易所，利差逐步擴大，而支持這種利差的交易所回購優勢也可能隨着回購利率中樞上移的影響而弱化。第三，保障房綠色通道會導致高收益供給壓力增大，公司債供給上升將為投資者的行業分散配置提供更多選擇。

發展商加快補地價及推盤

美聯物業首席分析師
劉嘉輝

踏入2011下半年，經歷政府連番「出招」，本港二手屋交投有待回升，另一邊廂，一手銷情卻打得火熱：西九龍新盤首批單位迅速售罄，正陸續加推單位。新盤熱賣，對二手樓市走勢起着指標性作用，相信買家及業主正期待下一個新盤何時推出，為後市探熱，希望盡快打破目前交投膠着的悶局。其實發展商推新盤的速度及開價取態，一直都被視為是樓市的探熱針，因此筆者希望在此分享一些有關發展商推盤量的數據，供讀者參考。

根據美聯資料研究部的數據，發展商在去年上半年推約6,000多伙；不過，政府於11月推出額外印花稅措施，令推盤量由10月的過千伙，急跌至當月的510伙，12月更跌至不足百伙水平，而去年下半年推盤數目較上半年減少2成半至近4,500伙。發展商推盤的步伐明顯放緩，直至今年3月份，不明朗因素逐漸消除，3月及4月份的

推盤量才重回逾千伙水平。雖然如此，今年上半年的整體推盤量仍然較去年同期少逾3成，只錄得逾4,000伙。

展望下半年，筆者認為發展商會加快推盤速度。政府今年十分明確地表明其增加土地供應的決心，每季推出賣地及招標地皮表。料政府此舉能穩定私樓供應，逐步達至每年2萬伙的水平。政府增加土地供應，發展商可加快補充土儲，因此，筆者預料下半年發展商推盤量有機會達9千伙。

貨尾跌至低位 市區盤借售

發展商減慢推盤，加速一手樓貨尾的消耗量。數字顯示，自去年上半年開始，本港一手樓貨尾量拾級而下，至今年5月份跌至不足4,000伙，較去年高位3月份的5,800伙累減逾3成。細閱貨尾量的數據，亦不難有所發現：在貨尾單位中，位於市區的單位，佔整體的比率在5月份上升至近6成，是一年以來的高位。筆者認為，這反映出未來市區供應仍然相對緊絀，因此發展商才惜售市區單位。