

# 短線危機漸解 長期仍須努力

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

歐債問題及美債上限早前一直困擾環球金融市場，然而，到了周二（19日），兩大難題均有好消息，VIX回落至20以下水平，市場漸消化利淡消息。雖然周三（20日）未如周二般大量好消息出現，但VIX繼續回落，反映市場悲觀情緒略減。

市場對歐洲領導人在昨日舉行的歐盟峰會有所憧憬，尤其對希臘能取得新一輪援助貸款信心明顯增強。圖為雅典的國旗與歐盟旗。法新社



## 樂觀看美債限談判獲通過

嘉信理財首席投資策略師  
Liz Ann Sonders

美國就提高國債上限展開的磋商現已成為環球市場焦點，投資者正密切注視相關事態的最新發展。投資者信心似乎已因而下跌，惟市場其他的下跌風險仍然存在。我們依然對美國國會可於8月2日限期前達成協議感到樂觀，下半年經濟亦可望恢復增長。

提高債務上限的最後期限為8月2日（實際上應為7月22日，因需時草擬法案的具體內容）。現在，我們就列出市場就此可能出現的反應。

假設美國這次真的會出現債務違約（但我們相信機會極微），大部分投資者以及媒體都會認為這將對股市及債券市場造成災難性打擊。最壞的情況可能是國債利率大幅飆升，驅使其他利率同時上升，在面對經濟困局的情勢下，這將使國家財政狀況愈加緊繃。美元可能下跌，股市亦難以幸免，跌幅可能頗大。

雖然我不否定這類的悲觀揣測，但我亦無意就任何資產類別走勢作出任何評估或預測。市場有部份較為溫和的看法認為，大市未必如一眾分析員所預計般驟跌。事實上，雖然臨近提高債務上限的最後期限，但至今股票及國庫債券走勢溫和，某程度上支持此觀點。

美國國會就提高債務上限爭議不休之時，市場對國庫證券的需求仍然強勁，股票市場走勢反覆但並非一蹶不振。這意味著投資者並不認為美國將會出現債務違約及/或國庫債券價格正反映環球經濟走軟。

債務違約（特別是短期債務）可能導致股市下挫至過去一年多以來交易區間的較低水平，但亦可能因此觸發更多具意義的磋商，並為最終減債或減赤目標達到最佳的共識，從而為股市表現帶來支持。另一方面，由於政府削減開支，意味日後需要以國庫債券融

資的需要減少，有利債市表現。發行的國債票據及債券數量減少，將可能帶動價格上揚。我們並非利用此作為觀點基準，只是我們認為預測市場可能出現的各個反應是非常重要的。

### 聯儲局不會盲目推QE3

市場消息並非全部負面。尤其是於第二輪貨幣寬鬆政策推出以後，借貸環境的情況已顯露一些端倪。儘管市場認為聯儲局主席伯南克上週三於國會聽證會上暗示將會推出第三輪貨幣寬鬆政策，令環球股市於上週三及周四備受困擾，但翌日大市又似乎已回復正常。

伯南克正盡力避免重演美國及日本過去曾犯的兩個重大錯誤。1937年，聯儲局過早推出緊縮措施導致經濟復甦時時中止。而在1990年代，日本未能說服市場投資者相信日本可以成功擊退系統性通縮。

不論市場是否諷解伯南克的立場，我們相信他的觀點非常簡單，就是不排除所有可行方案。只要聯儲局在穩定價格及改善就業率方面的目標未能達成，才會宣佈推出第三輪貨幣寬鬆政策。換言之，惟當市場再次出現重大通縮風險，以及失業率進一步嚴重轉壞的情況下，聯儲局方會推出有關貨幣寬鬆政策。

畢竟，美國並非正面對如2008及2009年般的資金危機，借貸市場亦已從谷底回升。

### 企業盈利前景依然理想

在提高國債上限的議論以外，多家企業業績理想，為大市帶來另一個正面的希望。儘管現時仍只是第二季業績公佈的初期，但截至目前為止，約有75%公司已錄得優於市場預期的盈利表現，為歷史新高水平。美國多個行業及板塊（經濟領域）都錄得優於大市的表現，多家公司的盈利已經重拾升軌，有待超出2007年的高峰。

