

歐債惡化未變 大舉入市非其時

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

歐盟峰會過後，市場的情緒未見有太大的改善，關於歐元區之壞消息亦持續流出，拖累本周歐美股市及商品市場均反覆向下，資金流出風險資產。



關於歐元區之壞消息持續流出，拖累本周歐美股市及商品市場均反覆向下。圖為紐約證交所交易員關注市況。
美聯社

事實上，歐盟峰會所達成的結果對短期歐債危機的幫助不大，似乎已是市場普遍的共識，因此，即使峰會達成協議，對市場的刺激作用亦不大，再加上近日評級機構的行動，彷彿對歐元區投下不信任的一票，進而催化了近日股市及商品市場的下跌。

於峰會後，評級機構惠譽和穆迪於周一（12月12日）批評歐盟峰會未能推出決定性的措施，以應對不斷升級的主權債務危機，穆迪更表示將會於明年第一季重新評估歐盟成員國之評級，所有歐盟國家的主權信用評級均有可能被下調。

穆迪於周二（12月13日）更採取行動，將8間西班牙銀行納入負面觀察名單。另外，市場更傳出德國第二大銀行德意志銀行近日正尋求德國政府的援助，以及有不少歐洲銀行打算出售盈利增長最快的業務，以提高資本水平，歐債危機對歐洲銀行業的影響正逐步浮現。

周三（12月14日）市場更傳出歐洲第二大經濟體法國AAA評級可能會被調低，加深市場對歐債的憂慮。此外，德國央行行長明確表示，反對歐洲央行推行量化寬鬆，令投資者感到失望；加上意大利的國債拍賣結果未如理想，拍賣的30億歐元5年期國債，平均孳息率達6.47厘，創歐元面世以來最高水平，再次反映

出歐盟峰會未能挽回市場對歐元區的信心。

資金繼續流出風險資產，歐元兌美元於同日失守1.3美元的關口，商品市場更出現暴跌的情況，紐約期油急挫逾半成，主要貴金屬跌幅達4%至7.5%不等。面對歐債危機未見好轉，其對經濟的影響亦正不斷浮現，反映各國經濟狀況的經合組織成員國領先指標亦有向下的趨勢，經合組織成員國10月份領先指標為100.1，低於9月份的100.4，創2009年11月份以來最低水平，當中，歐元區領先指標更由99.2跌至98.5，進一步遠離長期平均值100，顯示歐元區經濟成長正在出現放緩。

眼見歐債危機已對經濟構成影響，而危機亦不能於短時間內解決，相信明年經濟情況絕不樂觀，國際貨幣基金組織亦不斷下調各個地區明年的經濟預測，至於大部分私人機構亦普遍對明年全球經濟作出更悲觀的預測。

在經濟增長放緩的情況下，政府收入減少，但政府舉債成本上升，歐元區各國的債務負擔只會增無減，短期內歐債危機又未見有效的解決方案，歐債危機持續惡化的基調未變，前景仍未明朗，即使商品及股市已跌至吸引水平，但目前仍未到入市的時機。

通脹回落 調控仍未能鬆懈

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國統局公佈，內地上月CPI的同比增長降至4.2%，低於市場預期，數字亦是年內低位，而被視為CPI先行指標的生產者物價指數（PPI），上月的增速亦降至2.7%。

大力放寬銀根存有疑問

內地CPI拐點已初步確認，預期將繼續呈下行趨勢，CPI放緩亦繼續為宏調放寬及貨幣政策轉向提供誘因，而控制通脹在宏調中的地位，亦漸漸地被淡化。然而，通脹只是初受控制，仍有待進一步回落，當局會否在現階段置通脹於宏調規劃外，而大力放寬銀根，筆者對此存有疑問。

內房價調控成效有待展現，內地貨幣政策上亦因此未能大幅轉向，或如金融海嘯時推出四萬億的大規模刺激經濟方案，以固定資產投資引領經濟，在防範資產泡沫及通脹再燃的前提下，當局現時只可在透過下調存準金率，以及深化財政政策（如加強企業補貼及作出稅務寬減）等方面上作出深化，繼續作出「微調」，流動性短期急增的機會不大。

