

葡國被降級 評級機構受質疑

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後，希臘獲得了援助，而德國及法國這兩個最大的希臘債權國亦同意以新債換舊債的方式，支持希臘，本以為希臘的債務違約風波可暫時得到喘息。但美國評級機構在歐債憂慮得以紓緩之時，再次採取的行動，除對德法兩國延長希臘債務的方式有意見外，更把葡萄牙的評級大幅下調，使市場再次把焦點集中在歐債問題上。

評級機構標普表示，法國銀行聯合會提出有關希臘債務延期的意見，可能會被視作「選擇性違約」。法國銀行聯合會早前提出，將希臘債務延期的兩種方案，其中一個方案為民間投資者將到期的30年期希臘國債，拿出至少7成再投資於新發行的30年期希臘國債，票息為5.5%，再外加上根據希臘經濟增長而計算的額外利息。

另一個方案則為把到期債券的至少9成再投資於新的5年期國債，票息為5.5%。但標普指出，由於兩個方案都會使投資者得到的回報低於債券本身的價值，因此兩個方案都可能會被視作違約。而另一評級機構穆迪亦於周二宣布，將葡萄牙長期主權信貸評級從

Baa1下調至Ba2，是繼希臘後成為第二個被降至垃圾級別的歐元區成員國，評級前景為負面。

主要由於葡萄牙很有可能不能達到與歐盟和國際貨幣基金組織貸款協議中的財政目標，使其在2013年下半年或之後，亦難以在資本市場以一個可持續的利率借款，因此在重返私人市場前，可能需要歐盟及國際貨幣基金組織，提供第二輪財政援助。然而，三大評級機構標普、穆迪及惠譽近期不斷出報告提醒市場小心歐債問題亦無可厚非，因葡萄牙及希臘的財政的確十分疲弱，葡萄牙的財赤佔GDP比例達9.1%，而希臘更達10.5%，債務負擔沉重，違約風險不低。

但目前存在較大債務違約風險的國家除了歐元區外，還有美國，而其財赤佔GDP比例亦達9.1%之高，不過三間評級機構對美國的態度似乎比對希臘及葡萄牙較為寬鬆，只作警告，評級亦仍然維持在AAA的最高級別，而評級機構下調歐元區財困國家的時機亦十分巧妙；像今次當希臘與歐盟及國際貨幣基金組織有關援助希臘的談判取得進展之時，葡萄牙的評級則大幅下調。

也難怪歐元區國家近日紛紛對評級機構的動作表示不滿，繼德國總理默克爾對評級機構開火後，歐盟委員會理事巴尼爾亦發出警告，批評評級機構之在跟隨市場流言而非獨立地診斷問題，促請這些評級機構「非常



圖為葡萄牙里斯本市容。 彭博社

謹慎地」遵守歐盟的規則，評級機構的獨立性受到挑戰。

不過，評級機構的獨立性其實有所局限，即使其資本是獨立的，但評級機構是通過給那些要求評級的企業打分而收取費用的，因此它們也取決於客戶，評級機構與企業之間顯然存在利益關係。再者，三大評級機構中，標普及穆迪均為美國公司，在美國國會

仍就提高債務上限達成共識的情況下，轉移視線，故意製造其他地方的混亂，而將葡萄牙評級下調，亦為一個合理的政治猜想。

當然，上述想法均純屬猜測，但事件反映了評級機構的評級並非一定可信，因此，投資者接收此類消息時，需要從多個角度分析下調的理由，而非只單方面相信評級機構的解釋。

提高個稅起徵點冀刺激消費

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

全國人大常委會早前通過，將個稅起徵點由原來的2,000元，提高至3,000元，於9月1日起執行。國家財政部稅政司副司長王建凡指，經過是次調整後，個人所得稅的納稅人數將由8,400萬，降至2,400萬，並預期會少收約1,600億的個人所得稅稅收。個稅起徵點提高，意味將有更多國民被排在稅網以外，變相減少其稅項開支，有助國民應對國內通脹，以及提振消費意慾。

國內通脹居高不下，食品價格的升幅尤為明顯，影響了國內消費，央行第二季度城鎮儲戶問卷調查顯示，有68.2%的受訪者指國內物價處於「高，難以接受」的水平，而在83%傾向儲蓄的受訪者中，有高達42%傾向「儲蓄存款」，其餘則傾向「投資債券、股票、基金等」的另類儲蓄。

在國內現時負利率持續的環境中，國民儲蓄的比例依然高企，勢必拖累消費增長，5月份國內社會消費品零售總額同比增速，較去年同期減慢1.8%，相比4月份，增長亦降低0.2%，1-5月份的累

