

市場漸失耐性 歐峰會成關鍵

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

本週初，德國總理默克爾表示，預期本週末舉行的歐盟高峰會不會提出債務危機的最終解決方案，令市場為之失望，抹去了上周歐洲金融穩定機制獲所有歐元區成員國通過，以及G20承諾保證歐洲銀行業有充足資金所帶來的樂觀情緒。



■歐盟33億新總部，被轟「鍍金雀籠」。

路透社

雖然，周中傳出法國和德國已經同意提高EFSF規模至2萬億歐元的報道，但其後道瓊斯通訊社駁斥其報道，引述消息人士指EFSF規模擴大到2萬億的報道錯誤。另外，有報道指歐洲官員正在討論利用歐元區救助基金為受困國家發行債券提供擔保，但歐洲政府和機構的律師則指用EFSF提供直接擔保將違反歐盟的救助限制規定。

對歐債危機解決方案的謠言以及說法眾多，其實反映出各界對事件的已開始失去耐性。畢竟，歐債危機已經持續兩年，而近期對環球金融市場以及經濟的影響亦逐漸浮現，更有惡化的跡象；有消息指，葡萄牙正計劃下調明年經濟衰退的程度至最高3%，而另一方面，德國央行在10月份的月度報告中表示，德國今年稍後和明年初的經濟前景進一步惡化，企業新訂單數量顯著減少，預計德國經濟增長將放緩，今年冬季的經濟前景將進一步惡化。

在歐債危機以及經濟放緩的影響下，歐元區各國以及銀行的評級繼續紛紛被下調；穆迪周三宣布下調西班牙主權評級，由AA2調低至A1，展望評級為負面，主要原因目前歐債危機仍未有一個可靠的解決方案，而全球經濟增長前景轉差將損及西班牙增長，亦令西班牙更難實現財政目標。另外，法國財政部長巴魯安於周日亦表

示，法國可能無法達到明年1.75%的經濟增長目標。

在下調西班牙主權信用評級之後，穆迪於周四早上亦再宣布下調西班牙5家銀行及10個自治區的評級。至於標普亦於同日將斯洛文尼亞的長期主權信用評級下調一個等級，從「AA」下調至「AA-」。在眾多利淡消息下，投資者情緒再次悲觀起來，VIX指數再次回升至30以上，因此若本週末舉行的歐盟高峰會未能提出一些有效的措施，環球金融市場可能會再次陷入恐慌之中，引發大幅波動。

而為防範金融市場的震盪，歐盟委員會亦於周四稍後的时间公佈一套大規模監管改革方案，旨在遏制衍生工具交易，並加大對高頻交易的監管，以免為大市增加額外的波動性。該方案可能會要求場外交易經紀商遵守與大型交易所相同的披露要求，將「黑池」公開化。

方案還將取消此前對衍生工具和債券的豁免待遇，並爭取推動所有流動性衍生工具進入接受監管的市場，進行結算，試圖使歐元區各國間的市場監管規定的差異減少。儘管歐元區想辦法減低歐債危機對環球市場的影響，不過，一日未有就希臘高達3,500億歐元的債務推出解決方案，其他的措施也是徒然。

希臘債務仍是市場焦點

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

在希臘通過資產稅，以及歐洲各國（包括德國）陸續通過金融穩定基金擴權方案(EFSF II)的帶動下，舒緩希臘面臨違約的燃眉之急，可發現希臘5年期CDS明顯自高點回落。

比較歐洲邊陲國家5年期CDS可知，希臘的CDS雖明顯回落，但仍位於歷史高檔，顯示市場認為希臘債務違約或重整是無可避免的，僅短期發生的機率下降而已。此外，意大利的CDS自9月初超越西班牙後，就持續至今，因此在其經濟和減赤進度上需多加留意。

