

# 央行齊救市挽信心僅治標

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

周二(11月29日)評級機構穆迪警告，歐元區17個成員國中的15國，當中合共87間銀行可能面臨評級被下調的壓力，另外，意大利拍賣的75億歐元國債當中，3年期國債拍賣息率更升至歷史新高7.89厘，而意大利的10年期國債息率亦徘徊在7厘以上的水平。

不過，另一方面，歐盟財長會議通過向希臘提供第六筆總額80億歐元援助貸款，亦確定了歐洲金融穩定機制槓桿化的細節，包括為融資困難成員國發行的國債提供部分擔保，又設立共同投資基金吸引外國投資者，為惡化的歐債危機降溫，抵消了意大利債息上揚的利淡因素，為歐元區挽回一點信心。

除此之外，歐元區財長更接受讓國際貨幣基金(IMF)通過雙邊貸款或增加特別提款權的方式增資，反映德國在解決歐債危機的態度上有所轉變，有利於解決危機。另外，中國人民銀行亦於周三(11月30日)宣布，下調存款準備金率0.5個百分點，為08年12月以來首次下調，市場認為屬貨幣政策轉趨寬鬆的訊號。

而於同日美國聯儲局、加拿大央行、英倫銀行、日本央行、歐洲央行及瑞士央行等六大央行宣布，採取聯合行動，將現有的臨時美元流動性互換安排的利率下調50個基點，降低歐洲銀行業融資成本，幫助刺激經濟活

動。在多國央行聯手救市，增加市場的資金流動性的情況下，環球股市紛紛急升，歐美股市中，美國三大指數、法國CAC指數及德國DAX指數普遍升逾4%，商品價格及歐元匯價亦造好，VIX指數更急跌近1成，回落至30以下的水平，市場避險情緒明顯降溫。

不過，即使股市及商品價格造好，但從目前歐元區各國的10年期國債息率可以看出，市場對歐元區仍然抱有戒心。意大利10年期國債息率仍然維持在7厘以上的水平，希臘10年期國債息率周三亦未見下跌，反而進一步上升至32厘的新高。

然而，此舉未有觸及歐債危機的核心問題，歐元區部分成員國的負債仍然高企，財政狀況依然疲弱。央行們似乎想以行動證明，各國央行對當前的危機並非毫無對策，亦有足夠的「彈藥」去應付，消除市場對資金流動



■ 歐盟財長會議通過向希臘提供第六筆總額80億歐元援助貸款，亦確定了歐洲金融穩定機制槓桿化的細節，力圖為解決歐債危機降溫。圖為歐盟總部。 彭博社

性緊張的憂慮，挽回市場短期的信心。

始終，放鬆流動性的措施對歐債危機是治標不治本，雖然，六大央行此舉可降低歐洲銀行業融資成本，但相

信只能發揮穩定市場的作用，要真正解決歐元區債務問題，除了靠成員國的財政緊縮政策外，於下周的歐盟領導人峰會，各國能否就歐洲金融穩定機制達成共識，得出更明確清晰的方案，亦起了關鍵作用。

## 內地全面放寬銀根機會不大

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

早前央行將部分農村合作銀行的存款準備金率下調，回復至正常水平，被市場解讀為放寬貨幣政策的訊號，惟央行表示有關行動不能被視為存準金的下調，央行於周三宣佈下調存準金率0.5%，為接近三年以來的首次，約4,000億的資金獲得釋放。事實上，內地貨幣政策轉向的誘因越來越多，當局在政策上也有足夠的回旋餘地，央行是次的行動，究竟是意味貨幣政策正式轉向，或只是「微調」的一部分？就現階段而言，暫以「微調」的機會較大。

內地11月PMI跌穿50點的盛衰分界線，至49點，製造業步入衰退境地。歐債危機影響內地進出口，不少以出口為主的中小企業的營運料更見困難，相信有關情況會持續一段時間，內地宏觀經濟增長預期受累，影響料慢慢呈現，迫使當局出招應對。

另一方面，年內國家在穩健貨幣政策下，新增貸款增長明顯縮減，M1及M2的增長也大為減慢，同時通脹由高位回落，拐點初現，為寬鬆的貨幣政策提供更多的轉向空間，使當局下調存準金率，以至減息的呼聲每每增加。

不過，內地10月份CPI增長仍達5.5%，累計則升5.6%，尚處於較高水平，需時回落。此外，當局繼續維持內房調控，短期內難望有所鬆手，均成為當局在考慮全面「放水」時的顧慮。

