

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 推歐元區共同債 歐債危機未脫險

歐債危機持續困擾環球金融市場，歐元區各國以及國際貨幣基金會過往不停想辦法去阻止問題爆發，包括歐豬五國不斷的緊縮政策、國際貨幣基金組織及歐盟的援助貸款，甚至容許希臘國債進行延期和將債券到期的部分回籠收益再次投資希臘國債等等同於局部違約的處理方法。

但事情仍然未得到解決，歐盟及國際貨幣基金組織代表，因不滿希臘未能達到財政目標，推遲了決定希臘新一輪的援助貸款的時間，而一旦希臘未能獲得新援助，根據當地報章指出，希臘的儲備將會於10月18日耗盡，希臘亦將會隨之出現債務違約。

而周三(14日)希臘的1年期國債更升至141厘的破紀錄新高，5年期信貸違約掉期(CDS)亦急升至5,000以上，反映市場普遍認為希臘短期內將會發生債務違約，迫使歐元區各國再努力想新的辦法，令希臘的債務問題不會進一步惡化，以至波及其他歐元區國家以及環球金融市場。

而最近又有一個解決方案傳出；歐盟委員會主席巴羅佐表示，委員會將很快提出引進歐元區共

同債券的選項，以拯救歐元及解決歐債危機。

然而，早在2010年歐債危機爆發時，意大利亦曾經提出過推出歐元區共同債券的想法，但由於當時歐債危機仍然未如現在般嚴重，因此這想法在那時無疾而終。至於，今年的8月底，德國總理默克爾更表示全力反對歐元區共同債券這方案，並認為這些債券只會進一步打擊歐洲經濟穩定。

德國之所以反對，其實亦有其背後的原因。表面上，歐元區共同債券是歐元區各國互相為此提供擔保，互相分擔風險。不過，由於歐元區各國的財政狀況良莠不齊，因此實質是變成了財政較為穩健如德國及法國等國家，擔保希臘、愛爾蘭、意大利等財政疲弱而債務負擔亦沉重的國家，而這些國家的融資成本大大降低，使當地的

債務負擔得以紓緩，並能力阻歐債危機的爆發。

但相反地，由於要承擔疲政疲弱的成員國的債務風險，這將會推高德法等財政較穩健的國家的融資成本和信用風險，因此，德法等國出於保護自身的利益而強烈反對，而歐豬五國等財政疲弱的國家則十分贊成共同債券的推出。

雖然，歐元區共同債券的推出可以防止歐債危機進一步惡化，並使問題得到解決，但礙於自身的利益，德國及法國的取態將會成為共同債券能否實現的一個重要因素，再加上相關制度如對發行規模總量的大小以及各國如何分配其債券發行的具體額度等問題均需要長時間的討論才能達成共識，相信共同債券的推出仍需要一段不短的時間，歐債危機短期內仍會困擾環球金融市場。



■ 歐盟委員會將很快提出引進歐元區共同債券的選項，以拯救歐元及解決歐債危機。圖為位於德國法蘭克福的歐洲中央銀行大樓和歐元標誌。

## 內地汽車銷售淡季反彈 未宜太憧憬

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

中國汽車業協會公佈，八月內地共生產汽車139.3萬輛，按月及按年分別增長6.7%及8.7%，期內銷售則達138.1萬輛，按月及按年增幅分別為8.3%及4.2%，在產銷的層面上，按月及按年均雙雙錄得上升，或反映汽車業已經恢復景氣，並令市場憧憬第四季銷售。然而，行業的銷售受制多項因素，四季度銷售只宜審慎樂觀，未宜對「金九銀十」抱有過分期望。

汽車業去年銷售急增，去年全國汽車產銷分別達1,826.5萬及1,806.2萬輛，按年增幅均約達32.4%，今年在基數效應消失，以及「汽車下鄉」及購置稅寬減等刺激措施不獲延續下，汽車銷售增長明顯放緩，首八個月汽車產銷的按年增幅，只分別為3%及3.3%。早前國家財政部經濟建設司向弟海表示，節能補貼汽車的補助門檻將提高，每百公里的油耗量上限，將由原先的6.9升，降至6.3升，令市



