

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

公投增歐債變數 經濟下行風險增

歐債危機的不確定性再次增加，希臘總理帕潘德里歐周二（11月1日）突然提出，就是否接受歐洲次輪援助方案而進行全民公決。當然，就希臘政府而言，為此作出全民公投，對他們來說是利大於弊；若公投順利獲得通過，將可壓低日益高漲的反對縮減工資、退休金和政府支出的呼聲，令政府的支持度回升，政策執行的阻力亦會減少。

一旦援助方案遭到否決，雖然最終可能會導致希臘被迫退出歐元區，而希臘亦可能會因此而生債務違約，甚至破產。不過，希臘則可重新發行本國貨幣，以通過本國貨幣的貶值來償還債務，大幅減輕其債務負擔。而公投對希臘政府又或者是執政黨最重要的是，無論援助方案獲得全民通過與否，這亦是國民自己的選擇，因此，後果如何，是多是壞，希臘執政黨亦可輸打贏要，為下次大選鋪路。

不過，對外界而言，要為早前達成的歐債危機解決方案進行公投，在希臘人民對緊縮政策強烈的反對聲音底下，援助方案被否決的可能性不低，希臘發生債務違約甚至破產的可能性急增，將會令依照早前方案，原本仍能獲得50%本金的希臘國債私人投資者，需要接受更大幅度的減值，甚至可能一無所有，持有大量希臘國債的歐元區銀行亦可能會面臨破產。

除此以外，一旦希臘脫離歐元區，歐元區的結構將會

受到打擊，令歐元區的穩定性受損。另一方面，投資者將會擔心西班牙以及意大利會步希臘的後塵，繼而拋售該國債券，加重其借貸成本，令歐債危機進一步惡化，再次衝擊環球金融體系，這是大家都不願看見的事情。

面對事態突變，德法領導人亦為希臘的舉動作出反應，表示希臘在決定是否兌現援助計劃附帶條款，及是否留於歐元區前，不會得到進一步援助。不過，一旦希臘在數週內未能得到新一筆80億美元的援助，便將會發生債務違約，衝擊金融市場。為了避免問題進一步惡化，德法兩國領導人更提出與希臘總理、國際貨幣基金會總裁及歐盟官員等在周四（11月3日），二十國集團領導人峰會召開前，進行一次緊急會議，希望在二十國集團領導人峰會舉行前把情勢穩住。

當然，如果在二十國集團領導人峰會前，歐元區能成功說服希臘放棄公投，挽回市場對歐債危機解決方案的信心，中國將有可能於會上答應出資救助歐元區。不



希臘總理周二突然提出，就是否接受歐洲次輪援助方案而進行全民公決，已導致該國面臨破產違約風險。圖為希臘國會。

過，相信能夠成功的機會不大，而意大利10年期國債利率周三（11月2日）已升至接近歷史高位的6.2厘水平，反映出市場對歐債危機擴大的憂慮正不斷增加，環球金融市場下行機會再次增加。

歐元區危機已退回到原點

路透專欄撰稿人
Hugo Dixon

上周歐盟峰會之後市場的勁揚走勢徹底結束了。希臘宣布計劃對最新救援協議進行全民公投，讓一切努力付之東流。銀行擠兌、無序違約、希臘退出歐元區及惡性傳染他國，這一切將不再只是幻象。

帕潘德里歐在呼籲全民公投的時候到底在想什麼，這不得而知。這位希臘總理看來令其歐洲同僚們大感意外。國內對他處理危機方式的無情批評，加上歐洲他國將永久監督希臘政府行為的巨大壓力，可能導致他最終支撐不住了。

上周計劃的債務重組及救援協議對希臘而言並不算理想。即便到了2020年，希臘的債務仍將為國內生產總值(GDP)的120%。民眾亦將持續忍受節儉措施。但計劃中確也包括了其他歐洲國家承諾提供1,300億歐元新貸款，其中300億歐元專門用於希臘銀行業資本重組。

