

多方施壓 待歐洲迫出財政紀律

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

近日歐元兌美元於1.34美元的水平徘徊，歐元區的消息對匯市只有短暫的影響，即使標普威脅調低多個歐元區成員國以及歐洲金融穩定機制的主權評級，甚至將歐盟的AAA評級列入負面觀察名單，亦未有使歐元匯價拉離1.34美元的水平，市場靜待歐盟峰會的結果。

周一(5日)標普宣布，將15個歐元區國家列入負面觀察名單之中，而當中包括德國及法國在內的六個獲最高評級的國家可能被下調一級，其他更可能被下調兩級。至周二(6日)，標普又宣布將歐洲金融穩定機制的評級列入負面觀察名單，周三(7日)更進一步將歐盟的AAA評級列入負面觀察名單，然而，市場對此卻未有太大反應，經過多次警告後，歐元匯價仍然於1.34美元的水平徘徊。

標普明顯是步步進逼，降級的規模一天比一天為大，而且發布時間十分密集，亦巧合地接近歐盟峰會舉行的日期，不難令人聯想起，標普這次的行動是想向歐元區國家領袖們施壓，迫使他們於周五(9日)的歐盟峰會上能想出一個實質的解決方案，以了結這場維持了超過兩年的歐債危機。

除標普外，美國財政蓋特納亦趁歐盟峰會之前與歐洲多國領導人和多國央行行長會面，向其施壓希望盡快處理好歐債危機，以穩定金融市場。關於歐盟峰會的內容，有報道指，峰會可能會討論運作兩個獨立的援助基金，並尋求國際貨幣基金組織更多的支援。消息指，歐

盟正考慮維持目前4,400億歐元援助基金繼續運作，並在明年中設立另一個約5,000億歐元的基金。

此外，歐盟峰會亦會討論由德法提交修改歐盟條約的建議，建議包括修改後的歐盟條約，將對財政赤字佔國內生產總值比例超過3%的國家，實施自動處罰措施，除非首腦峰會絕對多數否決。另外，又建議歐元區永久救助機制，即歐洲穩定機制提前一年在明年啟動。

明顯地，歐盟峰會的結果無疑是非常重要的，因早前歐央行行長德拉吉暗示，若歐元區政府達成加強財政紀律的協議，歐洲央行將願意採取更多的援助措施，增強購買債券的力度。因此，一旦歐盟峰會能就修改歐盟條約達成協議，歐洲央行極有可能以更大規模的資金來穩定市場，短線將會令歐元區重新獲得市場的信心。

不過，若峰會最後並無實質結果，各領導人又未能就修改歐盟條約達成協議，很有可能觸發標普下調歐元區15個成員國、歐洲金融穩定機制以及歐盟的信貸評級，令歐元區的借貸成本急增，歐債危機的形勢將會變得更加負面。



分析認為，一旦歐盟峰會能就修改歐盟條約達成協議，歐洲央行極有可能以更大規模的資金來穩定市場，短線將會令歐元區重新獲得市場的信心。

限購令料持續 內房將緩慢下跌

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

北京中原市場研究部數據顯示，在46個實施房地產限購令的城市中，11個有訂明政策實施期限，而當中10個城市的期限為今年年底，另全國35個主要熱點城市，在11月出現多達117宗土地出讓流拍或流標，按月急增4.32倍，涉及1,580萬平方米的規劃建築面積。

從地方的角度看，土地出讓及房地產相關收益，乃主要收入來源之一，內房持續受調控，固然對地方財政構成一定的打擊，地方亦不希望調控持續，惟內地自金融海嘯推出四萬億元刺激經濟方案以來，資產價格急升，並引發通脹，為宏觀經濟帶來不穩，中央因而出手調控，而內房亦已見整固。

中國指數研究院調查指，上月全國100個城市，其住宅的每平方米均價，按月連跌三個月，11月的跌幅為0.28%，至8,832元人民幣(下同)，按年計則仍上升4.06%。內房現調整，市場關注有關當局將如何取態。有報道指國家住建部已向地方政府表示，除了極為特殊的情況外，否則需要延緩限購令。國家總理溫家寶早前亦指出，要令房價回到合理水平，可見當局明年仍會繼續維持調控方向，箇中的關鍵只在於調控力度，以及政策的持續性。