希臘債務的發展仍是市場的焦點，為達紓因要求的降低赤字目標，希臘國會通過資產稅，積極出售資產，希臘內閣通過年內裁減3萬公務員的計劃。

我們預期歐盟當局最終將順利發放第六次80億歐元的援助款給希臘，但在達成協議之前，希臘亦需在減赤上做出更多的承諾與努力。金融市場對希臘短期內違約的預期回落，但中長期來看，依舊認定希臘債務違約或重整是無可避免的，故歐盟當局需推出配套措施以降低市場的不確定性。

其間，斯洛文尼亞、芬蘭、德國、塞浦路斯、愛沙尼亞、奧地利國會皆通過金融穩定基金擴權方案(EFSF II)。此一通過，EFSF的擴權目前已有14個成員國完成審議，其中，最具影響力的德國順利通過表決，表示此議案可望在17個歐元區成員國獲得全數通過，此將有助市場短期投資氣氛好轉。

EFSF擴規模仍不敷使用

但值得留意的是，即使EFSF最大擔保規模擴充到7,800億歐元，對於歐債危機來說依然不敷使用，後續仍需推出更多深遠且具體的方案，如槓桿化擴大基金規模或歐洲穩定機制(ESM)提早實施等。

此外，東歐那邊的俄羅斯將會出現總統的更換，可能為市場帶來新氣息。俄羅斯總理普京宣



■位於雅典的希臘股票交易所。

美聯社

佈再次競選總統(2012/3)，同時普京將推薦現任總統梅德韋傑夫轉任下屆總理。雖然現任總統梅德韋傑夫的改革形象較受外資歡迎，但普京的民意支持度始終高於梅德韋傑夫，且普京於2008年卸任總統職位並就任總理後，黨政軍大權還是一把抓。

因此，普京重新擔任總統，不會改變俄羅斯的政治、經濟現狀，反而使政治不確定因素消除。我們認為，俄股走勢將取決於外圍因素(歐債、全球景氣等)及油價表現。

但在此之前，歐洲其他各國經濟數據負面居多。歐洲央行在物價壓力及經濟疲弱的權衡下，可能暫先維持利率不變，另行推出其他政策。受到歐債危機與經濟放緩影響，預料各央行將維持利率不變、甚至降息。

建議維持持有債券比重

故此，若近幾周希臘能順利取得金援，各國政府對歐債問題逐步調出共識，將有助提振市場信心。待歐債問題釐清後，經濟數據能否持續改善將是金融市場回穩關鍵。但由於不確定性因素仍在，目前為底部整理階段，短期市場波動度依舊較高，建議維持債券比重，並以長線角度伺機對股市分批入市。

貨幣政策變調的時機及所需因素

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地悉數公佈上月及第三季經濟數據，其中9月份CPI按年增長6.1%，較8月的6.2%輕微回落，食品價格續成通脹推動主力，增幅達13.4%，帶動CPI上升4.05%。CPI雖進一步由7月高位6.5%回落，但回落幅度不算多，1-9月的累計CPI升幅仍達5.7%，與4%的調控目標，仍有一段距離，達標的難度甚大。另外，上月進出口增為大幅減速，加上外圍景況反覆，預期進出口將拖累經濟增長，宏觀經濟存在憂慮。至於第三季GDP，則按年增長9.1%，差於市場原先預期。

國內早有聲音提出，當局有需要放寬調控政策，而放寬的時機及配合的因素，則為市場所關注。有指內地通脹已現拐點，年內在翹尾因素影響下，有望持續放緩，但觀乎CPI近月回落幅度而言，通脹壓力仍高企，豬肉等食品價格能否在供應增加下回調，也有待觀察，加上通脹一直乃當局處理宏調的主要指標，若在通脹未有明顯受控之時，放寬貨幣政策，即等於將通脹之虎放歸山上，令整個調控失效。

