

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀

點

歐盟峰會達協議 無助危機短期解決

上周五(9日)，歐盟峰會結束，27個歐盟成員國當中，除英國外，其餘均就加強財政紀律同意締結政府間條約，條約包括各國政府需承諾平衡本國財政預算，每年結構性財政赤字不得超過國民生產總值的0.5%，而一旦某國財政赤字突破3%的警戒線，該國政府將會自動遭到制裁。

此外，峰會上，歐盟各國亦同意向國際貨幣基金組織提供最多2,000億歐元的貸款，這是歐盟各國政府自危機爆發以來首次就向國際貨幣基金組織出資問題達成共識。歐盟各國亦通過總額達5,000億歐元的歐洲金融穩定機制將提前至明年啟動。消息推動歐美股市以及商品價格上周五反彈，VIX指數當日更跌逾1成，歐債危機的憂慮略為紓緩。

的確，是次峰會的結果與過去治標不治本的方案，只是不停地出資援助有所不同；加強各國的財政紀律，令歐盟之間國家的財政得到了規範，使歐盟內各個國家的

財政情況更平均，長遠而言，能夠解決歐元區貨幣統一，但財政狀況不均所引起的結構性問題，防止未來歐元區再次出現第二次歐債危機，並為歐元區建立財政聯盟踏出了重要一步。

然而，從上周五歐元區的國債市場表現，市場似乎仍未對歐債危機投下信心的一票。雖然，意大利10年期國債利率已回落至7厘以下的水平，至約6.4厘，不過，希臘的10年期國債利率似乎未有下跌的跡象，即使峰會完結，仍然繼續上升，上周五已升至35厘的歷史新高。此外，峰會結果對歐元匯價的刺激亦不大，歐元

兌美元仍然於1.33美元的水平徘徊，相對今年上半年大多時間均徘徊1.4美元以上的情況，仍然處於偏弱的水平。

事實上，市場對歐債危機仍抱懷疑的態度亦屬合理，是次歐盟峰會所達成的方案，除了向國際貨幣基金組織提供最多2000億歐元的貸款，均為一些不能即時見效的解決方案，面對意大利高達1.9萬億歐元的債務，一旦意大利真的出現財政困難，即使國際貨幣基金組織想出借援助，恐怕亦幫不了太多。而預期該國明年最少要借入3,000億歐元以維持政府的運作。因此，短期而言，對目前歐債危機的幫助不大。

另一方面，值得注意的是，就連歐元區當中經濟最強勁的德國，其去年的財政赤字亦超過3%，因此，這條條約能否有效規管歐元區各國的財政仍有待觀察。因此，即使上周五歐美股市及商品價格均見反彈，投資者



■歐盟峰會結果對歐元匯價的刺激不大，歐元兌美元仍然於1.33美元的水平徘徊，相對今年上半年大多時間均徘徊1.4美元以上的情況，仍然處於偏弱的水平。

仍不能過分樂觀，畢竟市場對歐元區仍然欠缺信心，一旦再有少量關於歐債危機的消息傳出，市場可能會再次出現調整。

光強制歐洲銀行業增資難挽信心

路透專欄撰稿人

Peter Thal Larsen

又一次，歐洲重振對銀行業信心的努力還是不夠到位。沒錯，強迫銀行額外增資1,147億歐元，比起以前的增資行動是一大進步。但監管機構必須提高警覺，以確保增資要求不會惡化歐洲信貸緊縮問題。至於對銀行業的信心，總之在歐元區政府找出解決自身債務問題的對策之前，是無法完全恢復的。

銀行的資本缺口——比兩個月前公布的1,060億歐元又稍微擴大——是由三個因素造成。首先，監管當局採用了比以前更嚴格的新巴塞爾規定版本。其次，當局設定的一級資本充足率目標為9%，高於國際間的最低門檻7%。最後，當局強制銀行業必須以已經慘跌的市場價格，計算手上的主權債風險。

