

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 債務危機續擴散 歐元區不樂觀

意大利周一(14日)進行5年期的國債拍賣，雖然市場的需求依然存在，超額認購倍數為1.47倍，較10月的同類發行的超額認購倍數1.34倍高，不過，孳息率則創14年新高，達6.29厘，市場憂慮如此高的融資成本，將會使意大利的債務問題惡化，投資者對意大利的警惕並未消除，意大利10年期國債孳息率周一上升至6.7厘，西班牙10年期國債孳息率亦升穿6厘，使環球股市再度下挫。

雖然意大利新總理蒙蒂上任，並表示會於周三(16日)向總統遞交新內閣名單；然而，歐債危機未有跡象能在短期內解決，投資者擔心希臘以外其他歐債國可能進行債務重組，繼續拋售手上持有的歐債；意大利10年期國債孳息率再升穿7厘，法國、比利時及奧地利的10年期國債，與同年期德國國債的息差亦創歐元面世後新高。

在歐債危機有擴散的跡象下，評級機構惠譽亦表示，目前美國五大銀行於法國持有法國債券的金額達1,880億美元，大幅高於美國六間銀行在第三季末持歐債五國債券總額的500億美元，因此，一旦歐債危機進一步蔓延至其他成員國，美國銀行業界的信貸評級將受到衝擊。

為防止債務問題惡化，歐洲多國均進行財政緊縮，削減開支及增加稅收，從而改善該國的財政狀況。不過，若環球經濟持續疲弱的情況下，緊縮措施將會進一步損害可支配收入，令國家的財政陷入惡性循環，而本周初公布的歐元區的經濟數據顯示出，歐元區的經濟情況並不樂觀。

歐元區9月份工業生產按月下跌2%，跌幅為兩年半以來最高水平，當中，生產設備及消費品生產值跌幅最大，反映主權債務危機對歐元區經濟的影響正逐漸浮現。此外，歐元區於周二(15日)公布的第三季GDP數據雖合乎預期，但撇除德法兩國錄得增長，其他主要成

員國如西班牙和比利時並無增長，葡萄牙萎縮0.4%，歐元區經濟情況令人擔憂。

另一方面，ZEW歐洲經濟研究中心的報告亦顯示，德國9月份投資者信心指數降至55.2，為三年以來最低，意味着投資者未來半年的展望偏向悲觀。而周三亦有報道指出，有希臘政府官員表示，預計希臘經濟衰退幅度擴大至約6%，估計今年預算赤字將超過GDP的9%，較之前預計的8.9%至9%為高，希臘的財政情況大幅惡化。

可以預期的是，在歐元區未有對歐債危機有實質解決方案前，市場仍會繼續受歐債的消息所主導，任何關於

■歐債危機有蔓延之勢，西班牙10年期國債孳息率亦升穿6厘。圖為西班牙中央銀行。彭博社



歐債危機的消息都會觸動投資者的神經，如周四(17日)進行的西班牙及法國債券拍賣的結果，將繼續左右歐元、股市及商品市場當天的走勢。

## 內房調控未放鬆 政策轉向預期降

康宏證券及資產管理董事  
黃敏頤

內地上月經濟、貨幣及進出口數據悉數公佈，其中通脹連續三個月回落，至5.5%，出口則呈放緩，而期內新增貸款就超過市場預期，達5,868億元人民幣(下同)，遠高於九月的4,700億元，反觀狹義(M1)及廣義(M2)貨幣供應增長，卻繼續減慢，分別至8.4%及12.9%。

10月份CPI再度回落，拐點已為確認，其中食品價格升11.9%，升幅較9月的13.4%放緩，預期食品價格在供應增加下，食品價格水平有望反覆回落。另被視為CPI先行指標的生產者物價指數(PPI)，10月份增速亦大幅低於九月的6.5%，至只有5%，低於市場預期，或預示CPI將繼續回落。貨幣供應方面，10月貨幣供應持續放緩，也給予貨幣政策較大放寬餘地，同時引發市場對存準金下調，以至減息的憧憬。

內地10月份PMI跌至50.4%的盛衰分界邊緣，按月跌0.8%，製造業明顯放緩，而月內出口亦有同樣情況，或反映外圍經濟的不明朗，經已慢慢於內地經濟中展現。歐債危機觸發個別歐國的政治動盪，整體局勢甚為反覆，問題解決亦需時，亦料持續困擾經濟，若有多個國家實行緊縮政策，將進一步拖慢整個歐洲的經濟增長步伐，內地出口勢必受牽連，影響GDP增長，增