另房地產調控亦限制了當局的政策方向，中國房地產指數系統數字顯示，在9月，納入調查的全國100個城市住宅每平方米均價，自去年九月以來首次錄得按月下降，但跌幅只為0.03%，為8,877元人民幣(下同)。內地房地產深繫建材及家電等周邊行業的景氣，調控力度過大，勢必拖累經濟，反觀打壓不力，資產泡沫又會再現，為金融體系帶來系統性風險，亦會衍生社會不穩，預期調控期將為持續。

房產市場起到決定性作用

預期當局屬意讓樓價逐步調整，不希望樓價過急



■位於北京的中國人民銀行辦公大樓。

新華社

過快上漲，而房價價格近年飛漲，正正是因為寬鬆貨幣政策，造成過多的流動性所致，貨幣政策的方向，房產市場亦起到決定性作用。

另溫州民間借貸觸發中小企倒閉潮，突顯中小企在穩健貨幣政策下營運的困境，亦是促使政策放寬最有力的因素，但有關當局已着手透過針對性措施，試圖緩解中小企資金流轉不足的困局。

國務院總理溫家寶上週召開國務院常務會議提出多項支持中小企的措施，如銀行業金融機構對小型微型企業的貸款，不可低過整體增長，貸款的額度亦需有按年增長，另提高相關企業的增值稅及營業稅起徵點等，冀以「定向寬鬆」解決中小企問題，或多或少反映當局維持整體政策穩定性的取態。

就現時國內的經濟狀況而言，貨幣政策轉向的機會及空間不大，惟若CPI在未來數月加快回落，房產價格穩步下調，而進出口又繼續受累外圍不穩，中小企生存空間進一步受擠壓，則或會增加貨幣政策轉向的誘因，而政策轉向的時機，則留意在12月舉行的中央經濟工作會議，屆時貨幣政策轉向與否，將有定案。

歐洲即將面臨信貸緊縮

路透專欄撰稿人
James Saft

歐洲已經向世人展現，緊縮措施在希臘的後果有多慘，或許很快就要在信貸市場再上演一次。救助歐元區及其銀行的計劃恐將給歐洲帶來漫長的信貸緊縮期，由於歐洲大陸一直嚴重依賴銀行融資，這是很嚴重的後果。

雖然細節十分模糊，但該計劃似乎準備堅持對歐洲銀行業進行廣泛的資本重組，以此作為金融危機總體解決方案的一部分。其大致設想是，歐元區將對希臘債務進行足夠的減計，同時設立屏障，防止債務危機蔓延至其他經濟疲弱國家，然後對銀行業開展資本重組以協助其承受此番操作帶來的損失。

美國銀行業在2009年的資本重組被公認為是歐洲的典範，即便形式不是，結果也受推崇。美國銀行業目前的資本狀況遠勝過其歐洲同行。

但這至少存在兩個嚴重的問題。首先，看一下美國的情況就會發現，儘管美國銀行業作為獨立實體得到拯救，但他們在充當資金中介方面的作用受損，至少部分減弱，因他們減計住房相關不良債務的力度不夠大。這是導致美國經濟復甦疲弱不堪、步履蹣跚的重要因素，很容易在歐洲重演。

「市場恐怕還擔憂無意中引發的不良後果；比如，銀行為達到增強資本充足率的建議，恐怕只能加緊收縮資產負債表規模，」瑞銀集團資深經濟顧問George Magnus在致客戶的信中寫道。

「這將加劇歐元區的經濟成長危機，更難達成提高資本充足率的目標。」與美國相若，歐洲正在經歷一場資產負債表衰退，即每個人都同時在試圖償還債務。這將壓低經濟成長，通脹和資產價格。政府的節節計劃更是雪上加霜，但銀行改善資產負債表體質的努力導致長期的信貸緊縮，將會使情況更為糟糕。

這並不是說歐洲銀行業不需要收縮規模，正如削減主權債務一樣。歐元區的自救計劃原本只是企圖恢復信心，但光是這樣根本不可能成功，現在自救計劃似乎又加入了注資措施。但若沒有解決債台高築的根本問題，後果不是失敗，就是經濟在很長時期內低速徘徊。

