

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

希臘違約遲早事 金融市場低處未算低

美國近日的經濟數據普遍優於預期，加上歐盟或聯手準備對歐洲銀行進行資本重組，以鞏固歐洲銀行，而國際貨幣基金組織亦表示準備加大援助意大利及西班牙兩國，刺激環球股市經過多日的反覆下跌後，終於在本周中期反彈，VIX指數亦由45回落至40以下的水平，避險情緒略為紓緩。



希臘需要依靠借貸才能夠支撐政府日常開支，其如何償還債項高近5,000億歐元，佔國民生產總值140%，已成為疑問。 彭博社

在市場普遍預期經濟增長放緩的情況下，美國優於預期的經濟數據的確為急跌的股票及商品市場提供了一個喘息的藉口。美國9月份供應管理協會製造業指數升至51.6%，優於市場預期的跌至50.5，而9月份非製造業採購經理指數為53，亦高於市場預期的52.8。

另外，房地產以及就業數據亦表現理想，8月份建築開支出乎意料地增長1.4%，至7,991億美元，市場預期為下跌0.3%。9月份ADP私人企業就業人數更增加9.1萬人，優於預期的7.5萬人。不過，即使美國理想的經濟數據有提振的作用，但亦只會是十分短暫的效果，畢竟市場目前最擔心的還是歐債危機的進展。

歐元區財長會議再次決定延遲討論是否發放於去年達成的向希臘提供的第六批總值80億歐元的援助貸款，預計援助希臘的決議將

會被推遲至11月。

雖然希臘副總理兼財政部長韋尼澤洛斯透露，希臘現有資金足以支撐到11月中旬，希臘政府近日亦採取了更多緊縮措施，以爭各國的支持。不過，一個需要依靠借貸才能夠支撐政府日常開支，但經濟增長持續放緩的國家，試問又如何償還其高達近5,000億歐元的債務呢？因此希臘發生債務違約，以及需要進行債務重組只是時間上的問題。

另一方面，希臘債務危機的影響更開始有蔓延的跡象；持有大量希臘國債及其他歐元區周邊國家債券的法國和比利時合資銀行——德克夏銀行集團周二宣布因「結構性問題」陷入困境，迫使法國及比利時為德克夏銀行

融資提供擔保，以拯救該銀行，反映出希臘債務問題對銀行業的影響開始浮現，或許會成為歐洲銀行業崩潰的導火線。

此外，穆迪更將意大利的國債評級下調三級，從「Aa2」下調至「A2」，距離垃圾級只有個五級別，評級前景為「負面」，即還有機會再被降級，理由是預計未來兩三年意大利的經濟增長仍維持相對疲軟。更有消息指出，穆迪表示歐洲各國除目前仍維持着Aaa最高評級的國家外，其餘各國均有可能被降評，新一輪的降級潮可能將會展開，對環球金融市場造成衝擊。

在目前歐債危機仍未解決，風高浪急的情況下，投資者還是趁反彈作減持，不要因目前股票估值便宜趁低吸納，因為估值可以進一步便宜下去，低處未算低。

要脫困 歐洲須一個真正央行

路透專欄撰稿人
James Saft

歐洲正在展現出一個沒有真正央行的主權國家，不過是一家沒有保險的銀行，市場一個浪頭打來就有翻船的可能。

儘管歐洲央行幾乎從各方面看都可算是一家央行，但它不能為各個歐元區國家充當最後貸款人的角色，這一點在歐盟條約中有明確規定。

最後貸款人是用來防止有清償能力的銀行遭遇擠兌而陷入流動性不足，最終不支倒地的局面發生。大到國家層面，扮演最後貸款人角色的央行就能通過印鈔來償付本幣債務。儘管近幾年我們對流動性危機這個概念各種冷嘲熱諷，尤其是因為許多權威人士拿它作擋箭牌，把償付能力出現問題(希臘、雷曼兄弟)說成是流動性問題，而事實上市場已經自有判斷。

就像歐元問世頭10年沒人認為歐元區債券是避險資產一樣，現在投資者也在瘋狂推高歐債信用違約互換(CDS)價格，就連德債也未能幸免。

市場認為公債發行主體有信用風險時，就會產生這種糟糕的邏輯。幾乎是不可避免的，市場就要推動這個失去支撐的發債國，令其遭到削弱並最終轟然倒地。這一過程需要有利制衡機制，而歐洲不像英國或美國，它恰恰是缺乏足夠的制衡。

