

美債談判 靜待共識出現

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

上週中，希臘獲援助，美債問題亦有新進展，市場氣氛好轉，加上美國製造業數據理想，環球金融市場造好，歐亞股市上週五（22日）均見急升。但美債問題上週六（23日）凌晨再現變卦，美股無法延續歐亞升勢，資金再流進金市避險，美國違約危機未解除。

歐元區領袖舉行緊急峰會後，亦決定向希臘提供第二輪援助貸款，讓希臘暫時渡過債務危機，使避險情緒降溫，而援助當中包含了來自歐元區和國際貨幣基金的1.090億歐元，另外，預計私人金融機構將在自願基礎上通過新債續購和回購等方式在未來三年內出資500億美元。至於歐洲金融穩定基金（簡稱EFSD）發放給希臘的救助貸款的期限將被延長到15至30年，寬限期為10年，貸款利率大約為3.5%。

此外，方案亦考慮擴大歐洲金融穩定工具權限，以更快援助出現債務危機的國家，加強救市基金的角色，防止債務危機在歐洲進一步蔓延。然而，要求投資者接受利率較低的新債券，並將償還期限延長至30年，即意味著投資者須承受損失，因此，評級機構惠譽指出，該等安排將被視為違約。不過，惠譽其後補充指出，歐盟降低對希臘援助貸款的利率並延長該國還款期限，提高了希臘恢復償債能力的可能性。而於希臘完成債務重組後，惠譽更可能將其評級由限制性違約調升至輕度投機級別，前景樂觀。

不過，美債問題未達成共識，甚至於上週五出現變卦，始終是更形危急的事件。上週五參議院一如市場預期否決了由眾議院共和黨

力推的平衡預算法案，但其後共和黨眾議院議長博納宣布退出與白宮就提高債務上限的問題談判，使原本即將達成共識的談判破裂，談判再次陷入僵局。

在美國提高債務上限限期不足10日的情况下，兩黨仍未達成共識，而奧巴馬更首次承認美國有債務違約的可能，使市場對美國違約的憂慮再次升溫。在避免出現違約而產生嚴重後果的情况下，周一（25日）早上，奧巴馬再次與民主黨會面，繼續商討提高債務上限的問題，兩黨能否達成共識仍存在不確定性。

上調債務上限迫在眉睫，而要滿足於8月2日的最後期限提高債務上限，美國國會需要下周三之前就提高債務上限達成協議，參議院才有充分的時間討論通過，使之成為法律，否則，美國有可能面臨債務違約。當然，筆者一直認為，美國的政客並不愚蠢，他們只是盡量把握機會，爭取政治上的利益，但話說回來，的確不能完全抹煞的可能性是，萬一任何一方太過執著於爭取本身利益，又或者缺乏下台階，話說過了頭，而有意無意忘記當前危機才是重點，則未來幾天的確是關鍵日子，投資者亦唯有靜待共識出現。



美國國會需要8月2日之前就提高債務上限達成協議，否則有可能面臨債務違約。圖為美國國會大堂。

房託基金未來發展的一點意見

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

各位讀者，房地產投資信託基金(下稱房託基金)的名詞對你們可能有點陌生，但提及「領匯」房產基金，大部分股民都知道吧。本地住宅市場步入六月時首次出現業主願意減價出售的情形，這是特區政府自去年年中開始打壓樓價來的首次市場「明顯轉勢向下」！本港的房地產企業股票價格因此受壓調整，這是否意味著股民應該考慮分散投資到房託呢，因取其有穩定收入並且租金向上的形勢仍會持續？

房託基金基本上是以信託形式成立的集體投資計劃，業主委派受託人成立基金，然後將優質的出租物業注入基金名下，並且僱用資產管理者統一營運，賺取淨收入，再向投資者每年派發股息。在完成上市程序後，房託基金可以在有關部門批准下於主板掛牌讓公眾人士自由轉讓。物業組合以經營性物業為主，包括商場、零售物業、辦公室、酒店、服務式公寓、物流倉庫和停車場等等。

現時一共有約八個房託基金在香港聯交所上市，計有領匯、匯豐、冠君、富豪酒店、置富、越秀、陽光和泓富(以於6月30日收市市值大小依次排列)。它們大多2005-2007年間上市，只有置富及匯豐兩個於近兩年上市，尤以匯豐是今年四月以首個人民幣定價的房託基金最受關注。