加放寬貨幣政策的需要，以支持GDP另外兩頭馬車(投資及消費)的增長，鞏固GDP增長勢頭。

### 須續觀望內外經濟形勢

國務院總理溫家寶早前提到「適時適度預調微調」的言論，增加了市場對當局放寬貨幣政策的期望，10月的數據亦顯示出，當局有更多空間去作出政策轉向，現時只視乎有關當局的取態，而這又會涉及到內地宏觀經濟對寬鬆政策的需要及迫切性。無可置疑，內地出口料續受外圍經濟陰謀滿佈所累，製造業面臨挑戰，惟從迫切性一環而言，內地經濟基調仍較佳，首三季度GDP按年增幅達9.4%，「硬着陸」的機會不大，當局續可觀望內外經濟形勢，始對貨幣政策作全面調整。

再者，內房調整難言完結，倘於此時放寬銀根，不排除大量的流動性將湧向房地產相關產業上，再度刺激資產泡沫，令通脹雖繼續放慢，但仍處相對較高水平，回落幅度續有待觀察，有關因素均成為了放寬貨幣政策的阻力。

筆者因此預期，除非內地經濟出現明顯滑波，否則預期當局短期貨幣政策仍會以穩健為主，惟就會在個別範疇，如中小企及「三農」等方面，執行「定向寬鬆」，針對性提供流動性支援，政策轉向則仍有待當局進一步的政策訊號，可留意下月舉行的中央經濟工作會議。

## 危機時代經濟學家作用究竟有多大？

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授  
孫立堅

意大利總統納波利塔諾13日任命意大利著名經濟學家、前歐盟委員會負責競爭事務的委員馬里奧·蒙蒂為新任總理，負責組建過渡政府。而在11月10日希臘總統府也宣佈希臘資深經濟專家、前歐洲中央銀行副行長盧卡斯·帕帕季莫斯被任命為希臘聯合政府總理。無獨有偶，在幾個月前，被歐洲債務危機困擾的另一個重災區葡萄牙，其新總理科埃略也任命了經濟學出身的加斯帕為葡萄牙新任財政部長。他曾是葡萄牙央行的特別顧問，在此之前，從2007年1月到2010年2月又任過歐洲政策顧問局總幹事，專門協助歐盟主席確定工作日程和參與制定歐盟政策。而在更早期的1998年到2004年間，加斯帕還擔任過歐洲央行研究部門的總幹事。為何這些陷於社會癱瘓的重災國要啟用經濟學家來收拾本國的爛攤子呢？我想主要的原因可以追溯到以下幾點：

首先，中立的經濟學家身份能夠緩和歐元區債權國與債務國間越來越對立的情緒。今天債權國的納稅人看不到債務國未來的償債能力，指責政府現在濫用納稅人的財富去救助一派只想着躺在別人身上謀求幸福，而沒有一點兒動力和吃苦精神來改變自己生存方式的懶人。從而造成了這些債權國家的政府遲遲不能拿出實質性的救助計劃。相反，債務國家又不滿債權國家追債的方式，指責對方乘人之危，通過設定苛刻的條件來掠奪自己幸福生活的方式和權力！於是，如何溝通它們之間的隔閡就可能成為解決今天債務危機問題的關鍵所在。

溝通隔閡成為解決危機關鍵

其次，這些學者有着一個共同的經歷：就是他們都擁有豐富的國際經驗和參與決策國際事務的人脈關係，所以，他們比缺

乏國際經驗只把眼光朝向本國利益的政治家更能夠找到較為務實的債務化解方法。

第三，專業的思維模式容易被歐洲發達國家所接受，從而實現債權國放心的救助計劃。比如，蒙蒂在新聞發佈會上強調意大利既是歐盟創始國之一、也是歐盟的重要成員國，因此意大利應當成為拉動歐盟增長的力量，而不是歐盟的軟肋。聯想到他本人在歐盟的資深經歷，這番話拉近了意大利和其債權國的距離。而希臘的帕帕季莫斯則向外界承諾他會領導聯合政府爭取援助資金，避免債務違約，處理棘手的改革事務。這些方面正是債權國和債務國都希望聽到和能夠接受的改革思路。另外，葡萄牙的加斯帕更是強調「加強預算並降低對外部的依賴是必須執行的。」這一自力更生的理念。這一姿態也讓德英法債權人得到了幾分安慰。