不過，這個增資目標並沒有看起來那麼驚人。光是希臘和葡萄牙銀行業就要增資370億歐元左右，佔了總額近三分之一，而這兩國都已經獲得紓困。比利時Dexia需要增資63億歐元，不過這家銀行已經展開結束部分業務的工

作。

剩下的710億歐元缺口，銀行業者有三個途徑在6月底期限之前籌到資金。他們可以將保留盈餘用於補充資本；也可以變賣資產；或是發行新股。基於股市低迷的情況，一些銀行勢必需要國家伸出援手。

不過最大的風險在於，銀行會為了達到目標而縮減貸款，或是在風險加權資產的計算方式上面動手腳。第一種途徑將令歐洲已然很嚴重的信貸緊縮局面惡化。而第二種方法則會進一步降低外界對銀行資本充足率的信心。歐洲銀行管理局(EBA)指出，不會容許這些方法。但EBA對銀行業者並沒有直接管轄權力，必須依賴各國監管當局，力抗那些哭窮政府希望減輕籌資負擔的作弊壓力。

即使銀行業者按照計劃增資，這大概還是不足以重新開啟銀行發行無擔保債的管道，這塊市場基本上從夏季以來就已經凍結。要讓這塊市場解凍，全要指望歐元區政府提出更有力的債務問題對策，最好是歐洲央行也提供一臂之力。除非這些條件能夠實現，否則歐洲的銀行增資動作仍然只是車場配角。

誰還在做好？

《中金策略》

歐盟峰會再現承諾；股市走高，但債市基本持平；債券投資者尚未做好。

現在的現實是在德國明確表態願意提供支持的情形下，歐洲央行或許能將歐洲從債務危機的泥潭中拯救出來，而且這種情形越看越似無選擇，因為歐洲央行可以無限量「創造」歐元、悉數買入所有歐洲主權債券。另外，歐元誕生以來幫助了德國降低失業率並刺激其經濟增長，因此德國更傾向於保護歐元體系。

此次歐洲峰會的提議包括對成員國結構性財政赤字設定上限、對歐洲金融穩定基金(EFSF)進行槓桿化、加快推出歐洲穩定機制(ESM)以及向IMF提供更多資源。但是歐央行卻仍然拒絕承諾無限量的債券購入，而峰會協議的細節問題還需在未來幾個月召開的一系列會議中敲定。市場擔心所有承諾是否會像以前一樣化為空談，畢竟過去一年中歐洲領導人已多次令投資者失望。

歐洲股市整體上受到上述消息提振，雖然全周來看仍然下跌，但上周五上漲約2%，大致收復上週四失地。但是，債券收益率並沒有大幅下降，意大利和西班牙主權債務收益率在上述消息公佈後下降不到10個基點，CDS維持高位。換言之，股市對歐盟峰會結果表示歡迎，但債市無動於衷。從以往經驗來看債市反應通常被證明是正確的。

「聰明錢」尚未入市

貨幣政策暫時難以超出預期；「聰明錢」尚未入市做好；關注中央經濟工作會議。中國11月份CPI同比漲幅較10月份5.5%大幅回落1.3個百分點至4.2%，創出2009年2月份以來最大月度降幅。多數人將此歸因於翹尾效應和食

值得學習的一課

中銀國際金融產品部執行董事

雷裕武

上周我有機會探訪一間銀行分行，與一群證券客戶分享投資心得，能夠面對面與散戶投資者近距離接觸，實在難得，讓我更能深切的了解他們的投資取態。在過往一段時間，港股大幅波動，他們大多承受頗大的虧損，(由於部分現仍持貨，或許也只是帳面損失而已)在怨氣背後，當中也有不少值得學習的功課，讓我們多加留意。

投資目標不正確 — 還記得當日開始分享前，大多數參加者均表示目前仍有持貨，部分更戲言持貨全屬「垃圾股」，後來得知那些並非藍籌龍頭股，加上近日市況逆轉，現價較購入價已有頗大差距，要重返家鄉的路途遙遠。當然，曾幾何時，情況並非如此惡劣，這些股分也曾是好公司，或有好的投資概念，只是市況不停轉變，投資者未能即時調整部署，以致無奈地長線持有。

