

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 意債息又新高 歐元區面臨分裂

本週初，意大利國會勉強通過財政預算案，另外，包括俄羅斯及日本等多個國家亦表示願意對歐洲金融穩定基金提供資金支持，為市場提供了喘息的空間，VIX指數連跌5天，於周二（8日）回落至27的水平。

不過，經過了短暫的喘息後，歐債危機的壞消息又再次浮現；意大利總理貝盧斯科尼承諾在預算案通過後辭職，然而，在該國財務狀況仍不佳的情況下，總理辭職增加了意大利財政改革計劃的不確定性。

在市場對意大利的信心減弱的情況下，意大利10年期國債債券息率周三（9日）上升至7.246厘的新高，而歐洲金融穩定基金的標化擴容方案目前仍在研究討論的階段，市場擔心無法遏止意大利債務被拋售引發的危機，避險情緒迅速升溫，VIX指數早日急升逾3成。

由於意大利的國債息率被視為該國融資的利率參考，意大利10年期國債債券息率衝破7厘的關口，這意味著意大利的融資成本將會大大增加，令意大利從執行緊縮政策所增加的財政收入，將會被增加的利息開支所蠶食，使意大利的財政負擔百上加斤，令財政情況惡化，而7厘亦正是當初愛爾蘭及葡萄牙被迫尋求歐盟以及國際貨幣基金組織緊急援助時的債息水平。

更加令人擔憂的是，意大利緊接下來12個月到期的債務總額，高達3,260億歐元，但目前歐洲金融穩定基金只有約2,500億歐元規模，

意大利的債務明顯地遠超歐洲金融穩定基金所能負擔程度。

雖然，歐洲金融穩定基金有能力擴大信用額度，以拯救財困的歐元區成員國，不過，需要等到本月底，歐元區財長對行動的技術細節及法律問題達成協議，才能開始行動。

屆時金融穩定基金才能利用各種融資渠道，將基金規模由目前的2,500億歐元大增4至5倍，才能在初級及次級市場買入歐元區成員國之國債，從而拯救希臘及意大利等財政疲弱的歐元區成員國。

然而，在歐債危機持續惡化的情況下，近日更傳出分裂歐元區的傳聞。有報道指出，德國和法國已就歐盟改革方案進行討論，其中包括建立一個融合程度更高、範圍更小的歐元區，不過，這種討論目前處於構想階段，還沒有討論到操作和技術層面。

這一激進的改革方案一旦成真，令歐元區的範圍縮窄只有數個國家，將會使目前歐元區的經濟圖瓦解，不論對被踢出以及仍然存在於歐元區內的國家經濟，造成不利影響。歐盟委員會主席巴羅佐更表示，此舉或會令德國GDP萎縮3%，流失100萬個工作崗位。



意大利示威者戴上面具反老貝。

美聯社

## 歐洲應準備重型武器解決危機

路透專欄撰稿人  
Hugo Dixon

在貝盧斯科尼辭去意大利總理職務之後，歐元區應準備動用火箭炮等重型武器解決問題。德國與歐洲央行「瞭解」意大利的做法是正確的，因為該國有一個不稱職的政府。但要控制借款成本、阻止危及歐元的惡性債務循環，即使是一個可靠的新政府可能也需要援助。

### 憂慮通脹是沒有必要的

歐洲央行具有解決歐元危機的實力，做法就是充當財務困難國家的最後借款人，因為該行可以無限地印鈔。但歐洲央行以及歐元區的主要出資人德國都抵制這種做法，主要原因有三：首先，他們擔心通脹；其次，直接向政府提供融資

違背了里斯本條約；第三，他們認為如果救助不負責任的政府，將會助長這種不良行為。

第一個擔憂是沒有必要的。通脹率可能會達到3%，但中期來看，更大的風險是通縮。而第二個問題可以通過設計一個與條約不衝突的方案克服。這就只剩下所謂的「道德風險」成為不採取行動的唯一理由，或者說採取有限行動的理由，畢竟自8月以來歐洲央行也一直在買入部分意大利公債。

貝盧斯科尼已經表示，一旦重要的改革方案在議會通過，他就會辭職。如果意大利組成了新政府，並推進改革、促進經濟增長和降低債務水平，它的問題就可以得到解決。但千萬別抱有任何指望。由於意大利最近幾個月已經信譽盡失，貝盧斯科尼辭職後的市場反彈都將是暫時性的。

### 現時紓困機制名存實亡

儘管歐洲金融穩定機構(EFSF)已經成立，並通過利用精巧構思的財務工程來擴大其救助能力，但當前歐元區的紓困機制可謂名存實亡。因此，歐洲需要一個真正有威力的武器。為了繞開條約的限制，最佳的做法可能就是歐洲央行借款給EFSF，擴充其救助能力(或就此方案進行變化)。歐洲央行和德國拍賣贖地支持此一構想的時刻很快就要到來。



