

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

美經濟仍疲弱 提債上限有曙光

美國經濟復甦力度疲弱，則仍然未有新進展，但提高債務上限一事，卻似乎有進展，上周五(15日)奧巴馬暗示考慮讓步，樂觀看，債務上限問題或於本周解決。

美總統奧巴馬暗示考慮讓步，樂觀看，債務上限問題可望於本周解決。圖為美國國會山莊。本報圖片



是的，聯儲局主席伯南克上週三表示，經濟疲弱持續時間可能比預期更長，而通縮風險亦可能重現，在必要時，將提供新政策支持，如推出新一輪貨幣刺激政策，繼續增加購買美國政府國債等，一度令市場解讀成美國將推出第三輪量化寬鬆。但事隔一天，伯南克繼續出席聽證會時則表示，現時無必要立即推出更多經濟刺激政策，市場一下子對寬鬆措施預期降溫。

其實，從上週三(13日)伯南克的講話，不難發現，若要美國推出新一輪貨幣刺激政策，需符合兩大條件，一是經濟持續疲弱，二是出現通貨緊縮。然而，從近期數據看，美國目前似乎只符合經濟持續疲弱一項。

從美國上周五公布的製造業數據可見，目前美國經濟疲弱之象未有改善，6月份美國生產設備使用率維持在76.7%，但較過去四十年平均數低3.7個百分點，而紐約7月份製造業指數雖然較6月時有改善，但仍低於分界線，只有負值3.76，反映紐約州製造業仍處於收縮，數據較外

界預期遜色。消費者信心亦有敗象，美國7月份密歇根大學消費者信心指數初值跌至63.8，為2009年3月以來最低，顯示市場對經濟前景不樂觀，降低消費者購買意慾。

通脹數據方面，美國6月消費者物價指數按月跌0.2%，不過，6月份核心消費者物價指數則延續升勢，按月升0.3%，高於預期的升0.2%，按年亦高於市場預期的升2.4%，反映美國通脹已擴展至食物及能源以外的商品上。從數據上看，美國未來出現通縮的可能性不大，因此，新一輪貨幣刺激政策推行的機會亦較低。

的確，美國目前經濟疲弱，但未至於負增長，相比起美國債務上限共識問題，8月2日期限逐漸逼近，當然是債務問題較急迫了，畢竟只餘下約兩星期時間來解決。

事實上，繼穆迪之後，評級機構標普亦宣布，

將美國的信貸評級，列入負面觀察名單，並表示，若白宮與國會不盡快同意調高債務上限，未來3個月美國有50%的機率失去現有信貸評級，且下調幅度可能不只一級。

不難想像，一旦美國信貸評級被下調，將導致國債孳息率下跌，令美國發債成本上升，進一步加大美國財政負擔，而另一方面，環球金融股市亦將受牽連，影響十分大。

考慮到後果嚴重，加上時間所剩無幾，奧巴馬似乎亦有意讓步，他表示，倘若國會通過的削減政府開支方案不包括加稅內容，仍可能考慮簽署，以換取通過提高債務上限。在其努力下，美國國會可能於本周對美國提高債務上限的方案上達成初步共識，避免美債違約的災難性後果。

依此看來，美國即時困局有一定曙光，當然，若要憑此推斷大放光明，言之尚早，畢竟經濟復甦之事，長路漫漫，而債台高築更非美國獨有，歐洲亦如是，長期結構性問題矣。

歐銀行業面臨現實版壓力測試

路透專欄撰稿人 Peter Thal Larsen/George Hay

熱點透視

如果說歐洲的銀行業壓力測試的本意是給市場製造一場意外，那麼它沒有成功。歐盟接受壓力測試的90家大型銀行中，只有8家未能通過，而總體資金缺口僅為25億歐元，甚至比去年那次不太可信的測試結果還低。春季的倉促籌資幫助部分銀行勉強過關，但監管機構再次忽視了主權違約的情景假設。由於歐元區要設法解決希臘債務問題，銀行業可能很快將在現實中面臨更加嚴厲的考驗。

2011年的測試標準只提高了一點點。歐洲銀行業協會(EBA)決定，只有核心一級資本才能作為唯一的合格緩衝器，這排除了混合債務和其它會計手法。規定還要求每家銀行提供3,200份資料，這足以滿足更嚴格的披露條件。該協會還選出了16家銀行的名字，稱它們勉強通過，這些銀行一級資本比率為5-6%，仍需要幫助。