事實上，內地食品價格漲幅持續高企，11月單月的同比增幅為8.8%，首11月累計增速更達12.1%，而年內累計CPI的增幅仍達5.5%，處於相

對較高水平，糧食供應增加，有望紓緩食品價格升幅，並拉動整體CPI再為放緩。

不過，內地經濟放緩危機加深，出口受歐美經濟拖累，或影響企業（尤以中小企及以外貿為主的企業）盈利，繼而牽動內需及經濟增長下滑，迫使當局加快「微調」節奏，早前央行就下調存款準備金率，以增加內銀的放款空間，冀增加市場流動性，幫助企業緩解營運及周轉的困境。

經濟穩定增長成首要任務

是次存準金率的上調，所釋放的流動性不算多，只有約4,000億人民幣（下同），但預期央行將繼續降低存準金率，作為「保增長」以及切合「微調」政策的行動。雖然內銀在信貸質素的考慮下，未必會盡用所增加的放款空間，但市場流動性或因增加，為通脹構成潛在壓力。

更值得留意的是，美國經濟疲弱，歐債危機亦未了，兩地再開動印鈔機的機會未能排除，倘量化寬鬆措施再度出籠，勢必再掀起一眾商品及農產品的升勢，加重內地進口性通脹之餘，亦會帶動國內糧食價格，通脹調控仍未能掉以輕心。

內地通脹雖已進入下行通道，但在外圍推量寬政策的陰霾下，仍會為當局所注視，但在宏觀經濟政策上的重要性，則料有所下降。

美國債務 全球負擔

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
黃少明

就美國債務問題而言，無論是債務上限問題的爭執，還是主權信用評級下調，都是美國建國以來史無前例的事件。從絕對和相對數來看，美國政府債務接近15萬億美元，超過歐元區債務總和，為全球第一；美國國債GDP佔比也遠高於歐元區的平均數。面對沉重的債務負擔，以及嚴重超出警戒水平的財政赤字，美國政府卻苦無對策。

金融危機以來，美國當局也曾嘗試削減開支及增加稅收，以抑制赤字規模，但效果始終不彰。上月下旬「超級委員會」減赤商議再次失敗，更令美國經濟蒙上一層陰影。評級機構惠譽因此於11月28日將美國主權評級前景展望下調至「負面」。

經濟復甦乏力惹憂慮

長期而言，美國最大問題是債務負擔沉重，但市場更擔心的卻是美國經濟復甦乏力。只要美元作為全球貨幣的地位不變，美國債務負擔就只是數字問題。美國有許多方法削減其國際債務，只不過屆時遭殃的是世界其它國家，這真是應了那句：我的貨幣，你的問題。推而廣之，美國的債務，全球的負擔。

為對抗金融海嘯，美國大量發行國債，貨幣嚴重超發，理論上美元處於長期貶值狀況，但美元世界貨幣的角色並無受損，在金融動盪，尤其是歐債久拖不癒下，美元仍是最佳避險選擇之一。從此意義上說，歐債危機比美債危機嚴重得多，對國際市場和世界經濟的負面影響也大得多。

自希臘債務揭開歐債危機序幕後，歐元主要國家領導人並未能展示果斷解決歐債問題的政治意願和決心，缺乏團結一致，同舟共濟的精神，反而各自為政，各打算盤，不斷討價還價，將本國利益和民情作為首要考慮因素。不僅反應緩慢，在問題出現後才萬般無奈採取行動，而且零敲碎打，採取頭痛醫頭，腳痛醫腳的策略，沒有系統完整的應付思路和措施，致使每項政策的力度都低於市場預期的弱。解決問題的時機一再錯失，市場逐步失去信心，危機在成員國之間相應傳遞和

感染，發展到難以收拾的地步。

歐債危機前途仍未卜

鑒於歐債危機升級及銀行信貸緊縮，為避免全球資金鏈斷裂，穩定金融市場，美聯儲11月30日宣佈，與其它五央行聯手，向市場提供流動性，以支持全球金融體系。這一措施曾在金融海嘯時使用過。2008年9月美聯儲首次宣佈聯手主要央行提供美元流動性交換協議，以解決當時許多銀行美元短缺問題。這一行動的確降低了美元融資成本，有助緩解美元短缺問題。但美元短缺並不是歐債的核心問題，歐債危機在於主權財政及償債能力。提高流動性，治標但不治本。