### 關注通脹高企及房價調控

從另一角度出發，當局在現時下調存準金率，內銀的放款空間隨即擴大，但在維持貸款質素的前提下，在貸款審批(尤其是對中小企)上料繼續謹慎，或只會集中對大型國企增加借貸，甚至是放寬內房相關貸款，以避免房地產及其相關產業的資金鏈斷裂，防止貸款質素急轉差，雖或有利於保經濟增長及其穩定，但對於解決中小企困境的幫助有限，更有機會再燃起資產泡沫風險，與當局收緊內房的政策相違背。

因此除非經濟狀況出現顯著下滑勢頭，否則當局在存準金率的取態上，仍會較為審慎，下調頻率不會過快。反而當局可加強在財政政策上著手，增加企業在財稅方面的優惠及補貼，直接減輕企業的負擔，以及提升營運之彈性。

通脹及內房的考量，削弱貨幣政策全面轉向的機會。然而，預期當局短期將繼續執行「微調」方向，在三農、保障性住房及中小企等範疇給予導向性貸款支持，財政政策亦料有所加強，紓緩企業營運，防止產生倒閉潮，並給予中小企轉型，或將出口轉內需的機會。至於貨幣政策全面轉向的時間方面，則需待更多經濟數據支持，且要配合通脹及內房價格同步回落，現時仍言之尚早，「微調」料續成內地短期貨幣政策主調。



■ 圖為位於北京的工商銀行分行。 彭博社

## 歐債問題解決的最後希望

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員  
戴道華

Too big to save與too big to fail是排他性的，故最終的結果只有一個。目前，僅有歐洲央行買債在支持着意大利的國債市場，歐盟峰會上達成的EFSF擔保和槓桿化還沒有細節，礙於其債務規模，德國和法國需要預留資金自保，加上民意的壓力，意大利恐怕難以在債務危機當中全身而退，too big to save的可能性大於too big to fail。有希臘為例，相信歐盟、歐洲央行和IMF會盡力保證意大利債務危機不會以無序違約出現，但有序違約的風險則頗高。法國和德國雖然尚有資源去應付其銀行體系因意大利違約所造成的衝擊，但其實體經濟卻很可能在意大利之後滑入衰退或在衰退邊緣掙扎。而只有當意大利的債務問題有了一個明確的結果(不論好壞)，歐債危機相信才會真正告一段落，歐洲才會轉而着手收拾經濟的殘局。

### 德國反對歐洲央行印鈔

由於德、法已無能力再出資援助意大利，歐洲央行便成為唯一的希望所在。理論上，只要歐洲央行肯像美國聯儲局和英倫銀行一樣從事量寬化寬鬆，印鈔購買歐債國家的債券，就沒有解決不了的債務危機。但現實是德國不惜與法國走向對立而全力反對這樣做，而且由於無限買債涉及歐洲央行條例的重大修訂，並非短期內可以實現。再者，印鈔買債長遠將以歐盟和歐元區辛苦建立的信譽為代價，短期的救市需要或會埋下歐元區

重大長遠危機的伏筆。

在2008年9月雷曼破產之前，歐洲央行資產負債表的規模約為14200億歐元，危機爆發後其購買抵押債券以及向歐洲銀行的借貸令資產負債表在2008年底升逾20000億歐元，其後一度在2009年中回落至不到18000億歐元的水平。但歐債危機的爆發令其重新擴張至23400億歐元的水平。儘管絕對規模巨大，但其擴張的幅度只是三分之二，遠小於美國聯儲局資產負債表同期近三倍的擴張，而且歐洲央行之前一直通過發行票據回買債而額外釋放的流動性。

今年以來，歐洲央行所購買的歐債國家債券約為1,900億歐元，明年如果意大利和西班牙的市場融資渠道關閉，則歐洲央行需要買債近6000億歐元方能助其渡過難關。德國作為左右歐洲央行決策的主要成員明確反對其作為歐洲最後貸款人的角色，主要是基於對通脹後果和歐洲央行把個別歐洲國家的財赤貨幣化的憂慮，尤其是後者，一來對歐盟及歐元的負面影響難以預料，二來也會在歐盟各成員國之間引發為何厚此薄彼的互不信任。