希臘政府資金僅維持到明年初

如果希臘在或於明年1月進行的公投中投了否決票，那麼也就失去了這些救援舉措。考慮到希臘政府的資金只夠維持到明年年初，那麼就會被迫無序違約。接着該國銀行就會破產，因為它們持有巨額希臘國債，而這會導致經濟進一步跌入深淵。希臘除了退出歐元區之外別無他選。那將帶來混亂狀況，尤其是希臘政府仍有基本預算赤字。由於沒人願意提供融資，該政府將不得不實施更為嚴格的節儉計劃。

帕潘德里歐或許希望如此噩夢般的場景將使得國民投資贊成票，但這樣的恐嚇戰術卻會在希臘人有機會投票前就引發很多問題。存款人一直在從希臘銀行中取出資

金。面對可能出現否決票、退出歐元區以及本國銀行破產的情況，銀行擠兌將升級。截至8月時，希臘銀行仍擁有1,890億歐元存款。到時歐洲央行不得不決定是否允許希臘央行繼續為該國銀行提供緊急貸款，甚或迫使該國銀行在公投前就破產。

對於歐元區其他國家的傳染將比目前前景更為恐怖。意大利是最薄弱的環節。該國自身的政治鬧劇已經令市場感到不安了。其10年期債券收益率(殖利率)已升至6.2%，這一水平可能難以在長時間內維持。

EFSF標售債券將更為艱巨

上周的方案提出了增強歐元區救援基金——歐洲金融穩定機構(EFSF)能力的計劃，這一設想足以為意大利提供所需的安全網。隱患在於，這要基於一些未經測試的金融工程操作，包括從中國融資。隨着希臘拋出重磅炸彈，EFSF要標售自身債券將更為艱巨。

當然，現在還存在其他場景以及可能的應急計劃。帕潘德里歐並沒有指出要求希臘民眾就什麼進行投票。也許他會提出一個巧妙的問題，可確保投票結果是贊成票。還可以設想的是，他的政府在公投之前就倒台了，其他總理將取而代之。

同時，歐洲他國可能看到自身的絕境，決定準備繼續支持希臘，不論是在公投期間，甚至在公投出否決票之後也一如既往，目的是避免出現無序違約。他們可能決定重新部署，要求希臘債權人進行更多減計，從而使希臘的債務負擔降低到更可持續的水平。最後，歐洲央行尚未敢用重型武器。理論上歐洲央行可力挽狂瀾，比如直接借款給EFSF，儘管這將有違其原則。

不過有一件事是清楚的。帕潘德里歐拋出的重磅炸彈已使得歐元區危機重返原點，甚至更為糟糕。

歐債危機對香港資產價格的影響

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
戴道華

歐債新危機令香港出口蒙受的巨大壓力會否傳導到內部經濟環節，將是香港經濟未來表現的關鍵。迄今為止香港的內需仍然較為強勁。儘管商品出口在第三季末開始錄得下跌，但本港零售貨值及貨量的增幅在8月底時仍分別高達29.0%和20.7%，同期訪港旅客人數增幅平均約為18%，顯示本港居民消費本身也不俗。

零售業的增幅目前雙倍於金融海嘯爆發前的水平。另7至9月份失業率維持在3.2%，就業不足率為1.7%，接近全民就業的水平，與金融海嘯爆發前的最低水平相當。至於留用進口，在第三季度的增幅高達22.7%，是今年以來的最高，反映用於內部投資的資本貨品的留用進口增幅更高至28.5%，亦為今年以來最快。據此，香港的內部消費和投資根基仍強，在出口出現逆轉的情況下尚能保持較快增長。

但若說這種外冷內熱的表現能無限持續也未免過於樂觀，因為根據金融海嘯期間的經驗，在出口由升轉跌的3個月之後，本港零售業也陷入了收縮，投資的情況更是與出口表現基本同步，掀開了內需不景和經濟衰退的序幕。據此，即使未來可望有內地旅客的購買力及對信心的繼續支持，但香港的內部消費和投資恐怕不能長期與出口表現相背離。

歐債危機還可能通過資產價格的渠道影響香港的財富效應乃至內部需求。港股今年以來的表現大幅跑輸輪美股，甚至跑輸歐洲股市，顯示香港開放的市場和不限制沽空為投資者套現或造淡提供了條件。從走勢來看，今