西班牙須實施減記方案

要想整頓銀行業，就必須處理歐元區其他舉債過多的借戶，而不僅僅是主權舉債國。拿西班牙房主來說，他們要獲得購房貸款已非常困難。獨立經濟學家Edward Hugh認為，西班牙需要實施一項大規模資產減記方案，而銀行資本重組根本沒有觸及這部分。

在歐元區救濟計劃之後，很容易可以預見的一個風險就是，二線國家房地產市場疲軟依舊，繼續對銀行資本造成壓力，為融資市場蒙上陰影，也打擊市場信心。要知道，歐元區銀行的貸存比約為108%，比美國銀行業高出20個百分點，僅比其自身的危機前峰值低約10個百分點。

因歐元區資本市場沒有美國那樣的深度，也不如其高度發達，所以歐洲銀行業放貸減記帶來的衝擊要比在美國更甚。歐洲還沒有房利美或房貸美這類機構來承擔房地產融資壓力。中等規模企業仍非常依賴銀行融資。

在美國，美聯儲協助減輕銀行資本重組衝擊的方式，是在金融市場創造條件，讓投資人願意承擔一些風險，帶動公司債券的市場繁榮。目前為止，歐洲央行沒有傳出信貸寬鬆的言論，但一旦銀行降低槓桿的影響顯現，一年後將放寬信貸列入考慮也不足為奇。

這並非在說應該寬容對待銀行、銀行股東以及銀行高層。真要說的話，歐洲必需採取更強硬立場——強制減記公共及民間債務，並做好準備處理後果。

對於銀行股東而言，這些後果不會好受。許多銀行會破產，需要暫時由政府接管。在歐元區救助行動中，違約事件獲得控制的程度愈高，兩年後的結果就會越好。

港府宜設「東九龍建設局」

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

特首《施政報告》提出「起動九龍東」，簡稱CBD2，為香港打造新核心區，該區未來將有翻天覆地的變化，數以百億元計的龐大基建及建設投資，對香港經濟各環節，都會帶來利好的作用。建議港府設立類似「東九龍建設局」，統籌各項計劃的實施。

這是一個很有前瞻性眼光和具有膽識的大型計劃，筆者初步觀察已披露的資料所得，整個構思建基於充分利用九龍東的地利和交通運輸的連網。想講幾個重點：

(1) 整合觀塘、九龍灣及啟德發展區具規模的發展區：原本這些區域的土地利用及交通，並沒有一個整體配合的計劃，港府以120億元建造環線單軌列車，連線成12個站的循環網，每一個站加上「行動區1和2」，都將成為一個地區性小型核心，有利於土地及上蓋物業的發展及互相配合利用。

(2) 增加400萬平方米寫字樓供應：CBD2為滿足香港整體寫字樓樓面供應不足，提供了答案。新核心有助紓緩舊核心如中區等對甲類的供求失衡。想講幾個重點：

(3) 環保列車連接港鐵觀塘線及沙中線網絡：這是區內與全港性集體運輸系統的連網，利便區



■香港啟德郵輪碼頭大樓效果圖。

新華社

外市民往返東九龍新發展區。

(4) 東九龍新旅遊設施：啟德郵輪與觀塘鄰近海傍一帶發展成旅遊產業，為地區重新定位，美化啟德明渠、海濱長廊及水上活動等多元化項目，預計會帶動觀塘舊區私人物業朝着配合新觀念，而自行發展商務、旅遊、購物、餐飲、文化、休閒等項目。

(5) 經濟乘數效應：預計環線列車於2023年通車，由現在起這多年時間，整個東九龍均有大型基建發展在進行，將惠及多個行業和經濟環節，比如工程顧問公司、專業人士、建材供應商、建築工程公司、傢俬、裝修、交通運輸業和其他間接受惠的行業如餐飲及娛樂等。為香港製造數以千計的就業崗位，為經濟產生乘數效應。