綜觀它們的股價表現，大部分在今年上半年錄得正增長，表現最突出是要算領匯和富豪酒店，分別錄得9%以上增長(以截至6月30日計)。它們的收益率非常參差，但都介乎4%-7.5%內，表現不俗。今年的匯豐產業信託上市是一時股壇佳話，這是首個人民幣股值的房託基金，其資產是位於北京

等中國大城市的優質物業組合，股票界別對它寄望不低，但其上市後兩個月的股價表現則不算太突出。這是否告訴大家以人民幣定價的基金相對失色呢？以下本人試作具體分析。

不准購開發項目致選擇大減

有些財經專家歸咎股價不振的原因是監管的《房地產投資信託基金守則》太嚴，令基金上市後發展受阻，如不容許購入開發項目、派息不能少於除稅後溢利90%，全部資金在房地產項目中等等等。它們不容許購入開發項目的一條只能迫它們買入建成後而有穩定收入的物業，這令它們的選擇性大減，尤其影響它們於國內購買物業因中國各大城市商業地產正處於起步階段，大部分除一線城市中心區外仍進行興建階段。

經歷過去三年中國各大城市分階級的商品住宅樓價急升後，中央政府不能不擴大其「限購令」的範圍到包含大中型城市。但在住宅的價格受控的同時，各地的商業地產乘時冒起，這當然得力於資金的正流入，內地居民的購買力上升，城市的購物網絡的完善化及物業價格大幅上揚後的「財富效應」心理因素。

內地一線城市物業成收購對象

一線城市市中心區已湧現了首批甲級商場和主要購物區/行人專用區內的地舖，這正是注入房託基金的原材料。在中國的一線城市如北京、上海、廣州、天津、深圳等等分別舉辦過大型國際性運動會和博覽會後，它們的城市品牌大幅提升，吸引大批國內外企業進駐，形成這些市中心的甲乙級辦公樓租金和樓價節節上升，這也是另一些房託基金的目標物。

內地貨幣市場流動性可轉好嗎？

路透撰稿人
石磊

石磊專欄

在連續8個月8次提高存準之後，中國央行在7月暫停提高存準，就在這貨幣政策進入觀察期的第一個月，債市卻哀鴻遍野，就在7月匯豐中國PMI預覽值跌破50時，長期債券卻出現暴跌。市場的非理性狀態似乎讓人難以理解，而非理性的原因始於持續近一個季度的流動性緊縮，這同樣是讓市場難以理解的。

在2003-2010年的8年中，10年期國債收益率與7天回購利率的季度均值平均水平是150bp，最低時也有40bp，而在2011年二季度，七天回購利率的季度均值反而超過了10年期國債到期收益率的季度均值30bp，如果資金面在下半年仍然無法寬鬆起來，七天回購利率均值維持在4%的水平時，以歷史的經驗來看，10年期國債收益率至少應該在4.4%。對於交易員來說，這是一個恐怖的想法，因為那意味著10年期國債收益率還將上漲30bp，價格下跌超過2%。

長債投資者求自保斬倉離場

7月的資金面原本應是雨後初霽，沒想到6月的陰雲並未散去。資金面在7月份依舊緊張，七天回購利率仍在4%-5%的水平，長債投機者斬倉出局是在前途迷茫時對自己最好的保護。

資金面到底會不會寬鬆起來，回答這個問題先要弄清資金面緣何緊張。

央行對流動性的回籠並非資金面緊張的主因。從央行資產負債表來看，其所有能夠起到緊縮流動性作用的負債項目加總起來，回籠貨幣量僅保持了11%-12%的同比增幅，自2010年8月至2011年5月，存款準備金上升凍結的流動性達到了3.6萬億元，但央票規模的下降又釋放了1.8萬億元的流動性，這大大降低了央行實際回籠的資金量，而其它兩項財政存款和其它負債變化不大。

與此同時，央行境外資產代表貨幣增長的主要來源，

其同比增幅在5月份達到了17%-18%的水平，這就使得二者之差央行貨幣發行的年同比增幅自2010年起就一直上升。實際上就央行回籠的流動性來看，不但沒有令貨幣發行增速下降，其增速趨勢反而是上升的。但是，存款準備金率絕對水平提高至當前的高位已經使得銀行體系的超儲率保持在一個較低的水平，這也是央行流動性調控的直接目標。

理財產品急增致資金需求大

影響6-7月資金面緊張的主要是資金需求的大幅增長，這主要來源於「理財資金震盪器」效應。理財產品在近两年快速增長，存量估計有三萬億元左右，理財產品多以資產池的方式運營，即銀行構建一個表外資產池，使用理財資金認購不同的信託計劃，納入此資產池，一般理財產品與資產池中的資產有明顯的期限錯配，一部分理財資金由信託的途徑轉移到所需資金主體的銀行存款賬戶上，一部分沉澱在資產池中的資金，作為同業存款依然在銀行的負債方。