內地經濟受歐美經濟前景不明朗，出口放緩

幾成定局，對不少中小企訂單的影響毋庸置疑，長此下去，或出現中小企倒閉潮，進而拖累宏觀經濟，央行因而下調存款準備金率。然而，該行動只增加內銀放款空間，料旨在讓銀行對中小企及其他企業，作出定向性或過渡性的貸款，以紓緩企業資金緊絀的困境，加上行動釋放的資金不算多，涉及的流動性約為4000億元，暫時只能被視為「微調」，而非全面性放寬銀根。

行業整合或提供吸納機遇

內銀在經濟展望欠佳，以及維持資產質素的前提下，會否單純因為存準率下調，而盡用政策所增加的放貸空間，亦有待觀察。另一方面，內房深繫宏觀經濟，相關產業鏈眾多，國內外經濟環境複雜，過於大力調控內房，勢必進一步削弱經濟增長動力，惟放寬調控，則會再度刺激資產泡沫，亦非當局願意見到的情況。因此預期當局將於中間著墨，在維持內房調控政策方向不變外，亦會嚴控調控力度，務求內房以穩定及緩慢的速度調整，減低行業發生急勁的資金鏈斷裂及倒閉潮的機會，同時降低對整體經濟帶來的衝擊。

在內房在調控的大環境中，將無可避免進入整合期，行業展望難以樂觀，房企在銷售及財政等層面上將繼續受考驗，惟從長線角度而言，行業整合將促進汰弱留強，明年或是分段吸納優質內房股，如中國海外(0688)的機遇。

歐債癥結是經濟而非債務

彭博專欄作家
Ezra Klein

我在部落格上，試了好一會兒，想要用「歐元區一團亂」這個形容詞，可是不成。全世界似乎已經約定俗成，以「歐債危機」這個詞來形容歐洲主權債務危機擴散開來，搞得歐元區焦頭爛額。所以我放棄，也開始稱「歐債危機」。不過，現在我後悔了。

上周我在德國訪問一些決策官員、企業界領袖、銀行家。有一件事相當清楚：這不是債務危機。先是經濟成長危機，然後是金融機構危機，最後才是債務危機。

要證明這不僅僅是債務危機並不難。先看看以下這個謎題。

問：這六個號碼代表什麼——81、100、67、121、81、84——有什麼共通點？

答：據國際貨幣基金組織(IMF)，這些數字分別代表英國、美國、西班牙、意大利、法國、加拿大負債相對於國內生產毛額(GDP)的比重。但是，英國、美國、加拿大10年期的債務利率稍稍高於2%；而西班牙在這幾個國家當中債務佔GDP比率最低，10年期債務的利率卻是2%的兩倍以上。請注意美國、英國除了債務/GDP比率高於西班牙以外，這兩個國家的負債總額在這幾個國家當中最高。

危機蔓延暴露先天不足

這不僅是債務問題，德國和歐洲央行心知肚明。他們明明可以阻止債務危機在非核心歐元區國家蔓延，可是卻不想這麼做。反而是把危機視為可操作的機會。危機蔓延暴露出歐元區先天不足之處，非核心歐元區國家壓力倍增，因此給予德國和歐洲央行優勢，去改變貨幣聯盟本身。最近瑞銀的報告清楚點出貨幣聯盟的隱憂：「歐元不應該存在，」報告指出。「更具體來說，以目前歐元的組成、結構、現有的會員國來說，歐元不應該存在。」

基本上，這也是德國的反應。到處都可以聽到這樣的論調。「貨幣聯盟不能沒有財政聯盟。」

有人說，他們也需要政治聯盟。

其實，歐洲可以同時擁有財政和政治聯盟，但結果還是會失敗，因為危機還有另外一個原因：經濟成長趨緩。經濟合作與發展組織(OECD)預估，2012年整個歐洲大陸料成長0.6%，2013年或增長1.7%。若扣除德國、荷蘭等經濟強國，其他歐洲國家的經濟成長前景馬上就黯淡了。

約莫從1997-2005年，意大利和西班牙真的在降低債務/GDP比率。但是，後來樓市泡沫破滅，經濟成長也跟着遭殃。結果，財政收入下滑，公共支出上升，財政赤字膨脹。這兩國現在執行的撙節支出方案會進一步造成成長前景黯淡。這就是問題複雜的地方。歐洲的貨幣聯盟危機雖然棘手，但是最後可解決。至於歐洲的經濟成長危機是否也是如此，就不得而知了。

