

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 「扭轉操作」措施 刺激作用不大

美國聯儲局於周三(21日)結束了為期兩天的議息會議，並於周四(22日)凌晨發表聲明，一如預期，繼續維持0-0.25厘的超低利率不變，亦無推出第三輪量化寬鬆措施，而是採取「扭轉操作」(Operation Twist)，以壓低長期利率，刺激經濟增長。

另外，為了支持抵押貸款市場，聯儲局亦會把到期的機構債券和抵押貸款支持債券所得的資金再投資於抵押貸款相關的債券上，並會維持把美國國債的回籠資金再投資於美國國債之上。

雖然，聯儲局這次的確推出了刺激措施，但將回籠資金再投資於債券市場的措施已於第二輪寬鬆結束時宣布了，而新的「扭轉操作」措施對經濟的刺激效用則存在着很大的疑問。

是次聯儲局所推出的「扭轉操作」措施規模為4,000億美元，計劃於明年6月底前，購買4,000億美元的6年期至30年期的中長期國債，同時出售相同規模的3年期或更短期的國債，藉此壓抑長期利率，尤其是按揭利率，以刺激經濟增長及當地的房地產市場。

某程度上看，「扭轉操作」與量寬措施有一定的相似之處，兩者均需要買入美國國債，藉此壓低作為市場借貸指標的國債利率。不過，兩者買入的國債年期不同，量寬措施會增加貨幣供應，而「扭轉操作」則不會。從成效上看，「扭轉操作」對美國經濟的刺激作用與量寬

措施一樣，幫助不大。

對經濟幫助不大的主要原因是，在歐債危機不斷惡化的情況下，資金不斷流入美國國債市場避險，令美國國債不論長中短期的利率均跌至或接近歷史新低。因此，買入中長期國債從而推低利率的邊際效用其實不大。

再者，聯儲局推出寬鬆貨幣政策的目的是希望鼓勵企業加大借錢投資，但眼見過去極低利率環境已持續了一段不短的時間，企業仍然不願意拓展業務，以增加就業職位，使失業率繼續維持於9%的高水平，相信「扭轉操作」措施亦會面臨同一結果。

另一方面，推出「扭轉操作」以壓低長期利率的目的，在於間接地推低按揭利率，刺激美國疲弱的房地產市場。但同樣地，目前按揭利率已處在歷史低位，但房價照樣下滑，美國全國住房建築商協會周一(19日)公布的9月份住房市場價格指數由8月份的15降至14，反映美國購買房屋的需求持續疲弱，極低的按揭利率也對美國的房地產市場起不了刺激作用。



■美聯儲局推出「扭轉操作」以壓低長期利率的目的，在於間接地推低按揭利率，刺激美國疲弱的房地產市場。

總結而言，聯儲局是次所推的措施對經濟的刺激作用不大，而在多方政治壓力下，未來的貨幣政策亦不會有太多新意，充其量只能推出一些不同名義的措施，繼續推低實際利率。

## 索羅斯析如何挽救歐元危機

索羅斯(George Soros)

要阻止金融系統崩潰，必須有四套措施配合。第一，銀行存款必須獲得保護。如果一家希臘銀行的儲戶拿不回歐元存款，那麼接下來，存在意大利銀行裡的1歐元，將變得比存在德國或荷蘭銀行裡的1歐元不值錢，接着其他赤字國家的銀行將會出現擠兌。第二，債務違約國家的部分銀行需維持運轉，以防止經濟崩潰。第三，歐洲銀行體系需增資，且要接受歐洲體系的監督，而非個別國家的監督。第四，必須阻止災情擴及其它赤字國家的政府公債。即使沒有國家出現債務違約，也要做到後兩項要求。

所有這些都需要錢。而在現有安排下將無法獲得更多的資金，且據德國憲法法院的裁決，在沒有聯邦下議院的授權下，也不允許出新的安排。除了催生那個缺漏的要素，已別無選擇：也就是一個全歐洲的財政機構，擁有徵稅權力，然後取得舉債借款力量。這將需要一個新的條約來把EFSF轉換為一個完備的財政機構。

### 一旦崩潰將致無法控制災難

這或預示着立場的急劇改變，特別是在德國。德國民眾仍然認為，可以在支持歐元或放棄歐元之間作選擇。這是一種錯誤看法。歐元已經存在，而在共同貨幣基礎上的金融體系資產和負債緊密交錯糾結，若歐元崩潰將導致一場權力高層無法控制的災難。德國民眾體認到這一點的時間拖得愈晚，則他們及全球其他國家付出的代價就越高。