年頭10個月恒生指數與Euro Stoxx50指數走勢的相關性高達九成，顯示歐債危機對歐洲股市的影響會迅速反映到港股之上。10月份在歐債峰會之前，歐洲股市在憧憬救市下均反彈逾一成，恒指也從低位的不足16,200點的水平反彈至逾19,000點的水平，兩者頗為同步。明年如果歐債問題重新惡化，則歐洲股市的沽壓將重臨，屆時港股恐將重拾跌勢，連帶IPO活動、財富效應和消費/投資信心等亦會一同受挫。

樓市不振受內部因素影響

至於香港樓市，在歐債危機對出口造成影響之前其實已經開始調整，第三季度每月成交均不足萬宗，分別只有7,291宗、7,348宗和6,579宗，與金融海嘯前期的情況相若。住宅平均樓價也在7、8月份開始回落，累計跌幅為2.8%。本港樓市成交萎縮和價格開始調整主要受特別印花稅打擊炒樓、金管局收緊按揭成數、銀行提高新造浮息按揭利率等內部因素影響，與歐債危機並無直接關係，但危機如果再度惡化始終會對置業和投資信心造成打擊。

香港經濟增長前景基於出口的滑坡以及外圍形勢不明朗，特區政府預計今年第三季香港經濟增長率可能進一步放緩至4.0%左右，全年增長幅度接近原來預期的5.0%-6.0%的下限水平，這意味著下半年香港經濟的平均增長率只有約4.0%，從上半年的6.3%顯著放緩。如果明年年初出口的跌幅擴大至雙位數字，內部消費和投資也受到明顯影響的話，則香港經濟增長速度有可能進一步顯著放緩。

資金未出現大量流走情況

所幸的是在歐債局勢緊張的情況下，儘管香港股市跌幅甚大，但香港並未出現資金大量流走的情況。目前，銀行體系總結餘仍然維持在1,486億港元的水平，已長時間未變；港元兌美元現匯也報7.7531/59，更接近兌換保證的上限而非下限；遠期美電則繼續折讓約300點子，反映港元兌美元升值而非貶值的預期；3個月Hibor為28bp，較3個月Libor的41bp也呈大幅折讓，反映香港整體資金充裕的情況未改。金融海嘯爆發後香港反而錄得大量資金流入，這一次如果不出現相反的情況，則香港經濟有望可以較快渡過難關。《評估歐債危機的最新發展及對香港的影響》二之二，本報有刪節

美經濟改善 投資者似未信服

嘉信理財高級副總裁及首席投資策略師
Liz Ann Sonders

近期美國經濟改善以及企業盈利利好，但投資者似乎仍未能信服。投資的一大風險是過份着眼於股市每時每刻的動向，因而忽略了整體市場表現。尤其是負面消息往往更容易獲得投資者的關注。其實，對於長線投資者而言，關注整體投資環境更加重要。

第三季度業績公佈期已經開始，迄今為止企業的業績表現均優於預期。絕大部分企業的營業額及利潤均符合或超過預期，而企業前景亦略為樂觀。需求仍處於較佳水平，企業亦繼續維持低成本營運以及保持穩健的資產負債表。考慮到最近的業績及盈利指引後，企業的估值變得吸引，特別是相對債券而言。

經濟數據亦顯示整體環境正在溫和改善。雖然紐約州製造業指數仍為負數，但訂單、就業及付運等重要成分數據均已掉頭，反映製造業從收縮轉向擴張。此外，工業生產上升0.2%；耐用用品訂單(扣除運輸)的升幅大幅超過預期；以及領先經濟指標指數上升0.2%，為連續第五個月上升。最後，第三季度實際國內生產總值增長率達到2.5%，高於第一季度的0.4%及第二季度的1.3%，進一步消除了對美國再陷衰退的憂慮情緒。雖然數據令人鼓舞，但我們繼續認為商業信心仍需加強才能令經濟真正持續增長。