其實，投資者在入市前必須認清自己的投資取態，到底短線買賣還是中長線持有？要知道，兩者的考慮因素並不完全一樣。倘若自知紀律性不高，或許應首選業績穩健的藍籌國企龍頭股，由於基本因素較佳，股價表現也相對平穩。

投資態度不正確 — 要知道錯誤的投資態度或會令人陷入險境，甚至被迫成為長線投資者。其中最多散戶犯上的毛病，就是未能果斷地執行止蝕，把原先打算短線買賣的投資，不自覺地轉為長線持有，結果在市況逆轉下仍繼續

品價格迅速下降。但我們認為CPI降幅超出預期似乎表明實體經濟中的國內需求正在快速放緩。與此同時，11月份PPI較10月份5%環比下降2.3個百分點至2.7%，為2008年12月份以來最大月度降幅。如果上述趨勢持續下去，PPI可能於2012年1季度陷入通縮。

從歷史上來看，在經濟增速放緩的同時，股市往往表現不佳。隨著經濟增速趨緩而且通脹壓力減輕，許多人猜測中國可能正在醞釀新的貨幣寬鬆政策。我們認為，這一猜測忽略了一點：如果貨幣政策未能超出預期，那麼只能在一定程度上減緩經濟增速回落，卻無法改變經濟增長放緩的趨勢。在這種情況下，股市反彈料難持久，可能類似於2008年3季度中國央行開始放寬貨幣政策時股市的冷淡反應。當時股市直到四萬億刺激方案推出後才開始明顯走高。

在最新召開的中央政治局會議中，胡錦濤主席為即將舉行的中央經濟工作會議定下基調。2012年經濟工作重心將是穩增長、穩物價，採取積極的財政政策和穩健的貨幣政策。會議暗示除非全球經濟明顯惡化，否則政策放鬆將逐步進行，這或許會使此前預計大幅放鬆的投資者頗感失望，難怪「聰明錢」未入市買入。

人民幣貶值加劇資本撤離風險；國際資本尚未入市做好。

人民幣匯率在過去8個交易日連續跌停，暗示資本開始撤離。有關資本撤離的其它跡象正在悄然顯現。最近幾周以來，中國外匯佔款4年來首次下降。雖然新興市場目前已步入貨幣寬鬆階段，但部分亞洲新興經濟體借貸成本卻正在上升。對各國資本賬戶詳細觀察後發現印度、泰國、馬來西亞和俄羅斯資本流動已開始轉為淨流出。

(本報有刪節)

持貨，帳面損失越來越大，要止蝕離場的「成本」也越來越高。

會上部分投資者分享近期投資牛熊證的慘痛經歷，不少因市況突然逆轉而全軍覆沒。要知道牛熊證的槓桿一般較恒指窩輪高，動輒達10-20倍，加上提早收回機制，實屬「高風險、高回報」的投資產品。特別是近期市況飄忽，要成功捕捉市場走勢存在一定難度。這些槓桿產品對投資者的紀律性要求更高，一些自問紀律性不高，或不貼市的投資者實在不宜參與，同時，在選擇條款上，也應以防守性為主，收回價必需與現價有頗大差距，以減低收回風險。

投資認識不正確 — 不少散戶投資者對投資買賣的產品未有全面透徹的認識，部分只著眼於投資的短期值博率，而忽略風險。當日有散戶提問，他目前持有思捷環球(0330)的認購權證，還有100多日才到期，不明白為何產品已沒有任何成交，發行人也不再提供買賣價。後來詳細觀察條款，發現原來該權證的行使價為60元，試想以正股現價10元來看，要在未來數月大升數倍至貼近行使價，機會相對渺茫；目前也沒有任何價值。其實即使持有正股，也要承擔頗大的虧損，何況一些備有槓桿效應的認股證？因此，投資者並不能單從個別條款，如到期日長短來決定權證的價值，必須對產品特性和風險有較詳細的掌握。

說到底，多認識不同的投資工具，能在適當時候有效地增加投資彈性，若能配合對市況走勢的看法，效果或會更佳。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

