

歐洲大有機會推出QE1

敦沛證券業務董事
施俊威

百家觀點

大家集中美國債務危機，但從沒有人思考歐元區削赤後，需要推出刺激經濟方案。正所謂節流後，定必需要開源。全球第八大經濟體系意大利可能面臨債務危機擔憂，涉及債務危機的多個較小的歐洲鄰國亦深受打擊。有分析認為，歐洲大有機會推出QE1。

歐債危機有蔓延之勢，連全球第八大經濟體系的意大利也受到關注。圖為意大利中央銀行。

彭博社



意大利總理貝盧斯柯尼(Silvio Berlusconi)反而指責全球市場動盪導致該國備受關注。歐盟委員會(European Commission)主席發表演講激烈聲明，稱西班牙及意大利不斷走低的債券價格使人擔憂，並敦促兩國政府要決心應對主權債務危機。歐洲領導人就外界期待已久對希臘第二輪救助達成一致，投資者如今開始將注意力轉移到意大利身上。

一年多以來，希臘一直被視為是歐洲的病人。在歐洲，意大利債務/國內生產總值(GDP)比率僅次於希臘，10多年來，其一直飽受經濟增長低迷的困擾。10年期意大利國債收益率為6.07%，令該國的借貸成本上升，投資者要求的收益率比基準德國國債高出3.66個百分點。跡象顯示低迷形勢開始影響到歐元區的意大利經濟體，這將加劇歐洲央行(European Central Bank)面臨的兩難處境。

歐洲央行召開例會，該行可能收緊政策，以確保通貨膨脹得到控制，惟政策亦有可能影響經濟復甦。歐元區一直計劃將主要救助基金的放貸能力從2,500億歐元提高到

4,400億歐元，但此舉需要各國議會的批准，這在秋季之前是不大可能實現。

歐元區各國領導人7月份達成一項協議，向救助基金賦予實施干預以及向未處於財政邊緣的國家提供貸款的新任務，但該協議也未付諸實施。如果救助基金的規模維持在2,500億歐元，它就不足以向西班牙提供任何較長時間的救助，何況該基金已經有一部分資金用於對希臘、愛爾蘭和葡萄牙的救助。即便救助基金的規模擴大到4,400億歐元，它也不足以同時救助意大利和西班牙。

歐元區一級官員曾說，這已經導致一些歐元區國家開始討論新策略。原本計劃是逐步淘汰目前的救助基金，到2013年年中啟動新的救助基金來替代，而現在他們想同時運作這兩個救助基金。新的救助資金將會有5,000億歐元的貸款能力，因此兩個救助基金合起來將有近1萬億歐元的貸款能力。除去提供給希臘、葡萄牙和愛爾蘭的約2,000億歐元，若意大利和西班牙需要救助，可動用的資金將有7,000多億歐元。

經濟學家和投資者更呼籲意大利政府拿出讓經濟恢復增長的新舉措，意大利嚴格的勞動法、高稅賦和運轉不良的官僚制度反而阻礙了該國增長。雖早前意大利議會批准了一項規模400億歐元(約570億美元)的削減計劃，惟西班牙的借貸成本也繼續上升，10年期西班牙國債收益率收於6.23%。西班牙一直被視為是繼希臘、葡萄牙和愛爾蘭(這三個國家已經獲得了官方救助)之後最脆弱的歐元區經濟體。

更糟糕的跡象顯示甚至是德國、法國和荷蘭等歐洲更強大的經濟體可能遭遇一輪經濟低迷。歐元區一季折合成年率的經濟增長率超過3%，估計二季度增長不及一季的一半。7月份採購經理人報告顯示，三季度開始歐元區製造業普遍增長乏力。即使德國上月製造業採購經理人指數也跌到了兩年來最低，雖遠沒到二次衰退的地步，但意味著歐洲最大的經濟體將必須以遠超過歷史正常水平的速度增長才能保證歐元區整體經濟繼續增長。

中國火車頭減速更惹憂慮

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

在參議院表決通過提高國債上限的法案，美國總統奧巴馬亦簽署落實後，美國避免了發生債務違約問題，而同時亦要進行削減開支措施，以減輕財赤；然而，削減開支意味着政府對民間投入的資金將會減少，短期內很可能會進一步阻礙當地的經濟增長，加上，近期眾多經濟數據均顯示美國經濟持續疲弱，美國前景實在令人擔憂。

美國的製造業增長持續放緩，美國供應管理協會公布，美國7月份製造業採購經理人指數由6月份的55.3，跌至7月份的50.9，大幅低於市場預期的54.5，創兩年以來新低，跌至接近50的分限線。