的確，周二時，歐洲央行理事、奧地利央行行長暗示，該行可能做出讓步，允許暫時性的希臘違約，而周三（20日）更有報道指出，德國與法國已在希臘問題上有一致立場，預期歐元區政府和國際貨幣基金組織向希臘提供的新援助貸款，亦有私營機構投資者的參與，以期防止希臘債務危機蔓延至歐洲其他國家。

眾多利好因素下，市場對歐洲領導人在周四（21日）舉行的歐盟峰會有所憧憬，亦屬正常反應，尤其對希臘能取得新一輪總值1,100億歐元的援助貸款，信心明顯增加。從「歐豬五國」在周二及周三的國債表現，以及西班牙及希臘的國債拍賣反應，正好反映市場對峰會傾向樂觀。

事實上，「歐豬五國」國債利率在峰會舉行前的連續兩天均見上升，至於西班牙拍賣債券的成績理想，西班牙周二拍賣的1年及1.5年期國債，超額認購額2.18和5.49倍，合共集得44.5億歐元，接近市場的預期上限45億歐元；同日，希臘亦拍賣出16.25億歐元的三個月短期政府票據，超額認購率3.08倍。

歐元匯價方面，過去幾天亦見回升，反映市場對達成共識抱期望，若歐元區領導人能就第二輪希臘援助計劃達成共識，希臘短期違約風險就會降低而歐元亦有條件進一步

上升。

至於美債問題，經過穆迪及標普等多番警告，信貸評級又被列入負面觀察名單後，提高債務上限談判有進展。奧巴馬繼上周五（15日）讓步，表示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，以換取通過提高國債上限後，周二再表示，支持由六名參議員提出的新減赤計劃，進一步推動兩黨收斂分歧。

事實上，於周二，由兩黨六名參議員組成的「六人小組」公布一個新的3.75萬億美元的減赤計劃，建議先削減5,000億美元赤字，然後落實再改革現行稅制，一邊堵塞稅務漏洞和取消減稅優惠，以作開源，另一邊則節流，削減醫保、社福和國防等開支；計劃獲得參議院的支持以及奧巴馬的肯定，可算是兩黨談判的重大突破。

事件發展至今，雙方已找到兩黨共同研製減赤計劃的下一階段，在8月2日前，兩黨的政治秀應落幕，美國短期內避免債務違約，而待至周四峰會過後，歐元區領導人對希臘援助計劃應有共識，希臘短期違約風險亦將下降。換言之，歐美短期前景樂觀，但長期而言，一切結構性難題仍然懸而未決，仍然需要在減債減赤上多下功夫，而當地經濟增長要回復常態，仍是長路漫漫。

## 調控深化 內房增添不明朗

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

國務院總理溫家寶上週主持國務院常務會議，會上提出五項針對內房的調控措施，包括加強政府對年內1,000萬套保障性住房在投入及貸款上的支持，並確保全數於11月底前起動建造，同時繼續差別化住房信貸的措施，壓制投機性購房，除了在原有城市續實行限購令外，也有必要在二三線城市採取同樣政策，有指住建部已開始草擬新一輪限購城市之名單。

另會上亦提到仍有部分城市的樓價有較大的上漲壓力，部分則呈現放鬆，意味當局將加強對房地產調控的監察。

國統局新聞發言人盛來運表示，隨著保障性住房在下半年進入市場，將會進一步凸顯房地產調控效果。截至六月底，全國新開工保障性住房的數目，已超過全年目標五成，加上早前發改委允許地方優先為保障房發債，有助緩解建設資金樽頸，並有望在年內為市場提供更多供應。

### 房價仍處上行階段

國統局數字顯示，六月份國房景氣指數創下年內低位，至101.75，反映行業呈現放緩。另一方面，上半年全國房地產開發投資按年增長達32.9%，低於1-5月份的34.6%，國土資源部發布的全國城市地價動態監測系統數據也顯示，在全國主要監察城市中，有超過六成城市的綜合地價，其第二季的按季增長有所減慢，顯示發展商投資積極性或呈現下滑。