問題是能否讓德國公眾信服這個論點。德

國總理默克爾可能難以說服她自己的執政聯盟，但她可以借助反對黨。一旦歐元危機得到解決，她對後繼選舉的擔憂就會比較少了。

### 擗節計劃削弱小國增長前景

針對三個小國可能違約或退出歐元而預作安排，並不代表這些國家將遭到拋棄。恰恰相反，如果存在有序違約的可能性，就能提供希臘和葡萄牙一些政策選擇；這種有序違約是由其他歐元區國家及IMF負擔相關代價。此外，這還將終結目前威脅所有歐元區赤字國家的惡性循環：擗節計劃削弱這些國家的增長前景，導致投資者要求這些國家支付難以承受的高利率，從而迫使政府進一步削減開支。

脫離歐元會使這些國家更容易重拾競爭力，但如果他們願意作出必要的犧牲，他們也可能留在歐元區。無論作出哪種選擇，EFSF都將對銀行存款提供保護，IMF也將協助銀行體系進行資本重整，這將幫助相關國家擺脫目前的困境。讓這些國家陷入崩潰，並將全球銀行體系一同拖下水，這不符合歐盟的利益。

擬定出新條約的細節不是我的職責，這需由歐元區成員國來決定。但必須立即展開這方面的討論，因為即使在極端的壓力條件下，最後結論的出台也要花很長時間。一旦各方同意成立歐洲財政機構的原則，歐盟高峰會就可以授權歐洲央行出面暫時代理職權，預先保障歐洲央行面臨償付能力風險。這是防止出現另一場金融崩潰和大蕭條的唯一途徑。

(摘自路透社Reuters.com, 本報有刪節)  
(二之二)

## 「新居屋」應售予公屋戶

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

傳出港府「新居屋」已有初步方案框架，將以私人參建模式，初期每年建5,000個單位，定位朝着「雙夾心」一族，即既買不起私樓又不符申請公屋資格，新居屋售價參考舊居屋有樓價折扣，入息限額則較「置安心」計劃要求略低，傳新居屋不售予公屋戶，如屬實或將引起公屋居民反響。

港府是土地供應者，讓發展商購入土地後，通過建築發展過程，並承擔了發展期間市道起落的風險，然後把建成的單位向市場發售。港府復建「居屋」出售，標誌着其角色轉變，是既擔任「麵粉」供應者，又自行製「麵包」出售。

「居者有其屋」計劃是資助置業者買房。為何要復建居屋？上車難已演變成政治議題，當市場經濟不能發揮其調節功能，於是港府以行政手段去滿足民意訴求。當市場出現供求失衡，樓價則大幅攀升。近年非本地買家以其雄厚財力入市，而沙士後港府勾地政策出台，近年市場供應少，在供不應求下，樓價升高至大幅脫離本地中上車人士負擔水平。發展商在商言商，在現市場情況下，無可能廉價售樓去遷就上車人士。港府被迫出手復建居屋，以「折扣價」賣給合資格人士。

港府已按序直接售地去增加土地供應，同步收緊樓按，設立額外印花稅等，適逢外圍經濟不穩，已成功冷卻樓市，而樓價亦膠着在現水平，稍偏軟卻不致大幅回落。

### 須避免對二手市場構成衝擊

在現時的市況，「新居屋」對私人物業市場的影響不會很大，市區新盤動輒400萬、500萬



元起，未構成競爭；但200萬元以下樓價，新市鎮或市區單棟樓中小型單位將會出現壓力，市區中小型單位是中型單位換樓客源，應斟酌新居屋每年建5,000伙是不是一個合適數量，盡量避免對二手市場造成過強衝擊。

### 公屋戶為置業階梯基本第一層

我對「新居屋」以「雙夾心」一族為對象無意見，但對其不售予公屋戶有很大保留，公屋家庭是置業階梯的基本第一層，應該讓他們有機會換樓，港府可分一部分配額給綠表申請者，既讓他們有一個新希望，又可增加公屋流通量，騰出單位予公屋輪候者較快上樓。

## 白酒行業高增長 具提價空間

康宏証券及資產管理董事  
黃敏碩

中秋節過後，「十一」黃金周隨之而來，高檔白酒又進入銷售旺季，由於貨源有限，刺激酒價不斷上升。「逢節必漲」已成為近年白酒企業的潛在規則，五糧液集團早前發佈公告，決定由本月10日起，調高旗下產品「五糧液」白酒出廠供貨價格，上調幅度為20%至30%，是內地白酒近年來最大的加幅，也成為下半年第一家提價的白酒企業。

### 產品需求盛 供需仍失衡

不過五糧液的提價已經是相當克制和滯後，並在市場預期之內。此前，五糧液主牌出廠價為每瓶569元(人民幣，下同)，比「茅台」和「國窖1573」低100多元，經過此次漲價後，五糧液出廠價將與兩大競爭對手基本持平。近年原材料、人工成本增加，令白酒企業成本上升，但更重要的是，高檔白酒需求旺盛，令供需失衡。內地高檔白酒持續供不應求，相信未來仍有提價空間。