當中，7月份新訂單指數及庫存指數更跌穿50，分別跌至49.2及49.3；生產指數自6月的54.5下滑至52.3；就業指數自6月的59.9降至53.5；價格指數自6月的68.0降至59.0。

美債台高築 經濟現放緩

除製造業疲弱外，非製造業增長亦有放緩的趨勢，美國供應管理學會公布，7月份非製造業採購經理人指數從6月份的53.3降至52.7，遜於市場預期的53.5。

美國製造業及非製造業的不景氣，使有更多企業計劃裁員，削減人手，以減省成本。就業諮詢公司Challenger發表的數據顯示，美國企業7月計劃裁員人數升至6.6萬人，按年急升59%，為自去年3月以來最高水平。雖然美國就業服務公司ADP報告則顯示，美國7月份私人企業新增職位有11.4萬

個，優於市場預期的10萬個，但仍較上月減少了約3萬個，新增職位正在減少。

就業前景不明朗，市民的收入當然亦會停滯不前，個人的開支自然會減少，消費減少，令企業收入減少，造成惡性循環。美國6月份個人收入僅上升0.1%，為去年11月以來最小升幅，低於預期的0.2%，若撤除政府提高轉移支付額及資本收益的影響，6月份個人工資及薪金收入實質下降。而6月份個人支出更下跌0.2%，為近兩年以來首度下降，預期為增加0.1%。

然而，經濟增長放緩發生在美國外，歐元區、英國及中國近期的數據亦顯示出經濟放緩的跡象。歐元區7月份的製造業採購經理人指數連續第三個月出現下跌，從前一個月的52進一步降至50.4，亦創下了自2009年10月以來的最低水平。而英國7月份製造業採購經理人指數更自2009年7月以來首次跌穿50的分限線，由上月的51.3下跌至49.1，反映當地製造業出現萎縮的情況。

環球經濟恐喪失增長動力

此外，作為環球經濟火車頭的中國7月份製造業採購經理人指數亦由上月的50.9下跌至50.7，令市場擔心環球經濟將會喪失增長動力。是的，當今最有動力的首推中國，但中國有本身的問題要處理，以其經濟增長接近雙位數字，而通脹持續向上，未來半年內或更長時間，調控應未完結，故此，即使投資者暫時忘卻歐債美債的長期結構性難題，轉而到當地經濟復甦，甚至期望從中國的快速增長帶來一點希望，均有可能失望而回，以此觀之，大家的悲觀，未嘗不是沒有道理的。

美債務協議並未對症下藥

薩默斯(Lawrence H. Summers)

終於，美國國會就調高舉債上限達成協議，避免了舉國難堪的違約和政經災難。形塑這宗協議的力量和協議本身具有很多面向，隨之而來的反應也很多重。我自己的想法如下。

鬆了一口氣。美國史上不會發生第一次信用違約；不必採取損害經濟成長的短期節節措施；美國的核心社保計劃或者全國性的醫療照護沒有成為攻擊對象；未來至少15個月不會重演過去一個月的政治鬧劇。由於國會陷入談判僵局，調高舉債上限的協商幾乎停滯不前，上述這些情況就算在一周之前，都還在未定之天。

希波克拉底誓詞(Hippocratic Oath, 醫師宣言)宣稱不可傷人為醫師天職，這同樣也應用在經濟上。因此政府達成短期內無害的協議，不應等閒視之。從國會當前的勢力分布看來，這可能已經是最好的結果了。

接着是質疑。客觀的預測是美國未來幾年的預算赤字會比幾個月前估計的更大。經濟預估值已見惡化，因此能合理推估，未來10年美國經濟增長率若平均每年減少0.5個百分點，到2021年時，國債總額將增加超過1兆(萬億)美元。

只確認非常低減支水平

儘管宣稱能夠削減大約1兆美元支出，但目前為止達成的協議對未來10年支出的影響可能微乎其微。協議只是確認了國會對今年明年非常低的減支水平，對2013年支出限制的安排可能也會符合多數人的預期。

再往後的情況就很難預料了。實際情況是國會每年都要對酌情支出進行投票，因此未來支出實際上非本國國會所能約束。誠然，當前債務上限法案的確包含限制支出的規定，但這些措施都將在2013年被重新考核。因此，酌情支出的多寡大致要看未來國會的想法，以前是，以後也是。

值得注意的是影響深遠的一點是，由新委員會尋求削減1.5兆美元赤字的協議，並未提到這1.5兆美元的扣除基礎在哪裡。

這部分赤字的削減不包含布希時期的減稅措

施？包不包含稅惠計劃延期，和最低稅負制(AMT)年度修訂？這些和其他類似問題都沒有答案。扣除基礎(baseline)的組成讓人傷腦筋，但影響又很大。如果採取現行法律作為基礎，也就是布希時代的減稅措施逐步取消，那麼就沒有保證廢除針對高收入者減稅措施的動機，因為此舉並不算在減赤目標之內。