加強規管一手住宅銷售法例的意見

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

於11月29日特區發表諮詢文件，正式啟動二個月的公眾諮詢期，對一手住宅物業銷售的建議法例徵詢公眾和相關利益者的意見。針對聽取市民的意見，運輸及房屋局特別舉辦二場公開論壇，定於12月16日和明年1月4日展開。是次諮詢期會在明年1月28日結束，政府會在同月的立法會房屋事務委員會會議上就條例草案進行討論，並在2、3月間發表公眾諮詢報告，刊登藍紙條例草案及向立法會提交草案，預期在2012年內完成立法程序並可在2013年開始生效。

《一手住宅物業銷售條例草案》源自2010年的《施政報告》，特區政府以超過兩年時間有序地進行業界諮詢討論，再完成報告向公眾收集意見，並根據各方收集的意見落實成草案，向立法會提交進行立法，這反映出政府高度重視一手住宅銷售規管問題，做出有效調控住宅市場的決心。公眾和傳媒不應詬病政府選擇現時低迷的物業市場時行動，因規管住宅市場銷售是長遠的政策！筆者帶領讀者看清楚這項建議法例內容和分析可能對市場後續的影響。

是次草案涵蓋非常全面，包括所有一手住宅物業，不論建成或未建成，也含舊租契條款發展項目、「同意方案」項目及不屬於「同意方案」的項目；法例中的唯一「灰色地帶」是出售前已租出一手住宅和個人出售的獨立屋。督導委員會建議如果發展項目整體或個別期數有不少於95%單位已租出一段合理時期的時間如36個月，可獲豁免規管。

另外委員會也提出考慮豁免只出售一座一手獨立屋的私人買家，但具體條例會小心草擬以防止被濫用。面對住宅市場不振時，開發商寧可先出租3年，完結租期後才將物業進行翻新，待市場回穩後出售，這個做法可算合理。但對於舊租契條款和「非同意方案」的項目，則會影響深遠。以上項目大都位於市區和新市鎮舊地區和個別業主持有，這些地皮進行整體重建時遇到較大困難，如統一分散業權，通過各大政府部門審批和規模不大令投資回報率不吸引，是次加

強規管其一手住宅銷售會長期影響其市場價錢和投資意慾，增加市區中小型地盤重建難度。

建議法例另一個重點是為售樓說明書和價單訂下全面、詳細和明確規定，尤以所有單位只能以「實用面積」訂價。發展商必須於物業開售前最少7天公布售樓說明書和開售前最少三天公布價單。賣方須設立單一成交冊，臨時買賣合約和正式買賣合約必須分別在簽訂後24小時和一個工作天內載入，這與現時規定載入時限大為縮短，增加市場透明度令準買家及時了解銷售情形。

以「實用面積」標價可以杜絕不同樓盤的實用率產生的混淆情況，但延伸問題是一手樓價(以實用計)跟二手樓價(多以建築計)不太相稱的。鄰近特區的濠江正奉行一手住宅以70%實用率去計算建築面積的方程式，但未有考慮到屋邨和單幢樓可提供公共設施面積的分野，有欠科學化。香港的一般物業市場其實已經很成熟，而買賣雙方一般是清楚明白市場的運作的，筆者建議二手住宅市場自我調整，買賣家逐漸轉向同樣以「實用面積」交易方法實施是明顯有利舊樓的交易，因為她們享有較高實用率，尤以那些康樂設施完備的老牌屋苑。

草案明確禁止作出失實陳述和發放虛假或具誤導的資料；違例者最高罰款500萬和監禁7年。法例將樓盤宣傳失實陳述的責任推向發展商，這點也是她們最大反彈的地方！從一手樓買賣雙方實力考量，發展商畢竟是佔優的，而且她較清楚物業週邊環境、建造用料等等，肩負起提供確實的實樓資料是應該的，但其應披露程度和可依賴資料來源則有待商榷。舉一個極端例子，發展商在售樓資料中已根據政府和背後專業團隊給予資料，但後來發現政府資料出了錯誤，小業主應控告開發商還是政府呢？還是兩者也不必負責任？筆者希望政府和開發商可定下一個雙方接受的平衡點！

