

標普下調美國評級影響負面

德意志銀行大中華區首席經濟學家

馬駿

百家觀點

上周末標普對美國主權信用評級的下調將對全球資本市場和經濟產生一系列的影響。總體來說，標普對美國評級下調之後將出現的以下若干「傳導效應」和代表的市場預期可能使已經非常脆弱的全球金融市場和經濟前景進一步惡化。

首先，在美國評級下調之後，作為美國「政府支持企業(GSEs)」的Freddie Mac 和Fannie Mae很可能面臨評級下調。此外，美國的一些保險公司和銀行，還有美國市政債券也將會面臨評級下調的壓力。這些機構的融資成本因此有可能上升，負面影響它們的盈利、現金流和投資與貸款能力，從而增加美國地方政府的財政壓力和整體經濟下行的風險。

第二，金融市場已經開始擔心法國可能是下一個被評級公司下調的AAA級的國家。過去幾個月，法國國債對德國國債的風險溢價已經明顯上升到80個基點。即使評級公司在短期內不下調其主權信用評級，而只將其「前景」定為負面，法國的國債融資成本仍將面臨上行壓力。這對目前正在惡化的歐洲債務危機來說是雪上加霜。

第三，全球金融市場對OECD國家財政政策的預期(某種程度上被美國國債評級下調所強化)，表明市場將迫使這些政府進一步加大財政緊縮的力度。在消費和投資信心已經於過去十天內股市大跌的背景下受到嚴重挫傷的情況下，繼續加大財政緊縮的力度將不可避免地增加短期經濟衰退的風險。

某種意義上講，歐美經濟正在陷入難以自拔的惡性循環：如果財政不緊縮，資本市場就會認為其財政不可持續和違約風險加大，而市場的觀點有「自我實現」的功能：市場認為某個國家違約風險加大，就會推高其融資成本，而融資成本上升，又會增大其違約風險，導致整個金融市場的恐慌從而影響實體經濟。

如果政府確實採取激進的財政緊縮措施(包括削減支出和加稅)，也會迫使短期經濟增長減速，財政收入下降，使短期內財政問題將更加嚴重。在歐美市場上有影響力的一些經濟學家認為，歐美經濟陷入再次衰退的概率已經在過去十天內上升到了30-50%。

第四，標普對美評級的下調增加了資本市場面對的不確定性。許多投資者對評級下調所帶來的直接和間接的影響無法準確判斷和估計，其第一反應就是拋售可能面臨更大風險的資產，從而增加了金融市場恐慌性拋售的壓力。而股票市場的大幅下跌又會通過負面財富效應和信心傳導渠道衝擊實體經濟。

鑒於以上的風險，歐美政府和央行肯定會採取一些對應措施。比如，上周歐洲中央銀行(ECB)已經開始



標普對美國主權信用評級的下調，令金融市場更為動盪。圖為紐約交易所交易員。

法新社

購買歐洲一些國家的國債(包括葡萄牙和愛爾蘭)，今後也會有條件地購買西班牙和意大利的國債，但會要求這些國家採取更多的財政緊縮政策和推動結構性改革。西班牙和意大利政府也正在推出這些政策。

美國方面，聯儲局可能會用更強的措詞來表述其

「在很長一段時間內」保持極低利率的意圖。對中國來說，應該密切關注近期歐美經濟和金融市場面臨的下行風險，及其對中國經濟(尤其是對出口、航運和大宗商品行業)的負面影響，做好預案，保證宏觀政策的靈活應對。

利淡紛呈 市場情緒趨悲觀

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

經濟前景不明朗，加上歐債憂慮升溫，商品及股票市場均出現恐慌性拋售，紐約期油上週累計跌逾9%，道指跌近6%，VIX指數更急升27%，至逾一年高位，市場情緒趨為悲觀。

市場擔心西班牙和意大利兩國恐將步希臘、愛爾蘭的後塵，爆發主權債務危機，而歐盟委員會主席早前更發出警告，指歐洲主權債務危機目前正在擴散。

意大利負債僅次希臘

市場的擔心其實不無道理，截至2010年底，意大利的負債佔GDP高達119%之高，僅次於希臘的143%，為歐元區第二高的國家。另一方面，意大利今年第一季度的經濟增長只有約1%，在疲弱的經濟下，增加了該國發生債務違約的機會。作為歐元區第三大經濟體系，一旦真的發生債務危機，恐怕歐盟亦難以拯救。

在市場對意大利的債務憂慮漸增的情況下，使意大利10年期國債息率繼續上升，目前已升至6厘以上的水平，將會大大加重當地政府的長期借貸成本，更使市場擔心一旦意大利在本月及下月無法成功發行新債，意大利將會最快於8至9月出現債務違約。