但是，不管這些學者型的政治家有多麼出彩，這裡我還是想強調的是：歐洲主權債務不是短期內能解決的問題，所以，過於對他們的期待可能會導致非常快的失望！

### 隨機應變能力受非常大考驗

不可否認，這些經濟學家跟外國政府打交道的能力的確高於與本國政府打交道的能力，而他們跟各國政府打交道的能力相對於與市場打交道可能略顯得自信些。但是，我們需要注意的是：本國政府背後的政治基盤以及左右國際市場變化的金融機構如果不領情或不配合的話，那麼，缺乏市場工具和干預力量的經濟學家，其智慧再高，中立性再強，最後也只能倒在「巧婦難為無米之炊」的尷尬中了。另外，我一直認為，經濟學家是靠理性來治理社會的，而政治家常常是靠靈感來治理國家，所以，如果在這期間突然又爆發出法國或英國國債信用下調等不測事件，我擔心這些經濟學家隨機應變的能力會受到非常大的考驗。

(摘自孫立堅個人網誌；本報有刪節)

## 中國通脹續放緩 貨幣政策「選擇性」寬鬆

摩根大通中國區全球市場業務主席  
李晶

中國10月份的居民消費價格指數同比漲幅由9月份的6.1%放緩至5.5%。其中，非食品類價格同比上漲2.7%，食品類同比上漲11.9%。市場人士目前普遍認為，中國的通脹正在由7月份的峰值6.5%步入下行通道。隨着價格壓力開始舒緩，決策者將有更大的空間對較易受到外圍需求下滑影響的產業，及較易受到政府廣泛緊縮政策壓制的行業採取「選擇性」寬鬆。

撇除惡劣天氣的影響，內地的農產品價格似已開始步入下降周期。根據商務部公布上周(10月31日-11月6日)的食用農產品價格走勢，18種蔬菜的平均批發價格比前一周下降2.2%。受供應短缺影響，豬肉價格年內曾一度上升至歷史高位，但自9月中旬以來已累計下跌6.4%。豬肉價格10月份的同比增幅由前一月的50%放緩至42%。

由於市場對發達國家陷入經濟危機的憂慮加深，導致了全球需求的下降。這對控制通貨膨脹產生了正面影響：大宗商品價格在最近數月普遍下跌。10月份的生產者價格指數同比漲幅由前一月的6.5%下降至5.0%，可從10月份PMI購進價格指數相對9月份下降10.4%至46.2的收縮水平反映得出。

貨幣供應方面，M2貨幣供應量的增長已下跌至政府的年終目標16%以下，9月份僅為13%，令許多人士預計今年剩餘期間的年度貸款配額將會放寬。有媒體報道指出，中國的四大銀行在10月份的新增貸款為人民幣1,400億元，其中人民幣600億元在月內最後一周放出，顯示信貸狀況有所寬鬆。儘管銀行借貸很可能將在未來數月擴張，但摩根大通的經濟團隊預期，全面寬鬆的貨幣政策不會在明年第一季度之前出現。(如下調存款準備金率)。

近期的數據顯示通脹壓力有所紓緩，這令決策者有更大的空間來實施選擇性寬鬆，以降低不斷加大的經濟增長放緩風險。外圍環境的不確定性加劇，導致貿易方面的風險

浮現。在近期閉幕的秋季廣交會中，歐美買家的訂單較春季的交易會下跌19%至24% (儘管來自新興市場買家的訂單上升9%)。中國出口增長已由今年第1季度的26%放緩至第2季度的22%及第3季度的20.5%。

### 政府出台措施紓解企業困境

儘管整體政策不會在短期內放鬆，但由於今年的信貸緊縮導致許多中小型企業的經營境況更加嚴峻，政府最近已出台了一系列措施以緩解這些企業的困境。10月下旬，國務院批准對交通運輸業和部分現代服務業進行營業稅改徵增值稅的試點計劃。該政策最終可能會在全國範圍內實施，預計將可為中小型企業居多的服務業減輕稅務負擔。此外，財政部近期上調了增值稅和營業稅的起徵點，為中小企業提供了進一步的支持。

除了稅收政策方面的支持外，中國銀監會要求銀行努力實現小型微型企業貸款增速不低於全部貸款平均增速，並指示銀行提升對小型微型企業不良貸款率的容忍度。部分地方政府已為有資金困難的中小型企業成立幫扶基金，而有報道稱以小型企貸業務為主的小型銀行可能會有較低的準備金率。