不過EBA的權力有限。德國州立銀行Helaba看來無法過關，從而退出此次壓力測試，並立即獲得了德國央行的支持。連續兩年均未過關的希臘國有銀行ATE仍未急於修復其資產負債表。西班牙央行周五說，該國五家資本不足的銀行都

不必增資，這可能是由於此次測試沒有將該國銀行必須留出的額外準備金納入考慮。以上種種都明確顯示EBA的權力有限。

未考慮主權債務可能減值

此外，此次測試的最大缺陷，是沒有考慮到銀行當前以面值持有的主權債務中，多數可能面臨減值。EBA確實要求銀行為希臘債務問題留出一些準備金，但銀行可能假定損失僅為15%左右，而市場預期減值程度達50%。減值情況可能很快出現。因歐元區領導人準備解決希臘債務負擔問題，銀行業者最終可能被迫沖減其所持相關債券的價值。雖然投資者現在對痛苦會來自哪些方面有了更清楚的了解，但人們將會發現，此次歐洲銀行業壓力測試還是不如現實那樣嚴厲。

背景資料：在一項衡量歐洲銀行業承受長期衰退衝擊的能力測試中，有8家銀行未能過關，不過總體籌資需求僅為25億歐元(35億美元)，遠遠低於預期。歐洲銀行業管理局宣布，有五家西班牙銀行，兩家希臘銀行和一家奧地利銀行未能通過「壓力測試」。在這項測試中，首次要求銀行業透露獲利預期，主權債券持有細目以及融資成本。

高鐵拉近一二線城市樓價差距

山西省政協委員、特聘測評師、中國房地產估價師張宏業

隨著溫總理搭上海京滬高鐵開始，這條被喻為「貼地飛行」的高鐵鐵路正式試行。京滬高鐵是全世界一次建成線路里程最長的鐵路，往返北京南至上海虹橋站之間，總長度達1,318公里，總投資約2,210億元。她貫穿北京、天津、河北、東北、安徽、江蘇、上海七省市，連接環渤海和長三角兩大經濟區，沿線七省市人口佔全國25%，而經濟總量更佔全國40%。中國人有句名言：路到財到，究竟這條新幹線會帶來什麼房地產商機，本文進行具體分析。

這條全長1,318公里的國家動脈一共設24個車站，分別是北京(北京南站)；天津(天津西、天津南)；河北(廊坊、滄州西)；山東(德州東、濟南、泰安、曲阜東、滕州東、棗莊)；江蘇(徐州東、南京南、鎮江南、丹陽北、常州北、無錫東、蘇州北、昆山南)；安徽(宿州東、蚌埠南、定遠、滁州)及上海(上海虹橋站)。

是躍升；曲阜、泰安、鎮江、滄州說是客源。京津滬三地現在正實行嚴格限制購房和對銀行嚴格限制借貸政策，當地住宅市場以本地人剛性需求和改善居住環境置業為主流，令投資客購房活動大大減少。高鐵會進一步形成「同城效應」，使北京上海之生活半徑和活動範圍隨之擴大，拉近三地房價差別。當中尤以天津市商品房價格最低，可以預期會逐步追上！

被政策限制購和限貸的居民，不妨走到鄰近城區置業，如廊坊對於京津和昆山對於大上海。應「十二五」規劃，河北省於去年底推出「環首都經濟圈」的規劃，省政府銳意對廊坊以「經濟」方式兼併入京津內，如電話可安裝010號，境內七縣市開通進京公共汽車和北京地鐵2號線也會延伸到廊坊。同樣地，昆山市通過高鐵開通已儼然成為大上海經濟區的衛星城市！這處是華東地區的台商集中地，是上海人的娛樂後花園，而其商品房回報率也高於上海。