西班牙財困不容樂觀

與此同時，西班牙的10年期國債息率亦同樣上升至6厘以上，作為歐元區第四大經濟體系，其財赤估計今年佔GDP約6%，亦如意大利

一樣面對着失業率高企、地產市道低迷，以及面對儲蓄銀行業財困等問題，情況亦不容樂觀。

儘管歐洲央行表示會重新向區內銀行提供借貸，將其現有的寬鬆政策再延長6個月至年底，並重新買入財困國家國債，以穩定金融市場及紓緩銀行業資金緊縮的問題，但未能穩定市場，截至上周五，歐洲股市已錄得連續第8天的下跌，反映出市場對歐元區的信心不斷減少。

在歐債問題的影響下，環球金融市場出現劇烈的波動，然而，上周五美股收市後，評級機構標普宣布調低美國的長期主權信貸評級，使上週的波動延續至周一。

評級機構標準普爾在上周五美股收市後歷來首次調低美國的長期主權信貸評級，由AAA下調至AA+，評級展望列為負面，並表示美國政府在調高債務上限及在削減赤字問題上的長久爭議，反映短期內控制政府開支或增加稅收的可能性較早前預期為低；而美國國會及政府剛剛達成的削減赤字協議，亦不足以讓政府穩定中期的債務負擔，更指出，若美國未能成功削減，在半年內評級更可能再被降級至AA。

在歐債危機，經濟不明朗，加上美國評級被下調的情況下，環球領袖和七大工業國(G7)及20國集團(G20)的財金官員紛紛在周一亞洲開市前緊急開會，G7更重申必要時將會採取協同行動以穩定流動性，支持金融穩定及經濟增長。不過，G7的聲明對市場的支持不大，周一亞洲股市紛紛急挫，投資者對環球經濟前景愈變悲觀，短期內環球金融及商品市場只會繼續波動，目前低處未算低。

中國領先指標向好為正能量

大成基金

基金點評

美國信用評級有史以來首次遭下調，引發全球股市恐慌性下跌，中國股市也難逃「黑色星期一」的厄運。大成基金認為，事實上，自2004年起中國對全球經濟增長的貢獻已超過美國，相對於外需放緩，我們更應該關注中國經濟，事實上，部分領先指標已經出現了回升趨勢。在恐慌情緒瀰漫的時候，投資者一定要對經濟及市場前景保持更清醒及更具前瞻性的判斷。

美減財赤利全球經濟平衡

大成基金表示，儘管美國國債評級的下調可能會影響部分企業債券的評級，但其對經濟基本面的實質性影響畢竟有限。近期多家跨國大行下調了歐美經濟增長預期，市場已在一定程度上反映了基本面因素的變化。而標普此舉是對赤字開支政策的當頭棒喝，也使各國意識到平衡國際收支、減少外債的緊迫性，長遠而言，有利於全球經濟再平衡。

對於中國投資者而言，中國經濟更值得關注，尤其是領先指標。事實上，近期多項領先指標在經歷了上半年的大幅下降後正全面回升：6月份季調後房地產銷量連續兩個月上升，汽車銷量見底回升，7月份貨幣信貸繼續有所反彈。

內地通脹見頂信號明確

此外，通脹的見頂信號也比較明確：目前全球

油價已經大幅下跌，通脹壓力明顯減退，更重要的是，商務部食品價格指數7月第一周是最高點，後三周連續顯著回落。大成基金維持政策結構性放鬆、經濟回升趨勢確定的判斷：下半年通脹下行，經濟上行，經濟和市場格局很可能再次重演去年的格局，只是幅度會不同。

大成基金表示，相對於美國及歐洲經濟，以中國為代表的新興市場經濟體仍保持較高增速。儘管新興經濟體股市的表現難免會受到發達市場的影響，但相信中長期表現將優於發達市場，不排除新興市場會吸引部分國際資金流入。



內地6月份季節調整後房地產銷量連續兩個月上漲。圖為位於上海的樓盤。

彭博社

亞洲主權債券為理想避風港

路透專欄撰稿人

Wayne Arnold

熱點透視

即使在市場擔憂全球經濟成長、美國和歐洲債務危機以及股市一片動盪的情況下，亞洲政府公債的表現還是很強勁的。這並不是說投資者相信亞洲國家能夠躲過那些全球大型經濟體放緩的影響，這點從亞洲股市的疲態中可以眼見意見。不過，與美國和歐盟相比，亞洲從澳洲到台灣均擁有強健的資產負債表。對於全球的投資者來說，亞洲主權債看起來正在日益成為安全的避風港。

西方投資者對固定收益資產和股市的反向走勢習以為常，因此公債價格上漲可能不會引起他們太多關注。但是到目前為止，亞洲股市和債市齊頭並進，除了受全球風險胃納推動，本地企業前景也帶來相當的影響力。中國引領的成長鼓舞市場，進而帶動股市上揚之時，債券也與之一併上漲。而風險胃納的減弱，將損及地區內所有漲勢本應迅猛的資產之需求。

但歐盟和美國的主權債務憂慮正在逐漸削弱風險認知。人們曾論及小型或發展中經濟體公債較美國公債利差大幅收窄時，出現了定價錯誤。現在，由於市場對西方國家信用可靠程度的信心愈發降低，菲律賓若發售10年期公債，僅需要較美國多支付3.6個百分點，然而對此感到驚訝的人數要少了一些。