除此以外，存款在不同類型銀行間的分布發生了趨勢性變化，2011年上半年大型銀行的存款增速僅有10%左右，而股份制銀行達到了20%的水平，城商行達到了30%的增長水平，這意味着存款的分布正在偏向於中小商業銀行的方向發展，而大行才是貨幣市場中流動性的主要供給者，中小商業銀行的資金運營模式與大行明顯不同，城商行還是資金借入的大戶，這就會使得資金分布越來越分散，借入資金的成本就會提高。

整體看，下半年如果央行暫不提高存準，資金面的緊張狀態會得以緩解，收益率曲線陡峭化將形成趨勢。但中國金融結構的變革正在使得資金供需向不穩定的方向發展，一旦宏觀層面令央行繼續採取超儲率控制在低水平的調控力度，貨幣市場利率的大幅波動仍將難以避免。央行逐步改變數量型的流動性調控框架，轉為價格型的流動性調控將顯得愈發必要。(文章較長，本報有刪節)

二線股窩輪炒味濃勿輕心

中銀國際金融產品部執行董事
雷裕武

部分二線股份近期深受投資者注視，相關認股證產品(俗稱窩輪)也漸受歡迎，早前市場較受注目的二線股窩輪包括保利協鑫(3800)和恒大地產(3333)，成交一度在短時間內大幅攀升，資金也持續流入，成為市場焦點。

隨着投資者對二線股份的認受性提高，相信相關窩輪漸受歡迎也是不爭事實，到底買賣此類產品有何需要留意的地方？目前市場上合共逾190隻掛鈎資產提供窩輪買賣，除藍籌外，二線股的選擇越來越多，部分二線股窩輪更得到投資者垂青，成交更勝傳統藍籌，經常打入十大資金流入榜。

引伸波幅一般較藍籌為高

選擇認股證，最重要是掛鈎股份有波幅，為投資者提供即市買賣機會。相對藍籌而言，二線股價格波動普遍較高，單日升跌5%也屬等閒，而相關認股證也經常成為市場焦點；值得注意的是，二線股窩輪的引伸波幅一般較藍籌為高，有效槓桿則相對較低，投資者入市必須嚴守止蝕，切勿掉以輕心。

同時，不少二線股屬於「事件驅動型」，股價變動主要受到國策或特別事件帶動，即市波幅頗大，當中部分以中資板塊為甚，其窩輪成交往往也受消息刺激，短時間內成為市場焦點。上周恒大地產一度入市回購股份，帶動股價和相關窩輪價格大幅波動，為即市買賣的投資者帶來不少投資機會。而近日受高鐵意外拖累的鐵路股如中國南車

(01766)，昨日(周一)股價急跌，部份相關窩輪的單日跌逾5%。

投資者考慮買賣二線股前，必需掌握股票的短期走勢，若以認股證作槓桿買賣，更要檢視自己能承受風險程度，預先訂立止蝕位，並控制入市碼，以免承擔過高風險。至於選取窩輪條款上，可留意以下幾點作為參考：

槓桿水平 — 由於二線股份價格波動大，投資者應選取中等偏低的槓桿水平，以及中長年期，以平衡投資風險，此外，投資者也不宜選取太過價外條款，特別接近到期的末日輪，一旦看錯方向，損失很大。

引伸波幅 — 即使相同掛鈎資產，不同窩輪的波幅水平也可能存在頗大差距。在選擇條款時，可先考慮中等偏低的選擇，並不一定選取波幅最低，更重要的是留意該輪的波幅往績是否穩定，以及發行人的開價穩定性，大幅波動的條款只會提升額外投資風險。

正股流通量影響投資回報

流通量 — 倘若正股一向成交疏落，經常出現單價情況，將會直接影響發行人的開價表現，流通性低也間接影響投資者的投資回報。因此投資者買賣二線股窩輪前，也要留意相關正股的流通量。當然，由於市場競爭激烈，部份發行人或會選擇為窩輪持續穩定報價，投資者可自行比較。

街貨量 — 市場上有個別高街貨的窩輪，價格表現或有機會偏離正股走勢。由於有不少蟹貨，其他投資者的行為，以及市場情緒，也會直接影響窩輪價格表現，帶來額外的風險因素，投資新戶應避免參與買賣。以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。