■ 內地汽車年銷售量超1,800萬輛破美紀錄。

場對當局發展節能汽車，以至對支持整個汽車業規劃發展的方針，存有疑問。

內地現時出口受累外圍經濟反覆，有關當局在經過四萬億刺激經濟措施，以及近期浮現的地方債危機後，對於透過加快固定資產投放，帶動宏觀經濟增長的政策方向，已變得審慎，在GDP三大馬車中，只剩下消費一環，可以作為經濟可持續增長的引擎，加上就汽車而言，其單位價格較一般商品高，在刺激消費額上，具有較明顯的效果，因此早有意見指出，汽車限購或不被放寬，實施範圍擴大的機會亦不大。

### 財富效應減 4季度審慎樂觀

然而，內地有不少大型城市的交通擠塞的問題嚴重，汽車數量超出道路負荷，而行走汽車數量持續增加，亦深化廢汽污染，不利城市長遠規劃發展，單純地透過刺激汽車銷售，帶動內需的方向，確存有一定的相確性。A股弱勢，房地產亦受調控，價格難望重蹈去年急漲的光景，或導致財富效應減，加上內地經濟放緩的預期，料削弱民眾的消費意慾，各種檔次的汽車當然皆不能倖免。

### 節能汽車 中長線利好

那是否意味行業不能為內需帶來貢獻？答案當然是否定的。現時內地汽車業正朝向節能環保的方向邁進，產業升級除了可以紓緩汽車廢汽污染，給予節能補貼也可加大民眾替換老舊車輛的誘因，加速車輛的周轉，有利締造消費，而收緊節能汽車補貼門檻，或是為了加快節能汽車的升級而採取的行動。預期節能汽車仍在行業重點規劃，此大方向料續成汽車業中長線的利好因素，惟就短線來說，內地汽車銷售只宜審慎樂觀。

## 歐洲重蹈92年貨幣機制解體覆轍？

瑞德證券首席經濟學家  
沈建光

近日，對於歐債危機惡化的擔憂集中湧現。希臘和IMF的援助評估談判於上週臨時中斷，該國與芬蘭圍繞貸款擔保的爭論也懸而未決；意大利因為在財政緊縮問題上出爾反爾，面臨來自歐洲央行等各方的壓力和指責；與此同時，德國執政黨對債務國家的援助面臨重要裁決與失去選民的政治風險等等。市場認為，歐元區正面臨着自成立以來的最嚴重挑戰，甚至有悲觀者開始擔心歐元區是否有解體的可能。

歐洲一體化過程一直以來都是充滿波瀾。早在1992年9月，歐洲貨幣機制就曾解體，引發金融危機。本文通過對比現在歐元區主權債務危機與1992年的歐洲貨幣危機時發現，兩輪危機同樣面臨如何維持固定匯率體系的挑戰，而德國在兩輪危機之中強勢與不願妥協的表現，也具有驚人的相似之處。上次危機最終以英鎊、意大利里拉等貨幣被迫退出歐洲貨幣機制為代價。

以史為鑒，歐洲要想避免重蹈1992年金融危機覆轍，需要進行根本性的結構改革，及



■ 圖為歐元和美元貨幣。

在協調方面做出更多的努力與妥協。歐元畢竟是歐洲人民經歷了50多年努力換來的，無論對於核心德國、還是債務國希臘、愛爾蘭、意大利均享受着歐元作為統一貨幣帶來的好處，沒有任何國家希望歐元區解體。

歐元作為統一貨幣，明顯好於當時的歐洲匯率機制(ERM)，投資資本也比當時更難運作。另外，本輪危機與1992年危機的最大不同之處在於本次危機並非貨幣危機，而是財政危機，歐洲央行仍然可以充當救火員的角色。短期內，通過歐央行提供流動性，歐盟與IMF向債務國提供援助，危機能夠得到推遲，我們相信歐元區短期內解體的可能性很小。

