

危機難解 縱量寬也難懂憬

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

歐債危機消息多，不單止希臘，連同意大利以及早前已獲歐盟援助的愛爾蘭均波及，加上美國未提高債務上限，經濟疲弱，金融市場近日受牽引，波動甚大。

希臘上周隨國會通過緊縮方案，預期將可獲得歐盟及國際貨幣基金組織援助，避免發生債務違約，該國10年期國債孳息率亦從上月高位回落，反映希臘債務危機已降溫。但本周又再有報章指，歐元區領袖正考慮允許希臘債務選擇性違約，加重市場對希臘違約的擔憂，該國10年期國債孳息率再攀升。

評級機構穆迪再出手，把愛爾蘭主權債務評級由Baa3下調至垃圾級別的Ba1，並維持評級前景為負面，表示愛爾蘭可能於2013年底援助計劃到期後仍難以從市場中融資，被迫再度求助於國際組織。當然，相對而言，市場對希臘及愛爾蘭市場的消息已麻木，焦點轉移至新一個起火地——意大利。

作為歐元區第三大經濟體的意大利，一旦出現債務問題，影響之大非歐元區可解決，有報章指，歐洲央行認為，有必要將歐元救助基金增加一倍，由目前的7,500億歐元提高到1.5萬億歐元，為意大利可能出現的債務危機提供保障，反映歐洲央行認為意大利的債務問題有惡化趨勢，而周二意大利10年期國債孳息率更升至接近11%高位，反映市場對意大利的償債能力失去信心。

不過，其後意大利成功拍賣國債，雖然孳息率由上月2.147%升至3.67%，但認購率達1.55倍，反應優於市場預期；加上評級

機構惠譽表示，意大利若成功通過在本周稍後投票的400億歐元的減赤計劃，將有助穩固意大利AA-的評級，並指意大利今年應可實現其財政預算目標，而未來三年的財赤亦能夠減少，如此一來，增強市場對意大利的信心，令10年期國債孳息率從高位回落。

從現況看，歐債持續續一年，並無真正解決方法，唯一可做的是將債務拖延，待經濟復甦時才再處理，在維繫歐元區完整的前提下，將不會輕易放棄任何成員國，相信將繼續以此方式應付危機。

歐元區以拖為法，而面對經濟增長疲弱、高失業率及房地產市場疲弱的美國，聯儲局主席伯南克的言論則被解讀成暗示將再以量寬來應對。伯南克周三出席國會聽證會時表示，美國經濟疲弱持續的時間可能比預期長，有必要提供新政策支持，更表示當局已準備好在經濟增長轉差時進一步行動，包括購入更多政府債券或以其他新方法来刺激經濟，暗示聯儲局或再推量寬。

不過，若單純因為可能出現新一輪量寬，而憧憬股市有去年下半年一樣的憧憬，繼而拾級而上，則未免太單純了一點，畢竟去年11月正式公布第二輪量寬之時，股市由高位回落，證明量寬之量要不斷增加劑量才行，否則，根本敵不過投資的預期。



■美聯儲局可能推出第三輪量寬鬆救經濟，令市場再度擔心可能催生新一輪的資產泡沫。新華社

金融界亂局的反思

敦沛證券業務董事
施俊威

高鑫零售(6808)為今年第二大的凍資王，居然因招股文件出錯，於暗盤交易中突然延遲上市。金融市場大亂，每逢聽到獨立研究機構Muddy Waters(渾水)或評級機構穆迪，投資者都會擔心手上股份被「插旗」。

早前嘉漢林業(Sino-Forest)被稱欺詐，就聯想到連對沖基金巨頭保爾森(John Paulson)亦未能倖免。早前筆者的電子郵箱也收到這份報告時，還大開了眼界，份報告讀起來由多份其他的分析報告集成，不如說是一份國際刑警的起訴書。

報告開段就斷言嘉漢林業和巨騙馬多夫(Bernie Madoff)一樣，接着又估計這龐氏騙局誇大資產達9億美元。馬多夫詐騙案是一家歷史悠久機構犯下的乃是罕見欺詐案。嘉漢林業非但不能反駁這些指控，該公司的問題看上去更只是冰山一角，因為更多在北美上市中的中國內地企業受到了會計核算不規範的質疑。雖然嘉漢林業是在多倫多上市，但在納斯達克和紐約證券交易所上市的眾多內地公司也已成爭論對象。自3月份以來，在納斯達克市場，至少有5間中國上市公司被停牌，15間被暫停交易。

優秀公司不再送到海外上市

這些公司的股價也一落千丈。野村證券最近的一份研究報告指出，2010年以來在納斯達克上市52間內地企業中，今年以來只有八家公司的股價上漲。雖然有必要檢討的是監管機構及作為投資銀行家的我們，但出現這種現象還有一個更深層次的解釋，即中國內地股市嶄露頭角，日益成為公司上市的主要目的地。有關中國概念下，鮮有人注意中國已經不再將其最優秀的公司送到海外上市。