儘管房地產行業已開始出現回落 (中國100個城市房價指數已連續兩個月出現下滑) 及部分城市對部分項目實施降價，但政府聲明表示宏觀調控政策及相關限購政策在短期內不會放鬆。儘管如此，決策者仍注意到土地出讓減少及房價下降可對地方政府財政帶來風險。近期公佈的地方政府直接發債試點計劃將有助於緩解市場對地方政府債務違約的擔憂。

降低私人住房市場的投資將會抑制經濟增長，但保障性住房的開發將起到一定的抵銷作用。出口行業的疲弱仍將是未來數個季度經濟增長的主要阻力。隨着通脹降溫為貨幣政策放寬掃清道路，我們認為中國將能夠實現「軟着陸」，從而令內地生產總值在2012年實現8.3%的可觀增長。

## 利好政策出台 相關行業受益

大成基金

基金評析

儘管近期世界經濟形勢依然複雜多變，但大成基金認為，內地經濟仍保持平穩增長，而且，政策已從控通脹轉向穩增長，隨着備受市場關注的新的產業政策逐一出台，相關行業上市公司將受益。

繼上一年期央票發行利率下降1個基點後，15日一年期央票再次下調，16日，中國人民銀行發佈第三季度中國貨幣政策執行報告明確指出下階段央行將適時適度進行預調微調，保持貨幣信號和社會融資規模的合理適度增長。

種種跡象顯示，貨幣政策已經鬆動。值得關注的是，報告提出要引導金融機構着力優化信貸結構，切實做到有保有壓，保證國

家重點在建、續建項目的資金需要，重點支持符合產業政策的中小企業，支持民生工程尤其是保障性安居工程，這反映了中長期的政策導向，相信相關行業龍頭上市公司將受益。

工信部網站於14日晚間對外發佈《「十二五」產業技術創新規劃》，權威人士16日在中國機械工業經濟形勢報告會上透露，高端裝備製造業「十二五」規劃即將發佈，重點方向包括航空裝備、海洋工程裝備、軌道交通裝備、衛星製造裝備及應用、智能製造裝備等5個領域。

大成基金認為，航空、智能裝備和重型機械板塊值得重點關注。預計大飛機、支線飛機及航空發動機等航空產業研發投入將達數千億元，智能裝備和重型機械可望受益政策投入與需求拉動。相信後續將陸續出台配套政策，各行業龍頭公司將充分受益。

## 入股IBM難言巴菲特投資風格有變

路透專欄撰稿人  
Agnes T. Crane

熱點透視

巴菲特(Warren Buffett)不喜歡科技股所周知，因此他在周一披露旗下的巴郡(Berkshire Hathaway)已買入107億美元IBM股票的消息，迅速在社交網絡Twitter上引發熱議。不過相較於巴菲特投資策略的轉變，此舉更證明了IBM的投資價值。

儘管IBM在七年前出售了個人電腦(PC)業務，但仍是科技行業不容忽視的力量。不過要是籠統地把IBM歸為是與蘋果和谷歌同類型的公司，就很難凸顯出其日趨成熟的程度。

人們再一次把IBM同最尖端的超級電腦緊密聯繫起來，例如創造出第一台在國際象棋比賽中擊敗人類的電腦。可是就在幾個月前，IBM終止了Blue Waters新一代超級電腦開發計劃。Blue Waters能力超強，甚至能破解龍捲風形成模型。Younger Cray隨後接下這項任務，並在巴菲特披露投資變化的幾小時之前宣布了該消息。

但IBM並未因此落選巴菲特的投資名單，反而凸顯出巴菲特可能已經察覺或尚未察覺到的一點，那就是這家公司已經成為一家可以預見，且招牌響噹的諮詢與服務企業。

與眾多急躁冒進的新興企業不同，IBM擁有長期的發展計劃，該計劃細節早在巴菲特聲稱開始買入IBM股票的3月就已成形。其次，該公司的管理層在行業中相對穩定，這在上個月的公司執行長順利交接中就可見端倪。當時IBM選擇由Virginia Rometty接替Sam Palmisano的執行長職務，對此投資者毫不意外。

最後，IBM的估值也較低，與之相比，其同業的市盈率(本益比)通常會偏高。據湯森路透數據，IBM目前的市盈率為14.8倍，甲骨文為18.4倍，而埃森哲為17.4倍。科技業者的市盈率中值則高達21.9倍。

這些特質令IBM吸引到巴菲特等價值投資者的目光。從技術面來說，IBM並非人們在科技業布局時通常會想到的目標；但已是耄耋老人的投資者不大可能輕易改變投資風格。因此，巴菲特買入的股權說明了IBM的價值。