「金融市場不僅沒把公債視作無風險的避險資產，現在反而視歐元區公債有信用風險。這對金融市場穩定產生了極其深遠的影響。」摩根士丹利分析師Elga Bartsch在客戶報告中寫道。

「我認為，部分市場失去了尋找新的穩定均衡點的能力。這是因為，公債收益率不是與商業周期同步發展，而是逆商業周期而行，是在企業下滑周期中上漲。這嚴重損害了政府穩定經濟和金融業的能力。」

1990年代中期以來Bartsch考察了所有主權債發行國的情況，他們的共同特點是較美國公債利率至少擴大到10個百分點——是為受困的標誌。其中只有20%確實進行了債務重組或違約。一部分

為國際貨幣基金組織(IMF)出手相救，但很多都自行恢復。

由於缺乏能夠打破這種周期並施加秩序的央行或者外部力量，歐洲就只能任由市場勢力支配。歐洲央行以購買公債作為提供支撐的秘密途徑，但這種做法不合時宜，最終將挑戰央行的資本極限，並起到很深的分裂作用，有待於歐盟法律精神。歐洲金融穩定機構(EFSF)基金也不適合扮演這個角色。

責任界線模糊吃到苦頭

當然你可能會表示反對，說所有主權債終歸都是有信貸風險的。即便發行國以本幣贖回，這種貨幣也可能因通脹或央行印鈔而貶值。此話不假，但市場對通脹風險的懲罰似乎與對違約風險的懲罰不一樣。

有兩點經驗教訓可以汲取。其一，如果沒有合適的央行，就應簡化債務規模，不要為自身薄弱點招來過多關注目光。德國就是個例子，憲章禁止德國央行印鈔購買公債。不要借太多錢，這是個好建議，但以當前環境來看卻不是特別有幫助。

其二，歐洲需要以民主的方式來就貨幣化債務，或者減記債務達成共識。若做不到這點，信貸危機如同多米諾骨牌式的擴散效應便有可能越來越強，就好像意大利這樣的較大發債國也面臨市場壓力和融資困難的風險一樣。照這樣下去，歐元區遲早會破裂。或許到了某一天德國發現自己在為法國的債務買單，分裂就近在眼前了。

這並不是說我贊成以賣空禁令或其他手段來制壓市場，雖然歐洲一衝動之下經常這麼做。政界和投資銀行CEO這樣的人倒是會這麼想，因為他們不願意為自己的決定承擔後果。我想說的是要明確責任由誰來擔。

責任界限模糊讓歐洲吃到苦頭。解決這個問題的辦法很簡單，快速落實起來卻很難。市場肯定是在據此進行交易，最後的結果可能是歐元區分裂預言成真。

中國股市背離了經濟基本面嗎？

大和資本市場大中華區首席經濟學家、中國高校聯合金融協會副主席
孫明春

中國股市在過去兩年的表現令投資者失望。很多人百思不得其解，為什麼中國經濟每年都能實現9-10%的高增長，而中國股市的表現卻不及經濟增長接近停滯、且深陷金融及債務危機的歐美等國的股市呢？中國股市與經濟出現了嚴重背離嗎？

筆者認為，中國股市的疲弱表現，可能反映了投資者對中國經濟在未來數年將不可避免地減速的預期以及由此產生的對企業盈利大幅度下降的擔憂。雖然股市調整的幅度可能受到各種因素的影響而出現超調，但其總體趨勢應該講是合理的。

人們常說，「股市是經濟的晴雨表」，說明股市可以比較準確地、甚至領先性地反映經濟的表現。事實上，中國股市近年來也一直是中國經濟的晴雨表。比如2007年10月16日，上證指數達到6,124點的歷史高位後，開始了長達一年的下跌。而事後證明，中國經濟增長正是在2007年3季度掉頭向下，開始了長達7個季度的下跌。

再如，2008年10月28日，上證指數在1664點止跌回穩，開始了一個長達11個月的V形反轉行情，而中國經濟增長率在2009年1季度達到6.6%的年同比低點後也出現了一個長達12個月的V形反轉，股市見底領先經濟見底約一個季度。坦誠地說，在中國經濟的這兩個重要拐點發生時，中國股市對經濟拐點的準確確認要遠遠領先於絕大多數的經濟學家和市場分析人士。

那麼，過去兩年中國股市與經濟發生了背離嗎？中國股市自2009年8月進入下行周期，至今已超過兩年時間；而中國經濟自2010年1季度見頂回落(年同比增長率為11.9%)，至今也有6個季度(而我們預期2011年4季度還會進一步下行)。由此看來，中國股市再次領先中國經濟(領