或許，為了讓減赤目標更容易達成，更可能採用現行政策作為基礎。這將把取消布希減稅措施的1兆美元視為加稅——但以國會特別委員會的組成成員來看，出現這種結果的可能性極低。說到底還是經濟焦慮。美國的問題不在於就業和成長不足，而非預算赤字過大。

一個表現不佳的數據，就可以讓股市因避免違約而收穫的全部升幅都被抹去並收低，當債務上限風險達到高點時，公債收益率(殖利率)反而觸及新低，就可以證實這一點。

按現行政策走下去，薪資稅減免將在年底到期，財政刺激措施也明顯減少，屆時若經濟成長速度快到足以使失業率在2012年底之前降至8.5%，那實在會令人倍感意外。

上半年經濟增長速度不到1%，經濟已瀕臨停滯，還面臨多重衝擊，包括始終未獲控制的歐洲金融危機、油價大漲，以及企業與家庭信心萎縮。

根據統計數據，如若美國未採取任何新舉措來刺激需求與增長，美國經濟將重陷衰退的機率至少有三分之一。如果這些論點無誤，寬慰情緒將很快消散，取而代之的將是對美國經濟與財政前景的憂慮。

在所有方法中，兩個手段最管用。首先，效果最大又最簡單的單一減赤方式，就是取消布希時期對高收入者的減稅措施。總統應該明確表示，絕不同意延長優惠措施。明確這一點，再加上對社福改革的些微調整，就足以達到減赤目標。

第二，很重要的一點是延長薪資稅減免，並採取投資基礎建設和延長失業保障等措施，來刺激需求。不怕沒時間來證實邱吉爾的名言：美國人總是在耗盡一切其他手段之後，找到正確的做法。

(本文摘自路透社，作者曾任美國財政部長與美國國家經濟委員會主任，現任教於哈佛大學)

航空業漸現曙光

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

溫州動車事故，引發內地對動車及高鐵安全的爭議，除此以外，亦令高鐵發展蒙上陰影。自國家大力推動高鐵建設以來，航空股的前景一直備受看淡，擔心高鐵的出現將分薄航空業的客運量，主要因為內地航班點問題一直惹人詬病，而高鐵又以舒適及快捷見稱，網點滲透亦不俗。

不過，早前有指，《國務院關於促進民航業發展若干意見》或於年內出爐，預期未來五年航空業的投資規模將超過1.5億人民幣(下同)，有望加快行業重組，提升行業競爭力，優化資源及配套，加上動車意外或打擊民眾信心，或促使客運回流至航空市場內，高鐵及航空的競爭格局已出現變化，航空業或可藉動車事件，扭轉弱勢。

與高鐵競爭格局有變

國家《中長期鐵路網規劃(2008年調整)》指出，2020年國內鐵路里程的規劃目標，將由原先的10萬公里，增至12萬公里以上，客運專線(高鐵)由1.2萬公里，上調至1.6萬公里，建構「四縱四橫」的高鐵網絡格局。

然而，礙於動車事故，當局有機會加強對鐵路建設的監管及審批，建設進程在短期內或受影響，加上旅客的信心危機，不論是對鐵路設備商，以是

營運者，均構成不利。猶想起3月中日本爆發核災危機，當局宣佈暫停審批新項目，高鐵現時的情況，與當時確有相似的地方，不排除會步核電設備的後塵。

受惠航油價格趨市場化

另一方面，航空業受惠高鐵信心危機，有望藉此增加議價能力，有望達至「價量齊升」，行業重組的憧憬亦是另一利好因素。再者，國家發改委表示，由本月起國內航油出廠價，會由買賣雙方協定，在每月1日進行調整，並以不超過新加坡市場進口到岸完稅價作為議價原則。

上述規定變相將國內航油價格推向市場化，與國際市場接軌，更加重要的是，國內航油價格不斷上升，迫近國際價格，新規定有助航企綜合國內外航線，透過對沖，加強對整體航油成本的管理，而現時國際油價走勢穩定，亦可以避免燃油對沖合約，錄得明顯虧損的機會，有利航企控制成本。

總括而言，動車意外或改變國內客運的競爭格局，航空業或可藉此改變弱勢，配合油價穩定、國內航油價格市場化，以及行業重組的憧憬，中線展望可稍作樂觀，內地三大航空股國航(0753)、東航(0670)及南航(1055)皆可留意，相反高鐵相關股份如南車(1766)及南車時代(3898)的前景則暫宜審慎，估值不排除還有下調空間，暫未為吸納時機。