區內經常帳多錄得盈餘

為什麼會是這樣？通常謹慎的德國，債務相當於國內生產總值(GDP)比率為80%。菲律賓的債務相當於GDP比率為47%。澳洲僅為24%。韓國是29%。而在1998年不得不由接受國際貨幣基金會(IMF)救助的印尼，其債務佔GDP比率也只有25%。除澳洲外的這些(亞洲)國家和地區，均處於經常帳盈餘。同時，由於這些國家調升利息以對抗通脹，它們提供給投資者的回報要比美國、德國或法國更多。

隨着全球股市大面積陷入困境，亞洲地區公債越來越成為避險選擇。



菲律賓若發售10年期公債，僅需要較美國多支付3.6個百分點。圖為銀行職員持有美元(左)及菲律賓披索(右)。法新社

香港房屋政策的意見

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

行政長官正書寫任內最後一份施政報告，並於8月1日啟動網上市民諮詢工作。特首多次提出本地的房屋政策是重中之重的政策焦點，期望透過這份10月的施政報告回答市民對房屋需求。

從網站的背景資料，市民可以清楚知道現有的各類房屋的數目和政府預計未來幾年的公屋建屋量和私人樓宇開工量。截至2011年第一季本港住戶數目達234萬，其中公共租賃房屋佔30.8%，資助出售單位佔16.2%和私人永久房屋單位佔52.4%。如以每年計算，在2010/11年，新落成的租住公屋單位約13,700個，而未來五年政府計劃興建約75,000個，即年供數目可達15,000個，使政府仍然可以維持公屋輪候時間不變。

反觀其他兩種房屋類別，到2011年第一季，資助出售單位已達376,600，以其發展年份約26年計，則年供量約14,560個，這可以作為政府要復建居屋等的年度指標。如從2003年政府停建資助出售單位來累計，即已有約35,700個差距。

過去五年缺口難以追回

特首在施政報告的諮詢文件中附上的運輸及房屋局於七月發給立法會房屋事務委員會的文件中指出政府訂定了未來十年內平均年供二萬個私樓的目標。綜合各政府部門統計，2010-11年可建成約23,000個以上；2011-12年可建成約35,000個；於未來三至四年約有59,000個一手私樓供應，當中約37,000個屬於中小型單位。但這些數字可以看出未來三至四年只能年供約20,000個住宅單位，並不足以追回私樓過去五年的缺口。

如從2009-11年30個月的樓價走勢，讀者不難明白為何特區市民面對「上車難」的困境！以三百萬為樓價分水嶺，其所佔總體的比率由2009年的65%下降到2010年的61%，再達至2011年首五個月的50%，而首五個月的3-5百萬和5-10百萬的比率急升了分別6%，令到住宅單位平均成交價持續走高，由

2007年(\$3.50M)，2008年(\$3.58M)，2009年(\$3.70M)，2010年(\$4.13M)及2011年(1-5月)(\$4.75M)，這個情形實大大超越同期通脹率及人工加幅。

短期而言，政府必須盡力急停樓價再上升的勢頭，繼續現行的抑制樓價上升的政策，與銀行商訂如何推出計劃幫助市民置業和盡快制定長遠房屋政策，給置業人士和長短期投資者清楚訊息，本地樓宇供應量持續充足，足以滿足每年2萬伙的吸納量，並有剩餘的供應量以抵制樓價的短期上升情形。

新界區將為住宅用地來源

中長線來說，政府必須每年持續供給2萬個以上私樓的住宅用地，並手中定期有約1萬個的土地供應量，以應付市場的波動。但大家會問土地從何來呢？特區的開闢歷史是殖民地篇，外國人首先發現登陸香港/九龍區，在那裡開始建立口岸發展下來，但隨着中國於亞洲區冒起，特區在回歸後與中國政治/經濟方面密不可分，新界的經濟地位必然提高。從政府統計處的數據中可以知道新界區是香港三區中樓價最低的，只達香港島的60%，並且歷史上城市化滯後，將會成為未來十年的中小型住宅用地的主要源頭。

政府應從新界北區、新市鎮的郊野地點和農地/魚塘/郊野公園用地着眼，令規劃處重新全面策劃以達到「地盡其用」。為了長遠滿足本地的空運發展，政府正諮詢興建多一條機場跑道，可以利用這個契機全面研究大嶼山、香港島和九龍半島進行大型填海的可行性。

按照每區的用地特質來釐定合適的土地用途和密度。中小型住宅的樓價持續高企令市民置業困難，這確實有復建資助出售房屋的空間，但究竟是多少單位和以何種方法去釐定售價則是政府的「房屋用地供應督導小組」的具體議題了。

面對市民的強烈期望，本人衷心祝願各界人士發表良性意見，令特首辦可以訂定出一份「令人滿意」的中長線房屋政策，使市民可以「安居樂業」，也令直接外來投資者不會因高昂樓價和租金卻步！