曾經很長一段時間內，質量較好、規模最大的內地企業海外上市的首選地點為香港，備選的上市地點通常為紐約或倫敦。近年上海股市日益崛



■高鑫零售為台灣潤泰國際與法國歐尚集團的合資企業，擁有大潤發和歐尚兩大品牌在內地的零售業務。新華社

起改變了此前的形勢。儘管香港常因內地公司A+H股同時上市能從上海股市沾到一點光，倫敦和紐約總體上已風光不再。

滬深去年吸金量全球最多

來自安永會計師事務所(Ernst & Young)數據顯示，於雷曼兄弟倒閉，金融危機爆發後，上海證券交易所(簡稱：上交所)引領了全球IPO市場的反彈，並在2009年超過了紐交所。按融資量計算，紐交所2008年還是全球IPO市場的冠軍。2010年，在上交所和深圳證券交易所上市的公司共計融資581億美元，這使紐約市場347億美元的融資量相形見绌。

投資者以前對中國概念投資的迷戀，港交所行政總裁李小加最近表示，美國內地上市公司問題在香港是不存在的。在香港的企業毫無疑問規模更大。根據野村證券給出的數據，在納斯達克上市173家中國公司平均市值為7億美元，於港交所上市600多家中國內地公司平均市值為63億美元，惟最後於美國及香港上市皆醜態百出。

地產代理生意難做

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

在一個場合，碰到多位代理行高層，大家異口同聲，大嘆生意難做，有人甚至說慘過金融海嘯，二手成交大幅回落，大行做的一手生意亦不見得好到哪裡，這樣持續下去，有代理行或會改變經營策略，轉攻為守。

今次樓市轉淡已持續多個星期，巧合地在政府傳出研究復建屋宇之後，有認為是這個消息打擊了市場信心。筆者對此有不同看法，復建屋宇最快要三、四年後才成事，兼且居屋定位只應針對首次置業家庭，但現時整體樓市各環節皆轉靜。應該是港府近期一連串「組合拳」出招多而密，加上國內宏觀抽緊銀根令「港資內貸」所致。

今個財政年度以來，港府已直接賣出8幅地，取回土地供應「話事權」之餘，亦以行動表明土地供應充足，發展商積極回應，顯示他們預計市場需求大，但接著下來第二季度又有9幅地出售，估計仍會成功賣出，這些用地建成住宅後，將於2至3年後推出市場，屆時市場供應將會很充裕。

收緊按揭成功冷卻樓市

更重的一招是港府進一步收緊按揭，6月10日之後，價值600萬以上的住宅按揭均作不同程度收緊，以純資產淨值為依據的貸款更由五成降至四成，這對換樓客的影響大，近日有藍籌屋苑劈價成交的個案出現後，估價師必會參考這些低成交個案，估價不足的循環效應將續現，市民就算想買樓，亦會因籌不足首期餘數而不能成事，看來以這招來冷卻樓市已經奏效。



■金管局上月再推措施，減低住宅按揭成數，以求降低銀行風險。路透社

另外，國內宏觀調控，抽緊銀根，企業資金周轉困難，銀行貸款需求殷切而利息抽高，部分港資轉向內貸，賺取高於在港貸款利息，或許部分銀行把放貸的比重轉為加強內貸。

有自稱熟悉內地情況人士稱，部分不能從正規渠道取得信貸的企業，轉向民間財團借貸，這些拆借利息很高，可能令民間財團把資金留在國內而減少到國外投資。假如屬實，就要留意內地買家到港趨勢是否下調，以及還會持續多久，港物業需求尤其新樓盤的銷售或受這因素影響。

須小心樓價急回逾1成

港府已密切注視樓市近期走勢，筆者提出警告，假如樓價在短期內急速回落，超過10%便要小心，或有需要放寬部分已出台措施比如樓按成數，以令樓價回穩，避免銀行抵押物急貶值而需面對的後果。

通脹居高不下 調控周期料未告終

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地公佈上月CPI創近三年新高，同比增長達6.4%，食品價格按年升14.4%，對CPI的貢獻度達4.26%，另上月PPI按年增長7.1%，亦較5月份的6.8%為高，數字與CPI一樣，均超過市場預期。總理溫家寶早前表示，年內把CPI控制在4%以下有困難，但就表示可將數字限制在5%以內，顯示當局對通脹的容忍程度增加。

國家年內實行穩健貨幣政策，年內已三度加息，六度上調存準金，冀控制通脹，惟隨着市場流動性的收緊，企業(尤其是中小企)的融資成本及困難不斷增加，連帶經濟亦受累，上月PMI已跌至50.9%，接近50%的盛衰分界線，反映內地製造業已不是處於增長放緩，而是面臨收縮的境地。

CPI或回落 惟幅度料有限

另緊縮措施也令房企的資金鏈流轉出現危機，對地方財政、周邊行業及銀行資產質素，均帶來一定風險，加上經過一輪貨幣緊縮後，內地貨幣供應增速已回落，6月份M2按年增長15.9%，增速雖高於預期，惟仍低過當局全年16%的調控上限。

再者，國家雖有意大力推動內需，惟內地零售銷售增長未有提速，6月份全國社會消費品零售總額按年增長17.7%，上半年累計增長16.8%，但若計入通脹因素後，增速實際未見加快，這與高通脹環境，壓制居民消費意慾，相信有密切關係。