德國開出的處方：多學學德國人。畢竟，10年前德國曾經是「歐洲的病人」。歷經艱苦的改革，全力靠外銷，最終德國經濟才得以復甦。但是，現在非核心歐元區國家之所以難以像德國一樣，箇中原因也恰恰在於德國。

德國人承認這一點。他們在歐元區一直是贏家。由於希臘、意大利、葡萄牙、西班牙等實力偏弱的經濟體都在使用着歐元，對於德國來說，歐元的幣值實際低於應有的估值，因此也賦予了德國更大的出口優勢。

大輸家為實力偏弱經濟體

目前歐元區的大輸家同樣就是那些實力偏弱的經濟體。通常，弱經濟體在這種情況下，會讓自己的貨幣貶值，設法靠出口刺激經濟成長。但是在歐元區，此路不通。更糟的是，他們和德國共用同一種貨幣。他們拖累歐元之際，德國卻又拉了歐元一把。因此，德國的出口產品比實際便宜，而南歐國家的出口則是相對較貴。歐元使得這些國家更沒有競爭力，經濟更難以成長。

可是，體質疲弱的國家不能退出貨幣聯盟。如果一個疲弱的經濟體試圖退出歐元區，其金融機構立刻就會爆發擠兌風潮，而且擋都擋不住。經濟的混亂更容易加深當前的苦難。結論是令人沮喪的：既然這些國家加入了歐元區，就不能離開。

歐元區重型武器「字母湯」

路透社專欄撰稿人
Neil Unmack

EFSF-ESM-CIF-IMF-CAC-ECB。歐元區領導人真是怕了。他們正討論提前推出歐洲穩定機制(ESM)5,000億歐元基金。「字母湯」裡再添點料或許可以取悅市場，但關鍵目的還是為了引歐央行出手加強干預。

市場原本預期的似乎是增強歐洲金融穩定機構(EFSF)紓困能力，而歐元區或許會提前一年，自2012年中期開始先從ESM這個永久性救援基金入手。這意味著ESM將比EFSF更早得到更多更優質的資金。兩支紓困基金同時運作也不無可能。歐元區國家政府曾經抵觸擴大EFSF的想法，因擔心有損自身信用評級，故寄希望於提高槓桿聯合投資基金(leveraged co-investment funds, CIF)紓困火力上。標準普爾最近對整個歐元區發出降級警告，或許意味着他們認為這終究是要發生的。

EFSF與ESM並行顯盡職盡責

注資前景或可減輕投資者對紓困基金規模的憂慮，但市場不是政府唯一的目標。讓EFSF與ESM並行，將顯示出他們的盡職盡責。加上德法兩國本週就更嚴格的財政規定達成共識，或有助於說服歐洲央行放開手腳實施公債應付危機。德國甚至可能不再堅持遵守ESM規定的公債債權人須共擔虧損，這條規定也是歐洲央行一直秉承的。德國或將堅持要求在公債問題上採用政府集體行動條款(CAC)，令重組更加容易。

如果運氣好，歐洲央行願全力應對危機的話，新



歐元區領導人討論提前推出歐洲穩定機制(ESM)5,000億歐元基金。

路透社資金大部分都可分文不動。即便要動用這些資金，歐元區或許也有暫時在危機中安身立命的機會。歐洲央行強力出擊將壓低主權國家融資成本，更嚴格的財政紀律將迫使他們削減支出並改革國內經濟。但財政紀律和廉價資金畢竟無法達到財政聯盟的效果，也無法保證政府的償付能力。歐元區政界信誓旦旦地表示希臘違約事件絕不會重演。但受救助的葡萄牙或愛爾蘭等國家，可能要求獲得更多資金支持，而西班牙或意大利等更大一些的國家，可能發現戒掉債務真的很痛苦。即便這次歐洲央行大力購債最後起到了療效，歐元區仍將面臨很多年的艱難調整。

背景資料：歐元區領導人可能在周五峰會上決定，提前推出ESM，以此擴大救援工具規模。根據條約草案，ESM將在2013年推出，ESM與EFSF總規模將限制在5,000億歐元。歐元區官員稱，現在，ESM可能提前到明年推出，並取消規模限制。