美政治僵局與債務上限

基金經理

David Harris、Ed Fitzpatrick

施羅德投資快訊

我們預期，美國的債務上限將於8月2日目標日期前提高，以避免發生技術性違約。這是對美國政府借貸作出人為的限制。然而，若由於決策錯誤導致短期內延付利息或本金，則可能對美國的信用產生無法挽回的負面影響，甚至延續至投資者恢復信心後。

問題是總統與共和黨堅守各自立場，認為在選民眼中，妥協無異於示弱。在增稅問題上存在的分歧最大。我們預期，最好的解決辦法是封堵稅收漏洞(即不需要正式加稅即可增加收入)並削減大部分項目的開支。不幸的是，事到如今，在削減大規模、高投入的公共項目的成本方面可能無法取得實質進展。

提高債務上限的期限將在最後一刻協定。新提出的另一個解決辦法可使總統在無需直接經由國會批准的情況下，提高債務上限(從而將赤字責任轉嫁予美國政府)。鑒於遭週類似預算僵局的明尼蘇達州已出現國家公務員遭解僱、經濟嚴重中斷、信用評級被下調等後果，這是促使兩黨達成協議的另一個促進因素。由於美國償還債務的能力不是問題，債券市場一直正確地認為技術性違約這一不良結果只是暫時存在。

值得注意的是，即使是力度最弱的協議亦將包括削減開支及提高收入。換言之，這將造成財政緊縮，並與過去三年來的刺激政策背道而馳，再次為我們認為美國經濟增長乏力的觀點提供依據。

聯儲局對經濟復甦態度樂觀

日前公佈的6月份聯邦公開市場委員會會議紀要顯示，聯儲局對經濟的緩慢擴張十分無奈，並準備採取進一步行動刺激經濟或在增長或通脹加劇時控制刺激政策，但政策的真正出臺還需漫長的等待。事實上，聯儲局對經濟復甦仍然持樂觀態度，同時對財政收支重歸平衡及經濟恢復持續較快增長所需時間較為務實。

聯儲局已制定路線圖，以逐步退出自2007年底起首度減息以來一直實施的過度寬鬆政策。時機是最關鍵的考慮因素。我們預

期，貨幣政策恢復正常化所需的時間將大幅延長，至少要到2012年第2季度才會加息，而開始資產出售(與量化寬鬆相反)的時間將會更遲。在一定時間內，美國將繼續實行零利率的政策。

開展大規模資產購買計劃(量化寬鬆)的另一階段可能性不大，原因有下列三項。首先，第二輪量化寬鬆是在通縮的憂慮中出爐，與目前國內外通脹預期持續高漲的情況相反。其次，資產負債表加速擴張(包括聯儲局的資產負債表)，在政治上更難以找到恰當的理由。再次，與2010年相比，聯儲局中取態強硬的委員增多。第三次量化寬鬆並非全無可能，但條件將更為嚴苛，只有在經濟狀況大幅惡化的情況下才能實施；在經濟長期疲弱或明顯需要對緊縮財政政策作出彌補的情況下，聯儲局更傾向於尋求其他刺激辦法，例如在長期內堅持現有政策、削減支付予銀行的超額準備金利率或延長其現有持有資產的期限以進一步降低長期借貸的成本。

美債務評級或被降敲起警鐘

鑒於擔憂美國未能提高債務上限將導致債務違約，穆迪投資者服務公司日前宣佈美國國債AAA評級可能會遭到下調，而受到美國政府直接或間接支持的機構(即按揭擔保人[FNMA、FHLMC、GNMA]、其他聯邦機構及獲政府擔保的銀行所發債券)評級將會受到相關影響。這無疑是向美國決策者敲起警鐘，一旦由於暫時性的特定債務違約而觸發國債信用降級，將會加劇財政問題。

我們認為，評級機構因債務違約而下調美國國債評級(最壞情況)只會是暫時現象。正如我們在上文所提及，美國有能力償還債務。一旦提高債務上限，評級機構很可能將美國國債評級重新上調至「AA至AAA」水平，但不一定會恢復到AAA評級。雖然調低評級可能只是暫時性，但其對經濟與債券市場關係的影響卻是持久的。

美國受惠於其作為優先債權人的有利地位，這為我們的貨幣帶來支持，以及為納稅人、企業機構及消費者提供低水平的融資。長期而言，若美國作為優先債權人的地位受損，則會帶來負面影響。為繼續獲得海外投資者的信任及忠誠，我們期盼美國的政黨立場可達成一致。(文章較長，本報有刪節)