據此，除非德國能夠取得對歐債國家未來財政紀律的足夠影響力，歐元區借此能向財政聯盟走出一大步，否則歐洲央行無限買債以根本解決歐債危機僅屬理論上的可能性，未來意大利步希臘後塵走向有序債務違約，歐元區經濟陷入中等衰退的風險將不可避免地繼續升溫。

(摘自中銀財經述評《意大利：too big to save還是too big to fail?》之三之三)

## 中國2012：全面寬鬆穩增長

匯豐經濟研究亞太區聯席主管

屈宏斌

- ★通脹壓力和增長動能均明顯放緩，要求加大政策寬鬆的力度
- ★預計明年上半年準備金率還會繼續下調150個基點
- ★稅收減讓以及財政刺激助力明年保八

現在是時候全面寬鬆以保增長。近幾個月通脹壓力明顯回落，消費物價指數以及工業生產者價格指數均下行明顯。與此同時，增長的領先指標也暗示明年經濟增速可能繼續回落。外部歐債危機前景仍可能繼續惡化，國內房地產價格回調的風險上升也給明年的增長前景投下陰影。擺在中國面前的主要風險已經迅速從通脹壓力轉為價格下行壓力，需要加大政策寬鬆的力度以支持增長。

首先，央行在貨幣政策層面全面放鬆。與之前的數量緊縮相對應，這一輪放鬆也應以數量寬鬆為主導。繼11月30日央行下調準備金率50個基點之後，我們預期明年上半年準備金率還有150個基點的下調

空間。與此同時，明年的貨幣供應量政策目標也可能為16%，顯著高於目前13%左右的實際增速。公開市場操作方面的寬鬆更是靈活工具。利率水平則可能到明年下半年消費物價指數下降到3%以下才會下調，預計為1次25個基點。

其次，財政政策應當在此輪政策寬鬆中發揮更重要的作用。以我國目前財政收入同比接近30%的增速，加之財政存款餘額已經達到4.2萬億元，相當於GDP的9%，完全有實力在保增長方面做出更多貢獻。預計未來會有更多針對中小企業的減稅政策出台，總量可能達到GDP的1%。此外，保障性住房、在建基建項目，以及對低收入農戶的補貼力度等將有所加大。

此外，已經開始試點的市政債發行有望在明年推廣至全國。這一機制與中央財政加大轉移支付的力度結合起來將有助於一方面保證保障性住房的資金來源，另一方面降低地方政府債務的流動性風險。加上對於在建基建項目的投資提供持續支持，將有助於明年以及之後幾年GDP增速保持在8%以上，足以對沖歐債危機可能給我國出口帶來的負面影響。

## 中國央行貨幣政策轉向

### 中金策略

上證A股指數周三跌幅逾3%，B股指數重挫6%以上，市場將此歸咎於：定於周四公佈的中國官方採購經理人指數(PMI)預計將大幅下滑，中國央行堅持對前期貨幣政策的看法以及國際板的推出早於市場預期。而中國央行盤後意外宣佈下調存款準備金率50個基點。此外，全球六大央行發表聯合聲明，將延長美元流動性互換協議期限。全球風險資產大幅上漲。

### 央行先發制人對抗通縮

中國央行此次下調存款準備金率的時點早於市場預期，可能被市場視為中國開啟寬鬆大門的標誌。央行在下調存準率的時機選擇上應該是基於如下因素的考慮：中國很快出現通縮(11月CPI漲幅預計將由5.5%降至4.3%左右)，PMI指數表現令人失望(可能遠低於市場普遍預期的榮枯分水嶺49.8)，外匯佔款四年來首次下跌。政府的政策重心正在由抑制通貨膨脹轉向確保經濟增長。

此外，歐洲危機愈演愈烈，這一點從德國國債拍賣遇冷、意大利國債收益率創出7.89%的歷史新高中可見一斑。央行下一次下調存款準備金率的時點可能在明年1月份或更早一些，而今年12月至明年2月份期間央票到期僅有1,300億元。通常情況下，中國的政策寬鬆與經濟增長放緩以及由此導致的市場持續低迷密切相關。但此次央行下調存款準備金率的舉動具有先發制人的意味，因而有望提振市場近期走勢。

延長美元互換協議有助緩解流動性危機，但無法從根本上解決主權債務危機。2008年3月11日，美聯儲將與瑞士央行的美元互換額度由40億美元擴大至60億美元；歐洲央行向銀行出借150億美元的28天期美元資金。英國央行也為銀行提供了200億美元