圖為位於德國法蘭克福的歐洲中央銀行大樓和歐元標誌。

新華社

## 印尼外國直接投資維持強勢

摩根資產管理投資資訊總監  
崔永昌

印尼在今年初曾備受通脹憂慮困擾，惟現時通脹率已回落至5%以下，甚至比中國和印度還低。考慮到實質利率達1.2%，我們相信印尼央行應有減息空間。

事實上，印尼央行已基於通脹壓力紓緩及外圍環境惡化，而在10月11日突然宣布將基準利率調低1/4厘至6.5%。按年通脹率繼8月份降至4.8%後，9月份進一步改善至4.6%。央行預期明年通脹可望維持在5%以下水平。

而當地生產總值增長前景亮麗，印尼經濟繼續展現頑強的增長勢頭。印尼總統蘇西洛的目標，是在其直至2014年的餘下任期內，維持印尼經濟增長平均達6.6%。較早前，印尼央行曾預測2011年本地生產總值增長為6.3%-6.8%，2012年為6.4%-6.9%，而今年第二季實際錄得增長率為6.5%。

當地銀行貸款亦保持穩固增長，按年增幅達20%。因假期關係，印尼8月份國內汽車、摩托車及重型設備按季比較銷售數據出乎意料地放緩。不過，汽車銷售額仍錄得13%按年升幅，重型設備銷售更按年大增30%。

### 製造業尤其是汽車業成重點

此外，大量外國直接投資流入印尼，成為近年最矚目的趨勢。預計未來將有更多外國直接投資流入，製造業當中尤其是汽車業（對比以往的煤礦業）將成重點所在。印尼的投資相對本地生產總值比率亦已上升32%（中國為40%），創出多年高位，未來數年料會進一步上升。

未來市場展望，受到新興市場的強勁需求支持，印尼的煤炭及棕櫚原油業應有能力抵禦歐美增長環境疲弱的影響。不過，在環球化大勢之下，資本流向仍難免受到牽連。在8月、9月



圖為印尼的石油庫設施。

彭博社

## 存結構性問題 鋼鐵業寒冬未過

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

中鋼協公佈，內地77間重點大中型鋼企，今年首9個月的利潤總額，按年增長27.7%，期內銷售利潤率平均只有2.99%，在扣除自發電及投資收益的增加、個別企業自有礦山，以及稀土產品銷售等因素後，行業實際平均利潤率就只有約1.5%。

鋼鐵業營運的不濟，可由行業與國內整體工業數據中窺探。1-9月全國規模以上累計工業企業利潤的按年增幅就達27%，雖較1-8月份的28.2%下降，惟數字仍遠遠地離鋼企的利潤率，而全國工業利潤率則介乎6-7%，亦大幅優於鋼鐵業數字，顯示鋼企業營運繼續困難。

### 產能過剩拖低產品價格

此外，中鋼協亦指出，鋼鐵業的固定資產投資速度依然出現過快的現象，首9個月鋼鐵業的固定投資，錄得19.7%的按年增長，達3,117億元人民幣(下同)。鋼鐵業產能過剩的問題，長久困擾行業發展，除了下壓產品價格外，亦降低了企業的生產效率。

再者，與鋼鐵下游需求密不可分的船舶製造、汽車、機械，以至是房地產發展，均分別受到環球經濟放緩、國內需求減速、銀根收緊，或是調控政策所累，繼而影響到鋼鐵需求，以及相關產品的議價能力。更甚的是，鋼鐵上游主要原材料鐵礦石，其

價格居高不下，大大限制了鋼鐵產品的毛利率，同時亦削弱了鋼企降價的誘因及空間。

歐債危機沒完沒了，內地進出口增長料持續放緩，而市場近日雖藉總理溫家寶「適時適度預調微調」的言論，不斷憧憬內地全面放鬆銀根，但觀乎內地CPI回落速度，以及房地產調控成果，預期穩健貨幣政策仍會於短時間內持續，不利於工業生產以及固定資產投資增長，鋼鐵需求料難有轉機。

另內地鐵礦石價格近來出現回落，新華一中國鐵礦石價格指數顯示，截至10月31日，品位63.5%的進口鐵礦石價格，相比10月初，錄得接近三成的跌幅。

中鋼協現正與全球三大鐵礦石供應商，包括淡水河谷、力拓及必和必拓商討新鐵礦石定價機制，冀降低鐵礦石進口價格，惟談判仍在進行中，加上內地鐵礦石庫存仍高企，上月底就高達9,375萬噸，而當中大部分均屬高價庫存，要將其消化，相信需要一段時間，意味鋼企短期內仍需要承受高成本壓力。