市區重建需加快進行

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

本年至今土地審裁處收到27宗強拍申請，已超越去年全年總數1宗。港府去年4月為推動市區重建，放寬強拍門檻至八成業權，數字上顯示市場積極回應。當中多宗申請涉及樓齡超過50年的舊樓，落實重建可騰出市區住宅用地作新增供應，同時亦解決了這些高齡舊樓的維修保養問題。

其實就算門檻放寬，要成功達致可申請強拍的50年舊樓八成門檻絕不容易，背後的真正動力來自市場需求。去年至今，市區新盤有價有市，新樓豪宅化而售價往往能夠做出新水平，評估落成後新樓售價提升，在項目可行性分析有利可圖的情況下，發展商提升收購價去打動大部分小業主願意出售，是市場動力驅動舊區重建加快步伐。

舊樓地盤通過強拍程序至建成新樓住宅單位推出市場，約需三至四年，有認為這些單位剛好與政府今年推出售賣的土地所建單位推出市場時間相若，屆時或會形成市場壓力。筆者對此持不同看法，強拍舊樓地盤多位於市區內，一般規模較小，有別於港府近期出售的用地，多是位於非

核心區而面積較大，彼此客路不同而定位有別，未必直接競爭。

表面上看來今年已有27宗強拍申請，似乎為數不少，但全港目前受到屋宇署特別巡查的樓齡50年或以上的樓宇有4,000幢，大家可看出就算有市場動力驅動，舊區重建仍需努力加把勁。

高齡舊樓的維修保養是一個社會課題，特別是為數不少的單棟式舊唐樓，既無物業管理公司，又無購買保險，小業主很多是高齡長者，不會或無力自行組織業委會。港府聯同房屋協會、市建局等在這方面做了很多工作並取得肯定的效果，包括2009年推出的20億元「樓宇更新大行動」、10億元「長者維修自住物業津貼計劃」、「改善樓宇安全綜合貸款計劃」以及「樓宇復修貸款計劃」等。今年民政事務局更與房協及物業管理專業團體，推出一項「大廈管理專業服務」，為一千個舊樓單位提供免費專業意見及跟進。

但無論如何，單靠維修保養，不是長久之計，十年後，50年樓如不重建會變成60年樓齡，舊樓更舊仍要不斷維修。要徹底解決問題，還是要推動市區重建步伐更快進行。

政府應避免土地供應斷層

置業18主席
張肇柱

自去年4月，政府將50年以上樓齡的物業強拍門檻，由9成降至8成業權後，財團收購舊樓步伐隨即加快，令強拍申請數字大幅增加；直至本月初，土地審裁處已累積27宗申請，宗數不僅超越去年全年水平，更打破強拍申請歷年以來的紀錄。

現時全港有逾4,000幢樓齡達50年或以上的樓宇，過去有不少舊樓業主「失蹤」或單位被「落釘」，成為收購的阻礙，因此部分舊樓收購至8成停滯不前，但隨着政府將強拍門檻降低，全港多幢舊樓物業即時鬆綁，舊樓收購過程較以往容易，令申請強拍數字不斷增加。

另一方面，由於市區地皮供應緊絀，而不乏舊樓物業位於市區核心地段，因此過去不少財團從舊樓物業埋手，吸納市區地皮，其中恒基於08年8月透過強拍條例，以14.211億元成功統一灣仔金國大廈及國民大廈業權，當日的金國

大廈現已發展成豪宅商匯。

政府除了將舊樓強拍門檻降低外，亦先後推出多項舊樓措施，如年初市建局推出「樓換樓」先導計劃，讓受影響的業主選擇現金賠償或「樓換樓」。

直至今年年中，市建局再通過「需求主導」重建模式，舊樓項目只要獲得67%業主同意，便可主動向局方申請重建。

筆者認為，政府推出多項舊樓措施，旨在加快舊樓重建步伐，改善小業主的居住環境，猶記得去年馬頭圍道塌樓事件，令社會大眾意識到舊樓結構的重要性，部分舊樓物業經過歲月的摧殘，日久失修，小業主除了負擔沉重的維修費用外，亦擔心樓宇倒塌的危機。

而另一方面，隨着強拍門檻降低，令財團在各區舊樓收購過程較以往容易，除了等待政府推地及勾地表物色地皮外，亦是一個增加土地儲備的途徑，近年強拍及政府推地增加，令未來單位供應量回升，長遠亦有助舒緩樓價升勢，為社會帶來雙贏局面。