高檔白酒作為中國傳統酒類產品，存在悠久的飲用歷史和豐富的文化底蘊，儘管提高價格亦無法替代其內涵象徵，喜歡白酒的人士要購買飲用，又會作為私藏之用，因此市場發展空間甚大。目前內地經濟發展迅速，人均消費持續上升，白酒的社交功能放大，令白酒行業似乎未被外圍經濟不明朗所拖累。

其實內地不少白酒企業在上半年的年報中，均表示經營遇到頗多困難，主要是市場競爭加劇，國內外資本加快進入酒業市場，產品面臨更多挑戰；另外，還有工資成本增加、原材料價格上漲、稅務負擔加重和假冒產品屢禁不止



■圖為內地首款可作為權益交易產品的白酒——貴州茅台酒(十二生肖)特號收藏版499套臻品。資料圖片

### 企業業績支持成跌市奇葩

雖然白酒行業「經營困難重重」，但企業的毛利率卻維持較高水平。難怪今年內地股市屢屢下挫，白酒板塊仍有一定升幅，成為跌市奇葩。主力經銷五糧液酒產品的本港上市企業銀基集團(00886)，受惠白酒供不應求，去年純利急增47%至5.85億元。其中五糧液白酒銷售佔總收入達73.1%，因此五糧液產品的提價，對收入及毛利增加有莫大裨益。

集團目前正積極籌建電子商貿平台，擴充銷售渠道。為配合電子商貿的相關物流需求，集團將在內地開設「品匯壹號」，作為電子商貿的主要發送及物流平台，爭取網絡覆蓋到全國大部分地區，預計電子商貿平台將於今年第四季度開始銷售，進一步增加收入，故此下半年業績仍被看好，投資者可伺機吸納。

## 伯南克使出50年前舊招

路透專欄撰稿人

Martin Hutchinson

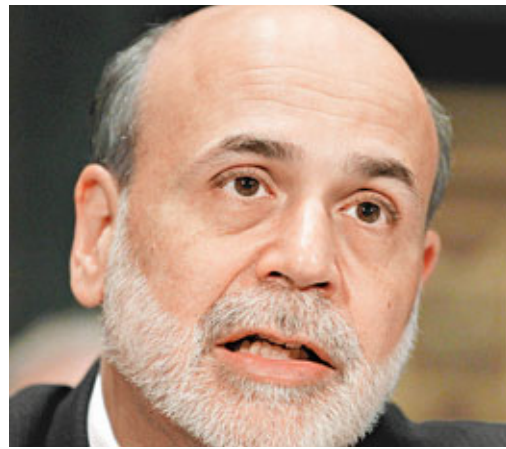
熱點透視

美聯儲(FED)再度搬出1961年的戲法，也就是賣短債買長債(Operation Twist)，藉以拉低長期利率。就其操作部位相當於國內生產總值(GDP)比例而言，這次的規模為60年代的四倍。這不但讓FED財務風險升高，同時也帶來物價壓力。然而令人期望的是，這或許能夠為提振對中小企業的放款。

50年前的賣短債買長債操作是由諾貝爾經濟學獎得主托賓(James Tobin)所發明，英文名稱則是搭上了當時的熱舞風潮。FED在那個時候買進了40億美元，主要為1-5年期的公債，並賣出較短天期的公債。其目標在於降低長期利率，同時維持短期利率於高檔，藉以限制美國儲備中黃金外流的速度。該措施並未獲得明顯成效，時任美聯儲主席的William McChesney Martin後來表示，托賓的構想「無可救藥的天真」。

### 將承擔更高利率風險

FED周三公布的計劃規模達4,000億美元，接近去年GDP的3%，而1961年的操作規模不到GDP的1%。FED賣出短期公債以買進6-30年中長期公債，也將使其承擔更高的利率風險。由於FED的整體資產負債表規模不會增加，這樣的舉動僅會帶來溫和的通脹效果。其主要的刺激效果應該在於將長期利率拉低，使之接近短期利率水準，藉此鼓勵對現金短絀的小型企業進行放貸，而非只是單純買進長期公債及



■美國聯儲局主席伯南克。美聯社

其近似品。

### 應仔細聽聽同僚說法

FED政策的爭議性越來越高。共和黨會領袖更是誇張地致函FED主席伯南克，要求他打消進一步放寬政策的念頭。然而美國聯邦公開市場委員會(FOMC)三名委員的反對意見可能更形重要。誠然，伯南克不應該隨政界人士起舞，但他應該仔細聽聽其同僚的說法。

若要讓長短天利率趨於一致，另外一個風險可能較低的辦法就是提高隔夜拆款利率。不幸的是，FOMC基本上已經排除在2013年之前採取此一辦法的可能性。無論如何，若說賣短債買長債是一條必經之路，新一輪的施行成果可能讓伯南克沒辦法拿出來說嘴。