圖為位於上海的樓盤。路透社

自國家收緊銀根以來，市場資金越見緊縮，加上國家自去年10月再步入加息周期，間接提升了房企發債的利率，增加房企的利息開支，政策同時降低市場流動性，影響交投以及房企資金鏈運轉。現時國內房價普遍難見減速，惟仍處於上行階段，六月份全國70個大中城市中，雖然有28個城市的新建住宅樓價按年升幅回落，但卻只有三個城市錄得同比跌幅，相信依然未達當局的調控目標，內房調控料難以放鬆，下半年存在一定的下調壓力。

不過，終歸地方政府中有不少收入源自土地買賣及相關項目，當局調控力度若然過猛，將危及地方經濟增長，以至進一步刺激地方債務危機，不利於宏觀經濟走向，因此預期當局將採取靈活的調控策略，惟總體調控方向則難以改變。

## 可嘗試放寬啟德地區高限

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

香港政府發展局提交立法會的文件披露中長期住宅用地供應時間表，新開發的土地供應集中2018年後，2013年至2017年只得啟德發展區的1.6萬個住宅單位。

當然這幾年還有現時在勾地表內的用地，以及市建局及港鐵的項目，但埋單計數，仍可看出港府可用的彈藥其實不多。面對保育及填海取地的困難，增加可發展土地的利用率，是另一可行而較快實現的方案。

文件亦提及研究維港以外填海、審視新界東北發展區密度、把石礦場轉住宅、利用岩洞重置污水廠以及食水配水庫，以騰出住宅地、洪水橋及東涌用地等增加住宅的途徑。就算假設這些方案全部可行，這些都不是快速可以成事，兼且都集中在新界區，對緩解市區住宅需求幫助不大。

其實還可以做的，是檢討市區住宅用地的密度，比如過往受啟德機場飛機航道高度管制的區域，現時可以放寬其高度及密度限

制，這些區域包括九龍城及九龍塘等。增加這些地區的可建樓面，就可以更快地增加住宅單位的供應，額外增加的樓面面積可以按其地租租約的條文，要求業主向政府補地價，這樣可確保不會有公帑損失。

### 市區可建面積愈來愈少

近年香港市區基於保育或「屏風樓」等考慮，面對發展項目加以不同程度的約束，再加上「限發水」等條文，客觀效果是市區土地的可建面積愈來愈少，這等同是收緊住宅供應，當遇上經濟好轉、外資湧入，對住宅需求增加的時候，由於供求失衡，便會推高租金及樓價，普羅家庭就算不買樓，亦因租金與應課差餉租值掛鈎，結果每個家庭都需要付出較多差餉的代價。

筆者近年多次提及開發邊境新舊口岸成新市鎮的重要性，兼且邊境禁區後撤後，騰出2000多公頃用地，應該是時候重新規劃，配合沿邊境增建高速公路網，這是作為長遠策略性發展用地的補給，亦是加強港深兩地配合為經濟、金融、商業、購物等環節，作為港方合作平台提供所需新增用地。

## 應避免土地供應出現斷層

置業18主席  
張肇柱

近年樓價持續上升，香港政府積極增加土地供應以紓緩樓價升勢，從去年開始政府主動推出多幅地皮。據發展局資料顯示，去年新樓供應達17,900個，為過去6年新高。

面對樓價升勢，市民早已怨聲載道，近年政府從增加土地供應着手，在過去一年間主動地推地，據發展局提交立法會的文件中指，勾地表售出的土地可提供5,800個單位，較09年增近3倍，而市建局及港鐵於去年以招標形式推出1,600個及1,200個單位，連同發展商透過土地契約修訂/換地、私人重建項目等，去年的新住宅單位供應達17,900個，較09年的3,900個，增加3.5倍。

政府今年再接再厲，第2季已先後推出12幅地皮，包括9幅為住宅地，涉及2,650伙，當中有7成為限呎地。隨着第2季完結，政府亦主動宣布第3季的推地大計，季內推出8幅地皮，可提供約6,000