濟南及南京「翻身」可期

京滬高鐵路線於濟南、南京兩省會城市格外照應，因南京是必停的，而濟南也是享有大批京城直達的優勢。從經濟發展來考量，她們的GDP仍低於同省內其他發達城市，但京滬高鐵路線無疑為她們提供一個翻身良機，這有賴於南京和濟南兩市都是建於城郊，該地政府已計劃再建一座新城，啟動城市新的增長點。另外，南京城也是100公里半徑內的中心城市，其他周邊的中型市如馬鞍山、蕪湖、滁州、揚州和鎮江的居民會往中心城市購物、求學、搬家、置業和經商，高鐵的開通可以拉高南京城市地位，更進而提升這些周邊城市的經濟活力。讀者可以預測中心和周邊城市的商品房價格同步上落，形成良性互動關係。

最後，不可不提高鐵會加快蘇錫常「同城化」。趁着京滬高鐵路線起飛的東風，三地政府已計劃興建地鐵和快速公路將他們緊密地連在一起。在雙鐵的效應下，蘇州的相城區、無錫的錫山區和常州的新北區的商住房價可再提升，而成為明日之星。

古語有云「千里江陵一日還」會改寫成「千里京滬一日還」了！這個地區的多座城市會經歷「同城化」的歷史時刻，而且整個地區的商品房水平會重新再改寫呢！

租金績堅挺 通脹難回落

美聯物業首席分析師 劉嘉輝

自今年年初，內地及香港兩地通脹持續升溫，6月份內地通脹創近三年新高，達6.4%，當中豬肉價格同比暴升57%，升幅令人嘩然。內地為本港輸入食品的來源地之一，本港通脹亦隨之加劇。今年以來本港通脹率拾級而上，由去年12月2.9%升至今年5月的5.2%，為金融海嘯後的新高。除了柴米油鹽、交通費加價外，租金上升亦進一步推高通脹。筆者在此分享一些租金數據，或為未來通脹走勢帶來啟示。

在計算通脹中，住屋的支出佔很大的比重，其中租金(連差餉及地租)的權重佔約3成，主要是私人房屋租金權重逾27%，對通脹水平有明顯影響。

但需留意租金跟食物價格不同，通脹與租金的關係存在滯後的關係。因為物價指數內每月租金支出的計算，估計有部分是早於半年前甚至1年前已簽訂的租約，故未能完全反映最新租金情況，並滯後於實際租金走勢。據美聯「租金走勢圖」的顯示，本港平均租金繼09年攀升23%後，10年亦再升12%。而過去一年中，僅去年12月份租金出現過較明顯下跌，主要是因為去年11月政府推出額外印花稅措施，打擊樓市炒炒活動，令不少業主將單位轉賣為租，市場租盤盤源急增之下，租金按月回落1.7%。

過去半年租金再升6.3%

但今年以來，隨着租盤被消化，加上樓價於首季明顯上升令選擇租樓人士增加，租金重回升軌，大致平穩上升。過去半年本港租金再上升6.3%，最新6月份的平均呎租達20.7元，已接近97年最高位20.85元。展望下半年預料本港租金仍有一定上升空間，相信租金上升的影響將於未來通脹數字中繼續反映出來，令通脹水平難以迅速回落。iBond今日下午截止認購，已「入飛」的市民，都寄望能獲發一、兩手，藉此對抗通脹。



投機與投資 只差一線

中銀國際金融產品部執行董事 雷裕武

筆者在投資講座上經常被問及一個有趣的問題：投機與投資有何分別？到底投資股票跟其相關產品如窩輪或股票衍生產品(ELL)，又如何劃分界線？

要解答這些問題，先要對投機與投資有多點認識和了解，坊間不少傳統智慧有點似是而非。例如，有說買股票是投資行為，一旦沾手窩輪便屬投機炒賣；買藍籌股是投資行為，而二三線股則算為投機行為；在風險回報方面，投機活動帶來的風險回報均遠高於相對的投資活動，坊間也有將投機與投資的概念和投資期長短相提並論。

簡單來說，投機買賣涉及的投資期一般較短，可能純粹以市場傳言作炒賣，這類產品一般未有實質業績支持，未必可作中長線持有。真正的投資產品則多有實質業績支持及持續增長，即使價格出現短期波動，也不會影響其投資價值。我們是否就是這麼簡單地為兩者定界線？

事實上，投機與投資可能只是一線之差，如何訂定這界線則因人而異，即如不少人把所有認股證投資買單標識為投機工具，只適合作槓桿炒賣，然而，若運用得宜，認股證也可成為重要而有效的投資理財，甚至減低持貨風險的工具。