下半年內地CPI在翹尾因素減少下，有望見頂回落，加上宏調對經濟的負面效應已漸漸顯現，為當局放鬆調控提供上佳的誘因。不過，內地通脹雖有機會見頂，但其回落幅度存疑，加上負利率問題揮之不去，為放寬調控迎來障礙。更為重要的是，內地新公佈的次季GDP增長優於市場預期，反映內地經濟並未有大幅受累於緊縮政策，無疑降低了當局放鬆調控的機會。

人民銀行行長周小川表示，內地宏調仍以較大的通脹壓力，以及較強的通脹預期，為最突出的問題，國家需進一步落實穩健貨幣政策。另人行貨幣政策委員會委員夏斌亦指出，需要不斷加息，始能改變負利率情況。

豬肉價短期料續高位徘徊

事實上，內地上月豬肉價格按年增長57.1%，拉動CPI上升1.37%，對當月CPI貢獻度達21.4%，豬肉價格高企，加上主要飼料粟米的價格有所回落，有利提升農戶的養殖意慾，但考慮到內地流動性、國民需求以及養殖周期等因素，預期豬肉價格在短期內料續於高位徘徊，豬肉價格或至下季始有慢慢回落的機會，間接拖慢通脹回落速度。

預期內地通脹在未來數月仍有機會於高位徘徊，意味調控仍未能有轉向的餘地，但基於對經濟增長的考慮，當局的調控力度料不會進一步加深，力度亦有望略為減輕，年內料再加息一次，而存準金亦續有上調空間。

經濟向上趨勢確定 A股前景佳

大成基金

基金點評

國家統計局周三公佈，二季度GDP增長9.5%，基本符合預期。6月工業增加值同比增15.1%，高於市場預期。周二公佈的6月份貨幣信貸繼續有所反彈。綜合分析近期公佈的一系列宏觀數據後，大成基金維持政策結構性放鬆、經濟回升趨勢確定、通脹將回落的判斷。大成基金認為，在此宏觀大背景下，估值處於底部區域的A股前景看好。

經濟最壞情況已經過去

值得關注的是，6月份工業增加值同比增速扭轉了過去兩個月持續小幅走低的趨勢，顯著反彈，而且為2010年5月以來的最高值，環比的增長也顯著高於今年以來各月的增

長。大成基金表示，這反映經濟在經歷了4、5月份下滑後已經企穩回升，向上趨勢基本確定。而在上半年信貸持續緊縮、二季度生產大幅下滑的背景下，滯後指標——通脹已是強弩之末。從經濟趨勢來看，最壞的情況已經過去，未來向好是大概率事件。

境外不確定因素仍存在

大成基金認為，下半年更多的不確定因素在境外，外圍經濟的復甦若低於預期，將影響出口，給經濟增長帶來負面影響。國際經濟局勢變化對中國市場的影響將主要表現在兩方面：一方面，不斷升級的歐洲債務危機及美國債務問題很可能影響全球投資者的風險偏好；另一方面，發達經濟體資本市場以及外匯的表現會影響流入新興市場的資金。

朱民當選乃利弊均存之事

路透專欄撰稿人
顧蔚

熱點透視

中國或將得到其長期以來竭力想要的職位：國際貨幣基金組織(IMF)副總裁。然而，這一任命在很大程度上是象徵性的，設立第四個副總裁職位，沖淡了這一職位的價值。此外，這還可能導致美國和歐洲在未來更不願意支持對中國更有意義的改革。朱民周二被提名為IMF副總裁。

朱民晉升IMF副總裁也不會給北京增加多少權力。他現在已經是IMF五人管理團隊中的一員，並且從職責上看已是實際上的副總裁。2010年朱民以特別顧問的身份進入IMF，負責重要的金融穩定工作。

四名副總裁兩位來自亞洲

這一任命看似是中國與傳統強國談好的一項交易，代價是撇開了其新興市場同伴，這些同伴曾呼籲IMF進行更大程度的改革。美國和歐洲可能會支持朱民的提任，他

們目前把持着IMF總裁和第一副總裁職位。以往能夠在最高管理層中佔據一席之地的拉美將很不願意見到這一變化。為IMF增設副總裁職位，或會使得其最高管理層看起來不太均衡。四名副總裁中兩位來自亞洲。其中新加坡財政部長尚達曼最近就任IMF決策理事會主席一職。

若中國如願以償，美國和歐洲或許更不樂意在IMF內推動對中國來說意義更大的改革。中國希望打破美國在IMF的一票否決權，並在努力推動將人民幣納入特別提款權(SDR)的貨幣籃子中。

為取悅於中國創設一個新職位對IMF來說也不怎麼好。IMF沒有打破日本長期以來把持一個副總裁職位的狀況。中國理應得到更多的代表性，但日本不應該得到那麼多。朱民的提升或許也會引發外界擔憂，IMF今後是否有胃口對中國政策作出批評，比如嚴格管控下匯率。朱民的當選或許會讓北京感到高興。不過仔細尋味，這似乎是一個利弊均存之事，對中國和IMF都是如此。