### 德國仍為引導危機出路關鍵

我們認為，只有吸取上次危機的教訓，暫時放寬對於債務國不切實際的赤字要求，防止經濟過度下滑而造成的財政縮減與經濟衰退惡性循環，才能提振市場信心，避免錯過緩解危機的最佳時機。長期來看，正如歐元之父蒙代爾所言，應對本次危機只有三條出路，即首先是財力充裕的國家對資金緊缺的國家實施援助以避免其陷入破產；其次是後者要將福利項目調整到與其財力匹配的水平，實現預算平衡，以贏得其他成員國的支持；中長期是要在歐洲建立一個超國家的財政機構，以彌合歐元區管理結構上的裂縫。

當然，全球經濟與貿易一體化的大背景下，歐洲主權債務危機越演越烈，勢必會給中國帶來人民幣升值、中國出口環境惡化、歐元儲備資產縮水等不利影響。我們認為，應對以上風險，短期來看，似乎難有完全之策，但持續的貨幣緊縮政策也沒有繼續收緊的必要。如果通脹、房價、出口三重拐點能夠在四季度顯現，貨幣政策亦有可能適當放鬆。長期來看，促進人民幣匯率體制改革，加快人民幣國際化進程仍是根本之法。

## 市況動盪 資金偏向高收益資產

摩根資產管理投資資訊總監  
崔永昌

雖然投資者擔心歐美近期的動盪局勢會影響市場秩序，從而加劇雙底衰退風險，但最近的跌市亦可望促使當局推出更多刺激政策，以支持經濟擴張。我們認為，目前的經濟弱勢只是局部疲軟，而並非再度陷入衰退的先兆。

此外，我們亦預期環球經濟增長可望於今年稍後溫和回升。增長前景除了受到低息環境支持之外，最近一季影響全球增長的兩大因素，即日本供應鏈中斷及油價升高，在進入下半年後都可望略為減退。

因此，儘管短期內投資信心脆弱，我們仍對未來12個月的股市維持審慎樂觀展望。但與此同時，不少投資者卻可能礙於市場形勢欠明朗而未敢入市，又不甘心將資金放在銀行收取微薄利息，正為尋求投資出路而苦惱。

在這背景下，投資者如要尋覓高息投資機會，就要放眼傳統以外的收益類資產，例如高收益債券、新興市場債券、房地產投資信託及高息股等。

### 違約風險降支持高收益債

高收益債券是由信貸評級較低的公司所發行的非投資級別債券，收益率顯著高於高評級債券，惟價格波動及違約風險亦相對較高。企業現金流改善、違約風險降低，都可支持高收益債券的表現。

新興市場債券是由經濟發展處於相對初期的國家政府及企業所發行的債券，收益率高於成熟國家債券，惟政治風險、價格波動及違約風險亦可能較高。不過，現時新興市場政府債務負擔不大，與成熟市場財政惡化的情況反而形成強烈對比，許多新興市場債券甚至已列入投資級別。加入新興市場債券既可為投資組合提供額外分



■ 匯賢房託為香港首隻人民幣計價房地產信託基金。圖為該股招股書。

散功能，亦有機會間接受惠於商品價格的升勢。房地產投資信託是由收益類地產資產例如商場、商廈、酒店等組成的投資工具，以可讓證券的形式進行交易，且規定大部分租金等收入須分派予股東。房地產投資信託的回報來自物業，與債券和股票的相關程度相對較低。由於租金可隨物價而調整，房地產投資信託亦可發揮若干抗通脹作用。

### 高息股擁較高回報具吸引

高息股則是以股息形式將相當部分盈利分派給股東的企業，可為固定收益投資組合分散風險，並提供較許多債券更高、但非固定的收益回報。長線而言，股息收益是構成股票市場回報的重要元素。企業現金周轉充裕、盈利能力改善及派息比率增加，都可為優質的高息股提供良好支持。

由於不同地域的不同資產類別，風險與回報特質亦各有不同，因此一個包含多種高息投資的多元資產組合，本身已可發揮分散風險的效益。事實亦證明，將高收益債券、新興市場債券及新興市場股票加入環球股票組合之中，有助降低整體波幅，並改善調整風險後之回報。

## 英銀行業改革加重資金成本

路透專欄撰稿人  
Peter Thal Larsen

熱點透視

英國銀行業遭到雙重打擊。英國銀行業獨立委員會(ICB)在9月12日發布最終報告，要求大型銀行維持債務緩衝資金，以便在危機時期能夠沖減。ICB並認為，儲戶必須比其他債權人優先獲得償付。這兩項提案將使銀行的資金成本更加昂貴。