一般而言，投機活動包含賭博性質，例如炒賣細價消息股，或

一些接近到期的末日輪，期望在短時間內透過股價的大幅波動中獲利。筆者認為，倘若投資者對所參與的投資項目一知半解，取勝把握純粹依靠運氣或貼士，則大抵可視為投機活動；相反，若投資者在投資前清楚了解該投資項目的細節以及相關條款，亦清楚所採用的投資策略及風險因素，最重要對於自身能夠承擔的風險程度也有認識，則屬於投資類別。

筆者認為，投機與投資的分別，主要取決於產品性質及個人的投資取向；同時，投資者入市的動機，以及持貨過程的心態，才是「投資」或「投機」的真正分界線。

筆者並不贊同投資者盲目地參與投機活動，因為當中涉及投資風險委實不低，也非一般散戶投資者所能駕馭。筆者認識部分特別鍾情買賣1仙窩輪的投資者，購入原因不外乎覺得，只要窩輪價格上升一個價位，已相等於10%的升幅，值博比率相當不俗，部分甚至押下重注。然而，要留意的是，這些窩輪一般屬極度價外狀態，換言之，它們已沒有任何內在價值，剩下的價值全屬時間價值，受到價值逐日流逝的影響。投資者購入此類窩輪，就好比用錢買入一個極難實現的希望，只算得上是投機，怎也談不上投資行為。

說到底，筆者相信一般人的投資組合多以「投資」性質的產品為主，全數作「投機」炒賣的只佔少數。倘若投資者在考慮自己能否承擔的風險後，決定加入部分投機性產品，以提升整體潛在回報，建議必須留意註碼，以免因小失大，拖垮整體組合的表現。

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授 孫立堅

聯合BLOG

最近，常常去長三角和珠三角地區調研和講演，發現當地越來越多的民營企業家都在反映融資困難，甚至超過2008年金融危機最嚴重的階段。在緊縮型的貨幣政策和結構調整的產業政策推動下，這個結果似乎顯得無可厚非。但是，引起我們注意的是，這些企業並沒有像金融危機時出現接二連三的破產現象。

於是，在調研中我們又發現，當地的民間金融今天變得異常活躍，也許真是這個現象似乎一部分又解釋了中小企業為什麼還在生存的疑慮。但是，細想一下，疑慮還是無法消除——這些中小企業究竟靠什麼來償付民間借貸的高昂成本，現在月息5分6分(年率60%左右)的貸款已經成為民間金融市場的一般行情。那麼，是什麼原因在的原因會導致近來中國大地頻頻出現這種中國式的「錢荒」現象呢？我想今天這種「產業資本」與「金融資本」激烈角力的背後，一定存在着一些深層次的矛盾，它主要體現在以下幾個方面：

中國式的「錢荒」

實體經濟的低迷狀況而沒有去為企業投資和居民消費做出貢獻，反而紛紛來爭搶今天本屬於產業資本生存的領地：比如，大宗商品和農產品市場，還有高速發展的新興市場，致使這些市場出現了價格膨脹、大幅波動格局，包括中國在內的很多新興市場國家不得不被動加息，從而進一步推高了本國產業的資金成本。其次，由於金融危機爆發後，中國經濟的增長方式從過去以民營企業出口導向為主的投資方式變成了今天以各級政府鐵公機(基)建設和大企業參與進來的地方城市化建設為主的投資方式。雖然在短時間內我們取得了防止中國經濟硬着陆的豐碩成果，卻帶來不可忽視的後遺症：一些國企和央企利用自己得天獨厚的融資能力和處在產業鏈上游的優勢，卻不滿足國家和地方政府所要求的低效益的投資項目，從而將可觀的資金投向了高收益高風險的領域，比如，樓市和大宗商品市場，造成了這些市場流動性氾濫的後果，這也使得國家為了減少積極財政的後遺症，今天不得不以穩健的貨幣政策來收回前期投放的流動性，但效果並不理想。第三，今天廣大遭遇「錢荒」的中小企業，從事的行業也是金融危機後國家產業結構調整需要控制的三高一低行業，油價、水電煤價的上漲和人民幣的急速升值，以及拉開限電的節能措施都給它們的產業生存條件增加了巨大的負擔。

(摘自孫立堅個人網志，本報有刪節)