### 需求欠佳 毛利率低企

而在需求展望欠佳的情況下，毛利率繼續處低位，即使國家工信部出鋼業「十二五」規劃，提高行業集中度，惟產能過剩的結構性問題，更不是一朝一夕所能解決，鋼鐵股仍未為合適的投資對象。

## 考慮在港深邊境合拓自由貿易生活區

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

為建立土地儲備，應付中、長期有足夠土地入可敷應用，港府諮詢公眾對維港外填海及開發岩洞的意見。港府預期本港人口至2039年會增加至900萬，有需要覓地在未來興建為數80萬伙住宅。

消息指出，香港過去開發10個新市鎮，有7個是透過填海開發取得，但自97立法會通過保護海港條例及2004終審法院判決，本港水域填海幾乎被完全凍結，由2000至2004年的填海500至700公頃，下降至2010年的只有1公頃。本港人口增加不僅是來自港人生育下一代，還有每天150人因家庭團聚等理由的新來港人士、投資移民以及專才等。

面對近年富起來的內地同胞來港置業趨勢，香港如果無足夠可供發展土地應付一波又一波的外來購買力的衝擊，結果只是本地樓價被一次又一次推高，從而激化本地通脹物價上升，衍生出生民問題。

香港只得1,000平方公里土地，20%已發展，其餘80%大多為郊野公園及綠化地，要開發新土地而又要應付保育及

原居民權益等課題，十分不容易。可以理解港府現時構思中的包括：重劃工業地作住宅用途、維港外填海、發展岩洞、重用石礦場、重劃沒有植被的「綠化地」、檢討長期未善用的GIC用地等，都是可以研究實行的辦法。

有指港府傾向以昔日曾考慮的填海地點為基礎，主要集中在本港西面，包括青衣西南、大嶼山欣澳、竹篙灣、屯門27區、龍鼓灘以及東北的白石角等。並在填海時採用環保新技術，可減少對海洋生態的影響。

### 參考澳門與珠海合作發展橫琴

筆者提出在上述新增土地方法之外，可加入考慮本港與鄰近地區的合作。問一個基本的假設性問題，是不是將來所有新增人口都必須要住在香港境內？新建的快速運輸系統，是否把「珠三角宜居生活圈」與香港聯繫起來？現時允許老人回港領取生果金已是一個例證。參考另一個例子是澳門政府與珠海合作發展橫琴。為何不考慮在港深邊境合作發展自由貿易生活區？融入珠三角假如協理處理得好，這未嘗不是拓寬香港發展前景視野的新機遇。

## 負資產數字增加料延至季末

美聯物業首席分析師  
劉嘉輝

本港銀行截至9月底計，港元貸存比率向上推高至86.6%，是自2005年6月以來新高。近年銀行貸款增長強勁，令資金緊張，因此部分銀行最近逐步「關水喉」。對於樓宇按揭業務，銀行亦轉趨審慎，加上近日樓價略為回落，令過去一季負資產個案錄得較明顯的升幅。

金管局早前公布本港最新負資產宗數資料，第三季錄得1,653宗，較第二季僅48宗大幅急升33.4倍，並回升至近9季的新高。其中原因與近數月樓價出現調整有關。樓價自今年5月的近年高位逐步回落，導致負資產問題再現。「負資產」這一個令香港人勾起沉痛回憶的名詞，如今再次被提起；不過筆者認為，若從具體數據分析及比較，便會發現目前負資產宗數的水平，遠遠不及08年金融海嘯，以及03年沙士時期的水平。因此，目前負資產數字上升，對樓市造成的心理影響大於實際影響，而且只屬短暫性。我們可以將目前負資產宗數與過往樓市低迷時期作一個

比較。08年金融海嘯期間的負資產個案逾1萬宗，而03年沙士期間更達逾10萬宗，相比之下，目前的1,653宗負資產宗數，跟令人憂慮的水平仍有很大的距離。此外，根據金管局的數據，目前負資產宗數佔住宅按揭貸款人士的總數僅約0.3%，而且絕大部分都是涉及一些按揭成數達九成或以上的貸款，因此對整體樓市造成的衝擊不大。

### 主要受銀行估價較保守影響

樓價下跌令負資產個案增加，未來有沒有上升壓力，其實很大程度上視乎樓價的走勢及銀行的估價態度。回顧過去半年，政府積極增加土地供應、收緊按揭成數、本港銀行連番調高按揭利率，以及環球股市波動等原因，令樓價出現調整；但據美聯「樓價走勢圖」顯示，樓價自今年5月份達至近年高位後回落，至10月份僅略為調整3.6%。當然樓價若進一步回落，負資產數字亦會隨之而上升，但筆者認為是次負資產數字與銀行估價較為保守有關，而這情況有機會延續至本季末。因此，筆者預期未來負資產個案仍有機會進一步上升。