ICB提議將銀行基本重要業務設於具備隔離風險措施部門，相關計劃吸引外界最多關注。但ICB另一項建議的嚴苛程度不如下，ICB建議大型銀行應該具備至少相當於所有風險權重資產17%的基本吸收損失能力——涵蓋風險隔離網以外的資產。在這些吸收損失能力之中，至少10%必須是股權資本。其餘7%可以採取「自救」債券形式——在企業爆發危機時，自救債券可以明確減值。

到2010年底時，英國前四大銀行的風險權重資產約有2兆(萬億)英鎊，這代表它們必須以尚未經過市場檢驗的證券籌資至少1,400億英鎊——因為尚未經過檢驗，這些證券的成本將會很貴。

這項衝擊或許還在可以控制的範圍內。多數銀行業者已有大量類似債務的混合資本工具，根據最新巴塞爾改革規定，這些資本工具將變成多餘。只要加上一個「自救」條款，這些工具就可以配合ICB提議的2019年期限轉換成為債券。此外，英國銀行業者對優先無擔保債設有大量緩衝。英國針對銀行倒閉的清理機制，將使這類債務可能遭到減值，因此也可以被認定符合ICB要求的吸收損失功能。

### ICB建議不利銀行債信評級

不過，多家評等機構已經警告，ICB的計劃將促使評等機構調降銀行評等。如果照ICB建議，在銀行倒閉清理時，將儲戶權利擺在其他無擔保債權人之上，這將會增加持有銀行債權的風險，債權成本也會隨之升高。

但倘若銀行的資本成本上升，這是因為債券持有人過去對銀行債權的估價，是基於大型銀行永遠會獲得援助的前提假設。危機之後的重新估價是無法避免的一也是適當的。此外，ICB只是在加速推動已經在進行的改革：歐盟執委會希望賦予監管機構權力，能夠強迫無擔保銀行債務減值。如果其他國家跟進英國做法，那麼英國銀行業者應該能夠應付衝擊。

## 買家入市前要先評估本身實力

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

根據土地註冊處數字，第三季至今二手成交約11,000宗，估計整季成交不足15,000宗，即按季成交下跌約3成多。另一項數據顯示，第三季至今摩打註冊有78宗，預計整季不足100宗，這可能是歷來最低摩貨之單一季。

### 炒賣住宅短線圖利大降

由於遞交合約至土地註冊登記需時，上述數字大約反映本港樓市6月至8月的情況。6月份正正是政府進一步收緊按揭，配合增加土地供應以及研究復建屋宇等，令市場冷卻下來，滯後的數字正好表明措施已生效。自從去年十一月二十日遇禁於徵，實施額外印花稅後，短炒萎縮，已成功令炒賣住宅作短線圖利大幅下降。

近期歐美主權債務危機浮面，對港股造成很大衝擊，雖然股市與樓市客源不同，但始終買樓對很多家庭來說都是重大投資決定，經濟前景不明朗，任何人都會「停一停！想多想！」這亦是

造成近期樓市成交疏落的原因。

在缺乏新方向的時刻，將軍澳有兩個大型新盤推出，「領凱」及「天晉」，二者都是與港鐵合作的項目，前者以貼市價推售，首批平均5,941元，有4種不同付款方式，兼有二按安排，吸引到久違了的睇樓人潮，萬人空巷的場面在樓處出現，預期銷情理想。

### 新盤買家長線用家為主

有別於過往新盤一般開價高於同區二手樓水平，發展商今次以貼近二手價推售，間接為市場尋底，證明樓價在那一個水平具有承接力，成功引導出市場過去一個時段所累積的購買力，由於有額外印花稅的關係，相信這批新盤的買家以長線用家為主。

提醒用家當前所應考慮的，是準確評估自己的供樓負擔能力，不單只眼前的負擔能力，還要是未來的負擔能力變化，雖然美聯儲局表明兩年內不加息，但這不代表永遠不加息，還要謹慎留意市道變化。預期通脹加劇，持有物業始終是市民面對當前環球局勢，只要負擔得起，這是選擇不多的一個較佳選擇。