失業率超過9%以及樓市停滯不前並於低位徘徊，仍然是聯儲局需要面對的問題。雖然

新屋動工量上漲15%，但建築許可下跌5%，且多單位住宅的波動情況亦嚴重影響這兩項數據。此外，現有房屋銷售量亦見下跌。

聯儲局取向仍然搖擺不定

對於上述問題，聯儲局在其最近的會議上宣佈採取「扭曲操作」措施，以期壓低長期按揭利率及國債收益率。至目前為止我們仍未看到該方案的成效，因為上周按揭申請量下跌近15%，已達到15年低位；而且目前長期利率亦較宣佈該措施之時為高。然而，雖然聯儲局公開市場委員會內的意見見分岐，但大部分成員仍然準備好在必要的情況下實施更多對策。儘管基本綜合消費物價指數按年上升3.9%，以及核心消費物價指數已處於近聯儲局偏好範圍上限的2.0%，但聯儲局似乎並不擔憂通脹上升。同樣，我們亦於短期內不大擔憂通脹上升。

近期商品價格下跌應會舒緩基本數據的上升壓力，而失業率高企、薪酬增幅輕微以及產能利用率僅有77.4%（較1972-2010年平均水平低3%）等因素亦會令通脹維持於相對較低水平。

美國減赤「超級委員會」達成減赤協議的限期即將於下月來臨，屆時華府很可能會再度成為市場的焦點。早期報告顯示兩黨在達成協議方面並未有太大進展。然而，鑑於大部分此類型的協議幾乎都是在最後關頭才會達成，因此雙方為達成協議而作出較大幅度的妥協亦並非沒有可能。

近期密歇根大學的一項調查顯示美國政府在推動市場信心方面並無太多建樹，其中認為政府表現良好較表現差劣的人數比例下跌至-53%的歷史低位，儘管如此，我們仍然認為美國政府將有能力拼湊出一些協議，防止出現預期般的嚴重後果。然而，若要於2012年大選前推出一項能夠刺激增長、削減開支及降低負債的長期而可靠的方案，機會則不大。



圖為美國貨運碼頭。

法新社

港府政策已改 無賤賣土地

世紀21(香港)首席副總裁註冊專業測量師
陳東岳

今個財政年度，截至10月底，港府共賣出21幅地，淨計賣地收益達514億元，若連補地價收入及剛批出的港鐵南昌站項目，總收入約807億元，是85年有記錄以來歷史新高數字。

97後賣地收入大起大落，曾見過97年的322億，03/04沙士時只得8.9億及08年金融海嘯的8.13億，去年度淨計賣地收入是441.1億，連補地價收入是604億，今年度計算到10月底，港府從土地方面的收入已達807億，比去年全年已高出34%。

上述數字已可具體說明港府在出售土地的策略的改變，亦反映了從勾地政策過渡到直接推出土地售賣，以及與勾地表雙軌並行，港府在賣地收入的轉變。

有人開始說港府已放棄「高地價政策」、甚至有「賤賣土地」之虞，又很難怪有這樣那樣的猜疑，關乎最近一連幾次賣地，包括九肚、將軍澳、油街以致「南昌站」項目，表面看均是以低於市場估值下限成交。筆者認同港府對土地供應的政策已改，但不認同

港府有「賤賣土地」。

售地均透過公開標售過程

上述低於市場估值下限售出的土地，均透過公開標售過程，而達到或超於港府專業評估的底價，才在市場出售。以較低價售出，只反映在當前的外圍經濟環境下，市場願意出到那一個水平的地價去競投較大規模的用地，尤其是豪宅地段，市場需求仍然強勁，港島南灣地獲得包括來自發展商及商界總共12份標書就是很好的例證。

主要是來自內地的買家，源源不絕入市，港樓市受到這股衝擊，樓價在供求短期失衡被推高。增加土地供應及短期壓抑需求(如收緊按揭及SSD)是應該要實行及已在進行中的措施。港府亦已察覺開發可供發展土地作長期土地儲備的重要性。

連續兩年錄得高賣地收入，今年每人派6,000元，來年度是「藏富於民」、「還富於民」的好時機，《施政報告》動議投資120億「起動九龍東」，將帶動經濟乘數效應，筆者希冀港府能在諸如減稅等惠及「交稅多，無福利」的中產階層方面多動腦筋。



圖為鄰近銅鑼灣、跑馬地的東半山大廈高樓大廈。
資料圖片