先約半年時間)，其走勢在過去兩年是基本吻合的。

經濟增長料進一步下滑

從目前中國股市的走勢來看，投資者預期中國經濟增長還會進一步下滑，而且有可能相當劇烈或相當漫長。這種擔憂是不無道理的。除去短期內歐美債務危機、全球經濟「二次探底」等不確定性因素給中國經濟帶來的負面影響以及國內經濟自身所存在的「硬著陸」風險之外，從中長期來看，中國經濟已經不可避免地進入了一個長達數年的下行周期，這不但是經濟發展的必然規律，也將是中國新一代領導人主動調控的結果。

在明年秋季的「十八大」之後，中國政府的新一代領導人將上任。筆者認為，新一代領導人既不應該維持也不可能承受經濟的高增長，因為他們將面對與本屆領導人迥然不同的環境和挑戰。2003年，當本屆領導人上任時，中國的人均GDP僅有1300美元，中國尚屬於一個低收入國家，因此需要一個高增長的策略來迅速提高人民的收入水平和生活質量。應該講，這一策略的實施是非常成功的。預計明年年底，當本屆政府把接力棒傳給新一代領導人時，中國的人均GDP應該達到6000美元左右，也就是十年翻了兩番多。在人均GDP從1,300美元上升到6,000美元的過程中，雖然中國勞動力成本低的國際競爭優勢在逐步削弱，但整體而言中國依舊屬於一個低收入國家，依然能夠保持住在勞動密集型製造業的比較優勢和「世界加工廠」的地位。

然而，如果在未來的五年裡，新一代領導人繼續允許中國經濟保持過去10年的高增長速度(即每五年翻一番)，那麼不出五年的時間，中國的人均GDP就會超過1萬美元。毋庸置疑，屆時中國將徹底喪失在勞動密集型製造業的競爭力，這將對中國的就業和社會穩定產生不可估量的衝擊。(本報有刪節)

國家外儲結構暫未宜重大調整

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地著名經濟學家成思危認為，外匯儲備需約達GDP的兩成，以此推算，國家只需要一萬億的外匯儲備。然而，國家外匯管理局數字顯示，上半年國家有接近3.2萬億美元(下同)的外匯儲備，而美國國債乃當中主要組成之一，據美國財政部統計，截至七月底，國家共持有超過1.17萬億的美國國債。如何合理運用此數額巨大的資金，達致分散投資風險，在市場上一直引起廣泛的討論。適逢歐債債務危機仍在演進當中，國際市場對國家使用外儲，購買歐洲債券，以穩定當地市場的聲音越來越高。

事實上，從長遠角度而言，國家外匯儲備的使用及配置確有一定的優化空間，惟當下環球投資境況欠穩，在現時未宜對外匯儲備結構做出重大的轉變，短期內宜續以審慎穩定，作為外匯儲備投資的主要方針。

「歐元之父」蒙代爾表示，按照他個人對國家外匯儲備的分配建議，他會用當中的三分之一購買美債，同時表示德國國債違約的機會相當小，可放心購買，另不建議中國投資美國股市，惟就可透過外匯儲備，在國際市場投資原材料及農業。

歐洲債務危機持續，而德國在維持歐元區穩定中

的地位，舉足輕重，亦因此需承擔較大的責任，另環球經濟不明朗，該國的經濟難免受到一定打擊，並影響其貨幣的穩定性，加上歐國之間互相持有其他國家之債券，一旦希臘債務危機未能受控，不排除會出現蔓延的情況，屆時將對整個歐元區的經濟構成重大衝擊。

投放農業原材料值得探討

縱然德國的經濟基調較佳，違約風險有限，但在刻下投資德國國債，其風險仍是不容忽視，更遑論其他深處債務危機的歐洲國家。相反，美國經濟即使有再度陷入衰退的機會，但作為全球主要經濟體，加上美元仍是主要商品結算貨幣，市場料續以美元為避險貨幣，美債仍屬較安全的投資，國家亦因而未有分散外匯儲備投資的迫切性。

再者，國內經濟受外圍影響，宏觀經濟亦浮現眾多問題，在控制通脹、收緊市場流動性之餘，也要考慮到緊縮措施對經濟增長放緩的影響，相信當局將把焦點放於應對內地經濟調控，而暫不會着力於深化外匯儲備，預期當局不會大量投放歐債，只會作出有限度的支持。至於以外儲投放外國資源，其可取性則相對較投資歐債為高，亦有利於國家長遠經濟發展需要，值得當局作出探討。