## 開徵空置稅會對樓市帶來衝擊

美聯物業首席分析師

劉嘉輝

近日二手交投氣氛仍淡，買賣雙方持續膠着，普遍採取靜觀其變的策略。二手交投疏落，市場焦點落在新盤銷情之外，一些房屋有關的政策或規管，亦引起社會上各界人士的廣泛討論。近期有意見指出香港要考慮開徵物業空置稅，引起社會各界迴響。有關措施在外國部分地區有推行，目的是嚴防投機者藉持有大量單位而不放售或放租，令市場供應短缺，從而托高樓價。

不過筆者認為，本港物業空置率仍處於合理水平，加上若徵收有關稅項，除在執行上會遇上不少困難之外，對物業市場亦會造成很大的衝擊。下文將會從本港私樓空置率入手，討論實施有關稅項對樓市的影響。

根據差餉物業估價署的資料，截至2010年底，本港有約51,530個空置私人住宅單位。數字貌似龐大，但考慮到目前全港擁有逾110萬個私人住宅單位，空置率實際僅約為4.7%。此外，尚留意差餉物業估價署的註釋，其計算的「空置量」是指「在年底進行普查時，單位實際上未被佔用」、「正在裝修的物業」、

的3個月期貸款。此外，加拿大央行也在隨後的兩個月中通過28天期回購協議向市場注資40億美元。Fed向金融市場注入了2,000億美元的流動性。這是全球幾大央行首次聯手救市，以緩解流動性危機和美國以外地區的美元短缺問題。不過儘管如此，貝爾斯登是在3天後轟然坍塌，全球市場在反彈數周後再度重挫並創下歷史新低。

此前我們已經注意到美國以外其他地區可能出現美元短缺以及資本大撤離的風險。(請參考我們於2011年11月28日發表的英文報告Running on Empty)這種短缺體現在美國與美國以外其他地區的借貸成本價差大幅攀升。同時，海外市場擔心某些大型的歐洲商業銀行將因流動性危機而重演貝爾斯登的悲劇。在全球央行聯手干預之後，EFSF債券收益率也開始回落，顯示歐洲債務危機的擴散勢頭至少暫時得到抑制。因此，全球央行的聯手干預有助於緩解當下的流動性緊縮，並幫助銀行渡過難關。但是，如果歐洲銀行沒有利用短期借貸互換機制是因為這些銀行缺乏抵押品，而不是因為高利率，那麼此輪全球央行的干預的效應將是短暫的。而要最終解決歐洲的主權債務問題，還需要相關國家的政府採取措施解決各自的財政問題。

華爾街的一句經典投資格言是：不要和Fed抗爭，也不要和市場的趨勢作對。在全球央行的聯合救市提振下，市場至少會實現有力的技術性反彈。而對利率高度敏感性的周期性行業，如小型銀行、券商、保險、地產、工業和材料行業類股票等有望強勢反彈。而市場走勢依然看跌。此外，我們注意到近日來賣空交易額維持在相對較低的水平，儘管在過去兩個交易日中出現了小幅回升。因此，與10月份的反彈行情相比，本輪反彈中空頭回補力量對市場提振作用可能較小。本輪反彈要發展為持續上漲行情，我們需要看到各國政府出台一些具體措施，以解決主權債務危機並防止全球經濟再度陷入衰退。

「因未獲滿意紙或轉讓同意書而未能入住或使用」。根據該解釋，則未能入住的新樓、住戶遷出後放盤出售或出租的單位、或進行裝修的單位，都被當作空置。故實際為業主刻意空置的單位，空置率數字應更低於4.7%的水平。

### 不存在「囤積居奇」情況

若再從歷史數據分析，更值得留意的是，83年至今的28年期間，每年的平均空置率是4.7%，反映無論市上落，住宅單位都存在一定的空置。而去年底的空置率亦為4.7%，與過去28年的平均數相若，實不見所謂「囤積居奇」的情況出現。更重要的是空置率最高的時間為03年，高達6.8%，空置單位數量超過6.8萬個。而03年亦是本港樓價跌至最低點的時期。試想，經濟轉差之下租樓人士數量已經減少，如再徵收空置稅，無疑將對業主帶來雙重的打擊。

近年政府銳意增加土地供應，未來供應量將穩步回升，近期新造按揭息率已開始上升，加上去年推出額外印花稅之後，今年二手住宅成交量與去年相比亦明顯回落，樓價亦見調整，這樣的情況下實無需新措施進一步打壓樓市。