總括來說，草案是政府朝向一手樓規管銷售的重要一步，希望於諮詢期內行業和公眾多提意見將法例合理和完善化吧！

歐債危機是各種矛盾綜合結果

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
黃少明

自2009年10月希臘曝光財赤從GDP的3.7%突升至12.5%起，歐債危機已反覆擾攘二年有餘。與美國相比，歐債危機的產生卻沒那麼直觀。除金融危機催化和加劇債務危機負擔外，歐債危機的根源更多在於歐元區自身貨幣環境、經濟政策，以及經濟結構等層面所累積的問題。

貨幣環境方面，在歐洲走向貨幣聯盟過程中，歐元區各國尤其是非核心國利率大幅下調。例如90年代中，西班牙和葡萄牙10年期債券的利率高逾10%，而在1999年，這些利率已下降一半至5%。如此貨幣環境的變化主要基於投資市場的三個預期。一是歐洲央行(ECB)將長期致力於壓抑通脹；二是歐盟的穩定條約要求實行穩健的財政政策；三是歐元區成員國不允許發生違約事件，歐元生起，就沒有設立退出機制。

利率下跌為公營及私營部門提供了低廉的借貸成本，消費需求尤其是進口產品需求大增。歐元區非核心國家的經常帳目因此逐漸惡化。至08年，可以清楚看到這些國家累積的貿易逆差已難以持續，而經濟調整已不可避免。同時，房地產泡沫也迅速形成，以愛爾蘭和西班牙為例，住宅房價在1998-2008的10年間上漲了三倍，泡沫甚至比2007年的美國有過之而無不及。

低利率及強勁增長誘使許多國家放鬆了財政紀律。在貨幣聯盟的最初幾年，由於利率下降，主權債務利息亦隨之下降，公共赤字因而大幅減少。但自2000年以來，在扣除利息支出前及經周期波動調節後，許多國家的財政狀況逐步惡化。2002年之後，甚至連核心德國及法國都已不再能堅守穩定歐元的財政紀律了。

表面上的強勁增長不僅掩蓋了非核心國的結構性弱點，也阻礙其實行改革。當德國逐漸擺脫統一後的包袱及經濟低迷後，歐元區成員國間的差距拉近。根據數據，非核心國的單位勞動成本顯著上升，而德國卻幾乎不變，這自然反映在各自的經濟增長上，在過去的5年裡，非核心國的經濟增長遠低於德國等北歐國家。

經濟政策方面，自80年代以來，歐美發達國家奉行自由主義經濟學派，該思潮主張政府應該盡量少干預市場。而另一方面，歐洲各國又長期推行高福利政策。人口老化與社會保障覆蓋面的擴大和保障水平的不斷提高，使得發達國家的財政不堪重負。由於政治原因，這些國家不得不長期奉行高福利的社會經濟政策，執政者出於選舉需要，不敢對現行體制進行改革財政上入不敷出，多年來靠舉債度日。

另外，金融危機的爆發使得歐元區國家的財政支出急速增加，是導致歐債危機的直接原因。金融危機使得歐元區財政狀況進一步惡化，一方面經濟衰退減少稅收所得，另一方面失業上升增加社會支出，而救助銀行及經濟刺激計劃則進一步加重財政預算的壓力；債務負擔不斷攀升。

金融海嘯導致投資者不再視歐元區為一個整體，開始區別對待不同國家。2009年初，希臘和愛爾蘭政府債務的風險溢價比德國高300基點。但此時，市場還並未喪失對歐元區非核心國的信心。2009年10月，希臘新政府宣佈希臘當年赤字並非GDP的3.7%，而是12.5%，立刻引發金融市場的不信任。投資者開始懷疑國債超過120%GDP的希臘的償還能力，希臘債務投資者則要求越來越高的風險溢價。歐債危機由此正式拉開序幕。

(摘自中銀財經述評《歐美債務危機的異同和發展趨勢》三之二)