內地經濟增長逐步實現軟著陸

恆生銀行高級經濟師梁祥焯高級經濟師 姚少華

受持續從緊的貨幣政策影響，8月份內地經濟增長繼續稍見放緩，反映內地經濟正逐步實現軟著陸。

8月份，城鎮固定資產投資增長由7月份的24.5%進一步放緩至22.9%，而同期的消費品零售銷售增長則由17.2%放緩至17%，但該等增長率仍屬強勁。

同時，內地出口增長由7月份的20.4%進一步回升至8月份的24.5%，令首8個月的出口增長達23.6%。但這並不意味內地未來數月的出口前景可顯著改善。相反，近期先進工業國的經濟前景似乎正在惡化。國際貨幣基金組織在9月份發佈的最新預測中，將美國及歐羅區本年度的實質國內生產總值增長分別由3個月前的預測大幅下調至1.5%及1.8%，而明年的增長預測亦較早前有所下調。歐羅區9月底公佈的經濟數據疲弱，加上美國聯邦儲備局近期指出美國經濟面臨顯著下行風險，似乎均為國際貨幣基金的悲觀論調提供了依據。

在上述背景下，內地的出口料不能長期保持目前的增長速度。我們仍預期中國內地今年的出口增長將由2010年的31.3%放緩至20.0%。由於8月份進口增長遠超出口，內地8月份外貿順差由7月份的315億美元大幅收窄至178億美元。

整體而言，內地經濟增長正在進一步放緩，但受強勁的內需支持，經濟出現硬著陸的可能性較低。未來數季度，內地經濟增長預期將由第2季度的9.5%進一步降臨。對於今年全年內地國內生產總值增長，我們維持9.3%的預測不變。

助民置業需避資源重疊

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

房協透露首個位於青衣青綠街的「置安心」計劃，可提供988個單位，當中1房、2房及3房單位的比例分別為15%、77%及8%；實用面積按次序分別為約430呎、530呎及690呎。分三類買家，分別是綠家庭、白表家庭和白單身人士，每類買家均設配額比例，以抽籤釐定先後次序。項目預計2012年底接受申請，落成時間為2014年底。

相信房協一定經過努力研究，然後定出各項設計細節，比如3房單位由原本佔13%縮減為8%，就可能已考慮到過去一年樓價的變化與設定息上限的關係而作出修訂。另每戶面積的酌量增大，則是購買力與單位實用性的平衡考慮。

筆者贊成約8成單位設計為2房，因為單身或家庭申請戶均有可能因應本身負擔能力要求2房單位，形成對這種單位需求較大。按照當局去年資料，「置安心」計劃的單身人士收入上限為23,000元，而家庭住戶則為39,000元，不知道這些上限水平會否因應「新居屋」出台而調整。

據報道，「新居屋」的定位是協助月入介乎16,000元至30,000元的家庭上車。從數字上看，「置安心」與「新居屋」

的申請息限額部分重疊，兼且有消息指「置安心」會由「先租後賣」，改為「可租可賣」。既然「可賣」即與「新居屋」同樣是公營的出售單位，雖然「新居屋」有傳不售予公屋戶(筆者對此有保留)，惟看來有需要在此位方面作全盤檢討，包括兩種資助房屋的銷售對象、入息上下限的區分、設定單位面積、各類房間戶數比例、申請資格和配額等，以避免左手打右手，出現兩種資助房屋不協調的後遺症。

歐美不穩 港樓市軟著陸

大家估計特首施政報告會著墨於資助房屋方面，包括上述兩種計劃。有人責怪特首遲遲不復建居屋，現在才公佈，或已失先機。筆者諒解訂定公共政策之難，在於難以掌握政經局勢之急速變化。就算是在半年前，當時內地買家不斷湧港，直接推高樓價，有誰料到今天歐債危機浮面、國內銀根緊絀、民間拆借瀕臨爆發、港樓價6月至今已整體下跌一成。歐美經濟不穩勢波及香港，預期樓市軟著陸。

根據香港97後的經驗，樓價大跌時，買家不願買樓，連居屋、夾屋等都賣不出去。特區政府求神拜佛，希望推出「置安心」及「新居屋」時，歐債危機已解決，令推出的單位不致失去吸引力，而定價亦不會與到時已跌價的私樓直接競爭。