計增長也比10年少1.6%，若計入年內不斷創下新高的通脹，實際消費增長的放緩情況將更為顯著。

政策面利好 內需股當旺

國家消費增長未見提速，影響國家刺激內需的政策方向，以及當局減慢固定投資比重的步伐，不利於整個宏觀經濟結構的改變。此外，國內通脹雖有望在年中後期時間見頂，惟回落幅度仍為疑問，加上外圍經濟尚存不確定性，國內亦隱現「硬著陸」的兆象，當局有必要深化積極財政政策，推出更多刺激消費的措施，冀帶動消費上揚，市傳當局或取消汽車限購令，以及降低奢侈品進口關稅均是其中可行的舉措。個稅起徵點的上調，或只是刺激政策的序幕。

另一方面，國內穩健貨幣政策令借貸出現緊張，其中以中小企受累至深，當局一方面需要維持現時的政策方向，避免過度投資及加深產能過剩，惟亦需同時加大對個別具競爭力的中小企，在借貸及政策上的援助，並加大推動民間資本的進入，希望藉以提升各產業的創造力，優化產業結構。

國內經濟錯綜複雜，但推動內需，刺激消費將是當局往後的主要任務，亦是調整國內經濟結構，減低對出口及固定資產投資的依賴的關鍵，而國內現時經濟或呈現放緩，更正好給予當局加強積極財政政策，進一步提振消費的契機，亦可藉此加強對中小企的扶助，而政策放寬憧憬，相信有望成為內地股市第三季的主題，有利股指回穩，其中一眾內需股，有望成為升市動力，包括服裝零售、百貨，以及汽車等。



圖為一位香港市民在選購蔬菜。

新華社

淡馬錫沽內銀 時機把握精準

路透社專欄撰稿人
顧蔚

熱點透視

新加坡國有投資機構——淡馬錫表現出對時機的精準掌握。該機構周三(6日)一舉拋售36億美元中資銀行股票，可被視為不看好中國銀行業。畢竟，淡馬錫是中資銀行最早也是最大的外國投資者。但是市場對此反應不大，顯示需回補倉位的沽空者激增，似乎更像是為了乘機趕在其他潛在賣家之前拋售股票。

中資銀行的外國戰略投資者可能都在考慮減持股份。資產質量是最大憂慮所在。穆迪最近警告，中國地方政府債務違約跳增，可能將中國銀行業的不

良貸款比例最高推升至12%，遠高於穆迪給出的基本預估值區間5-8%。

搶在其他大賣家前鎖定利潤

淡馬錫大舉售股，似乎是為了搶在其他大賣家進一步壓低股價之前，鎖定獲利。美國銀行正努力達到更嚴格的資本金要求。該行持有200億美元建設銀行(0939)股票的鎖定期將在8月底到期，屆時美銀很可能出售其中的一大部分。投資者持有的約60億美元中國農業銀行(1288)股票可在7月15日解禁出售，或給股市帶來更多供應。

一些對沖基金似乎一直期待這樣的拋盤，從而做空中國銀行股。據湯森路透數據，7月初，沽空者持有的建行股票相當於該股日成交量的15%，而前月這一比例約為5%。但股市全線反彈，或許促使部分沽空者趕忙回補倉位。

據熟悉情況的消息人士稱，這一市況令淡馬錫配股出售的摩根士丹利只用了不到三小時完成賣單。而且，建行股票售價較當日收盤僅低3.4%。

淡馬錫暫時不會全數拋售其持有的中資銀行股。它依然是中資銀行的大股東，仍持有建行和中國銀行H股6%的股份。就算該機構希望拋售，其已經承諾在未來三個月不再出售建行和中行股票。

下次淡馬錫再售股的話，估計將需要排隊等候。



星資淡馬錫以每股6.22-6.35港元，配售15.02億股建行。圖為建行上海分行。

路透社

發水圖則兩年內動工 供應量勢增

置業18主席
張肇柱

政府落實今年4月實施限制發水條例，在實施前數月，發展商為趕搭「發水尾班車」，令部分原先可慢慢處理的項目加快入則，曾於一個月內錄得逾百份申請，但隨着「死線」已過，可供發水的項目塵埃落定，令入則申請大幅「縮水」。

在過去一年政府從多方面措施穩定樓市，除沿用勾地制度外，亦多次通過招標及拍賣形式主動推地，令土地供應增加，造成近一年幾乎「月月有地賣」的情形，發展商為趕搭「發水尾班車」，在投地皮後加快入則，資料顯示，實發水條例前一個月錄得176份申請。

雖然政府於今年初讓發展商因技術上問題而遭拒批的圖則，獲半年寬限，令發水「死線」變相延期半年，但由於該批項目須在措施生效前入則，才有「資格」落入「輪選」

名單，因此令4月1日後發展商入則數字回落。據最新的數字顯示，5月份入則申請僅錄得17份(包括首次及經重大修訂圖則)，較高峰期回落約9成。

兩年內不動工當「自動棄權」

其實，發水條例實施前獲批的圖則只是保障發水的第一步，而獲批的圖則申請只得兩年期限，若兩年內不動工便當作「自動棄權」，預期條例實施將加快動工，多個獲批的項目將會陸續開展工程。據屋宇署資料指，5月份全港共有5個私人住宅動工，私人住宅項目動工單位涉及1,841伙，較4月116伙，急升14倍，更創下近21個月新高。