歐美債務危機異同和發展趨勢

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
黃少明

金融危機進入第五個年頭，全球經濟金融局勢再度惡化。在歐洲債務危機和美國債務危機的夾擊下，國際金融市場持續震盪，世界經濟復甦無以為繼，再度探底。金融危機在海嘯三年後繼續惡化，演繹發展至主權債務危機。歐美主權債務危機爆發的內在邏輯及發展前景是什麼？歐美債務危機下世界經濟將如何發展？主權債務危機對中國經濟會產生何種衝擊？筆者將分別剖析。首先分析歐美主權債務危機的異同及發展趨勢。

美債危機反映金融危機發展進程

美國主權債務危機的形成較為直觀，它伴隨發端華爾街肆虐全球的金融危機的發展而產生，是金融危機深化發展的階段性產物。反而言之，通過剖析美國債務危機的深層原因，也可以追溯金融危機發展演化的軌跡和內在邏輯，加深對金融危機的理解，也有利於加強對危機深化發展的風險防範。

造成2008年金融市場崩盤的直接原因是美國私營部門的債務，包括個人、家庭以及公司債務不可持續的累積。截止美國經濟高峰的2007年末季，包括家庭、非金融機構等私營部門，以及政府在內的美國總體債務，相當於美國GDP的218%，其中私營部門債務總額約為GDP的168%，政府債務則為GDP的50%。顯而易見，危機前美國累積債務的主體是私營部門，而非政府或公營部門。

為了對抗泡沫和通脹，美國在04年至06年連續加息17次，導致私營債務部門難以承擔龐大的利息負擔。而次級按揭成為私營債務鏈最薄弱的環節，引發次按揭危機，直接刺破美國房地產泡沫。在房價下跌帶動下，股價及其它資產價格也齊齊急跌，由此形成的資產萎縮，徹底摧毀了美國金融業的資產負債體系，使美國私營部門喪失了巨額債務的支付能力，美國私營金融體系近乎破產。

在私營金融支付體系幾乎崩潰，經濟金融正常運作難以維持下，政府作為最後的拯救者也就不得不介入。比起私人金融機構而言，政府具有更強更集中的融資能力。政府

作為私營金融機構拯救者的行為，改變了引發危機的債務屬性，原本龐大的私人債務持續不斷轉化為公共債務。在經濟陷入嚴重衰退後，為了應對金融危機和刺激經濟復甦，美國加大了舉債力度，債務上限不斷被突破，總體債務持續上升。截止2009年第3季度，美國債務總額佔GDP比重高達247%，比危機前高29個百分點。

至2011年第一季度，美國債務與GDP的佔比雖回落至243%，但仍比危機前高25個百分點。然而美國債務的內部結構卻發生了巨大變化。私營部門的債務佔比在2009年第2季度曾升至180%峰值，之後回落至163%，而私營部門債務的任何降幅都幾乎由政府或公營債務所抵銷，公營債務的增加導致政府赤字已超過GDP的10%以上。

美實質上是在「國有化」債務問題

換言之，美國實質上是在「國有化」其債務問題，用公共債務取代原有的私營債務，其轉換機制和渠道就存在於金融危機所產生的後果之中：經濟衰退使福利開支增加而稅收減少；救銀行救企業穩市場，實際上是將納稅人的錢轉至私人部門；另外為減緩危機壓力，政府給予樓按貸款者各種直接或間接救助等等。導致債務正從消費者、家庭和其它私營機構的資產負債表中轉移至政府相對應的帳目中。

長期累積的財赤，加上海嘯後不斷轉化的公債，使美國主權債務不堪重負，已經到了無法持續的程度，違約的可能性越來越大。今年7月，民主、共和兩黨就提高聯邦政府債務上限爭執不休，美國第一次在世人面前出現債務違約的可能。經過艱苦的討價還價，美國趕在8月2日最後期限前通過了《Budget Control Act》，就提高債務上限和削減赤字達成協議，避免了債務違約的發生。

鑒於美國嚴峻的債務狀況，以及缺乏解決債務問題的能力和手段，標普(S&P)在8月5日將美國主權評級由「AAA」降至「AA+」，這是自1917年獲3A評級以來，美國主權評級第一次被降級。這一事件立即引發全球股災，市場震盪的程度接近08年的金融海嘯。正是這兩個「第一次」，聯同反覆發酵的歐債危機把世界推入了主權債務危機階段。(摘自中銀財經述評《歐美債務危機的異同和發展趨勢》(三之一))