個住宅單位。另一方面，從發展局提交的文件中見到，除了未來兩年已規劃的住宅地外，最快的是啟德發展區及附近用地，可在2013年推出外，之後確實推出的大型土地最少要等7年才可動工。

### 港府應善用現有土地資源

面對土地供應不足，政府應積極研究將現有的土地資源善用，避免土地供應出現斷層，如過去數年間，政府從工廈用地着手，研究增加土地供應，如兩年前推出的活化工廈措施，協助符合條件的工廈重建或改裝，將丟空的工廈重新發展。

與此同時，去年規劃署亦完成全港工業用地分區研究，建議將約30公頃的工業和商貿用地，改為住宅用途，興建公屋及私人住宅，將工廈改變用途，甚至將用途「轉型」，讓土地得以充分利用，為市場增加更多住宅用地，解決市場住屋供求，藉此紓緩樓價升勢。

## 買賣外幣戰勝炒股？

敦沛證券業務董事  
施俊威

國際商業機器公司(International Business Machines Corp.)、IBM第二季淨利潤增8.2%，受惠於各部門業務全線增長，公司因此上調全年業績預期。IBM再次上調全年營運利潤預期，並稱每股收益至少可達13.25美元。IBM第二財季實現淨利潤36.6億美元，每股收益3美元；上年同期淨利潤為33.9億美元，每股收益2.61美元。

雖歐洲主權債務危機再度引發市場擔憂，意大利10年債息升穿6厘，向國際求助風險增加。歐洲股市急挫，加上美國債務上限談判陷入停頓。

美國就業數據未見改善，思科(Cisco Systems)亦有意裁減人手1.15萬個職位，並出售墨西哥廠房予富士康。

惟上週歐洲銀行壓力測試結果勝預期，配合蘋果(Apple)、摩通(JP Morgan)、谷歌(Google)及花旗(Citigroup)已公佈季度業績均見好，每股盈利分別按季增長達5%、11%及13%。

### 亞洲區內貨幣具升值潛力

美股進入業績公佈期，陸續有可口可樂(Coca Cola)、美國銀行(Bank of America)、雅虎(Yahoo)、微軟(Microsoft)及麥當勞(McDonalds)等企業公佈業績。一眾美企盈利雖好，港股短期受內銀禁售期屆滿影響，短期股票市場難有升勢。

投資者應多留意貨幣市場，今年上半年，印尼盾及韓國圓將成亞洲貨幣中升值最快的地區，因兩地央行都偏向利用幣值克制通脹。回看上半年，韓國圓兌美元約升值5.5%，而印尼盾同期升值4.9%，兩者上半年最佳表現貨幣，相反泰銖卻貶值2.2%。估計印尼盾兌美元於下半年再升值4.5%，而韓國圓則可望再升值4%。

泰銖亦在7月初和平選舉後持續攀升，幾近收復上半年的失地，估計下半年可升4%。比較上，估計下半年台灣新台幣將會估優，估計兌美元升值近4.7%。過去半年亞太區貨幣都處於強勢，在經濟增長率優勢及利息回報豐厚的吸引下，加上財政穩健歐美難以媲美，全球資金都積極於區內尋找投資機會。

未來半年，美國息口低企時間越長，日本工廠復元率越急速，亞洲幣值都會被需求拉動。印尼盾兌美元近月曾升見2004年以來新高，本年據報全球約有25億美元資金湧入印尼股市，而印尼債市同期亦吸資近51億美元。位列南亞第一大經濟國，首季GDP按年增長6.5%，遠超美國的2.3%。

印尼央行明言貨幣升值合乎預期，並有效提升入口貨的購買力，改善當地民生。筆者估計印尼將獲投資級別，必將引入更大規模的外商投資；於標普、惠譽及穆迪的評級表內，印尼都只在投資級以下一個級別，外資將為此提早播種。整體亞洲新興市場來說，IMF估計本年區內經濟增長8.4%，完全傲視歐美的2-2.5%增長。