由於發展商須在限期內動工，相信未來供應數量將因而增多，然而地皮由發展至落成及推出市場，往往需要2至3年，甚至更長的時間，隨着近年的入則申請及動工量增多下，供應將於往後數年陸續推出，預期在未來供應增多下，樓市將平穩發展，同時亦可舒緩樓價升勢。

市場對中國過於謹慎

葡美新興市場股票主席
Roberto Lampl

我們仍非常看好中國，並相信中國經濟將持續高速增長。目前的估值水平非常吸引，我們認為市場對於通脹前景過於謹慎。此外，我們亦看好印尼，該國具備上調評級所需的典型條件——經濟方面擁有穩健的經常賬戶盈餘、通脹率持續下降、企業溢利不斷增長，而且估值仍非常吸引。

我們認為南非蘭特仍有從目前高位回落的空間，我們對南非市場的前景表示合理謹慎。此外，我們亦對土耳其市場的前景較為謹慎。我們對該國央行實施非常規貨幣政策的成效有所保留，並對該國通脹持續上升感到不安。儘管土耳其大選的結果從投資者的角度來看屬於利好，但這對市場的影響有限，我們認為大部分利好消息已被市場消化。

多種商品價格維持偏高水平

行業方面，我們預期多種商品的價格在中期內將維持偏高

水平，因此受惠的不僅有俄羅斯，還有商品儲量豐富的智利、印尼及秘魯。這將透過提升生產力對貿易帶來改善。基建投資繼續成為該資產類別的主要推動力，各國政府致力提高國家基礎設施的整體水平以發展生產力及保障未來增長。反過來，這又會為鋼鐵及銅生產商帶來進一步支持。

我們對公用事業較為謹慎，該行業通常會受制於監管部門實施的限價措施，較難將成本上漲壓力轉嫁給相關消費者。

對風險方面，我們認為全球經濟目前正處於較為疲弱的階段，我們最近已經根據形勢變化將我們投資組合的風險水平適當調低。若全球經濟進一步放緩，並三大經濟體系再度出現陷入衰退的局面，又或者發生其他意想不到的事件，例如希臘或其他歐洲邊緣國家發生主權債務違約並引發連鎖效應，則大部分資產類別將出現大幅波動，新興市場也無法倖免，因此，我們需要對投資組合的持倉配置進行調整。

賣地收入急增 宜加強經濟發展

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

政府加強主動推出賣地，市場積極回應，多幅豪宅地以創新高價成交，由四月份起的今個財政年度，估計頭兩季的賣地收入已達600億元，加上其餘兩季的賣地收入，勢將超越政府今年度預計的620億元，並將創出有紀錄以來的年度新高。賣地收入破紀錄，今年港府財政預算收支會有盈餘，如果額外盈餘能運於加強經濟發展，有利於社會各方面的均衡發展。

上半年賣地合共逾600億

今個財政年度，頭一季推出8幅地拍賣及招標，共帶來204億元進帳，第二季將有9幅地發售，市場估計地價超過400億元，兩季合計已逾600億元，差不多為政府今年度賣地收入達標。首季度最矚目的成績是波老道的116.5億元、呎價26,763元，以及嶺南書院舊址的44.9億元、呎價24,829元。

第2季度中，預計成交金額最大的是西鐵南昌站，料值約160億元，港府剛修訂鐵路土蓋項目條件，發展商須以「一個價格」的模式去競投項目，似乎為順利推出南昌站鋪路。港島區較矚目的是油街前政府物料倉庫地，估值約80億元。

筆者認為最具有戰略意義的是將軍澳66A區的住宅地，這是關係着將軍澳

新市中心未來發展的其中一塊地，拍賣時必有一番激烈爭逐。至於已定期下月九日出售的沙田第56A區九肚山地盤，賣地章程要求至少興建970個單位，以總建築面積上103萬呎計，平均每個單位面積僅1,063呎，與現存九肚山洋房別墅區的定位或有出入，未知會否因此影響成交價。其餘東涌55A區及其他較細地皮均應該有捧場客；第二季度9幅用地全數售出應該沒有問題。

綜合來說，今年將是賣地收入豐收的一年，庫房進帳有保證，在制定下年度預算案時，港府手頭應該前所未有地鬆動，在有充足盈餘的情況下，希望在考慮再派錢之餘，能多動腦筋在推動經濟發展方面，尤其協助港人在經濟轉型的環境下，尋找新的出路。特首已明言會在施政報告專心處理房屋課題，相信政府在致力尋找更多可建住房的用地之餘，亦會調撥資源協助市民滿足對住屋的需求。



圖為西鐵南昌站上蓋住宅物業效果圖。 本報圖片