至此，歐債危機仍然無解。歐債危機暴露出歐元區的一個根本缺陷，就是沒有統一貨幣而無統一財政。統一的貨幣導致各國不能針對自身情況而實行相應的政策，連本幣貶值的自由也欠奉。於是各國只能通過財政方法應對各種經濟困難，這就難免使某些國家的財政赤字和國債水平突破歐盟穩定條約的規限，而且歐元區對違規的國家也無法

採取任何強制性限制手段。目前歐債危機可能招致的損失已超過3萬億歐元（逾4萬億美元），其中僅意大利一國的債務就高達1.9萬億歐元，而正在惡化的法國債務還未包括在內。

面對逾3萬億歐元的債務危機，沒有任何國家有能力單獨解決。目前的希望，一是歐洲央行貨幣化上述債務，步美聯儲、英倫銀行以及日本央行後塵，以央行印鈔購買歐債五國債務，充當最後貸款人角色；二是歐盟或歐元區聯合發債。但二個方案都有問題，央行出手買債會加劇歐洲通脹壓力，聯合發債則會出現道德風險，而且涉及歐洲央行條約的重大修訂，以及損害歐盟和歐元長期建立的信譽。對此德國全力反對，不希望歐元區財政紀律被打破，影響未來歐元的性質，相反德國提出盡快修改條約，實行更嚴格的財政紀律。這二種方案都涉及政治層面，需要歐元區走向財政聯盟，以及其它政體方面的協作，這顯然比單純的貨幣和債務問題更加複雜，需付出更大的努力，更艱苦的談判……

（摘自中銀財經述評《歐債危機的異同和發展趨勢》之三，本報有刪節）

穩健政策是否足夠穩增長？

瑞德證券大中華首席經濟師
沈建光

時至歲末，回顧2011全年，不難發現，與年初相比，當前無論海外經濟，抑或是國內經濟形勢均出現了諸多新情況，政策重點正在逐步轉移。首先，歐美經濟由年初的復甦態勢轉向停滯，歐洲甚至出現衰退的可能。其次，通脹壓力得到明顯控制，保增長成為壓倒一切的任務。

再者，抗通脹、調房價的政策效果已經明顯顯現，政策放鬆大幕正式開啟。在過去一年裡，我們較好的把握了今年中國經濟運行最大的風險高通脹、以及通脹拐點出現的時點；敏銳的感受到了貨幣政策變化的步伐和節奏；及時跟蹤海外經濟形勢，年初即指出了歐債危機的嚴重性，並判斷其對中國出口的影響，以及人民幣國際化的推進及對中國經濟影響。

海外經濟復甦難有大起色

展望2012年，我們預計，海外經濟復甦仍難有大起色。美國方面，由於增長缺乏動力，政策方面已無彈藥可打，同時明年正值大選之年，大選結束之前，很難看到兩黨為刺激美國經濟增長相互妥協，唯一可做的只是量化放鬆。歐洲方面，政治基本面的轉好，歐央行加大出手力度，或為重要轉折點。但長期以來，過度強調歐元的穩定性、財政紀律、結構改革及支持歐洲銀行等，使得歐元區經濟增長下滑的趨勢不可避免，財政紀律以及改革亦任重而道遠。

從內地來看，長期的緊縮政策對實體經濟的影響已經出現。預計明年，全球包括中國在內，或將面臨政策放鬆與經濟增長下滑的角逐。未來兩三個月度，中國經濟增速仍會保持下行，伴隨着政策放鬆，明年下半年經濟增速將有所回升，經濟增長長低後高，全年增速或將達到8.6%。在積極的

政策作用下，中國經濟有望在下半年實現軟着陸。而伴隨着海外經濟有所好轉，特別是歐洲債務危機轉好，國內積極政策效果持續顯現，新一屆政府上台，2013年經濟增長比2012年將有所恢復，全年經濟增速或將達到9%。

對於通脹的判斷，我們認為儘管明年通脹將比今年有所回落，但仍將處於較高水平，這一判斷有別於市場普遍樂觀的情緒，主要有三點原因。一是歐美量化放鬆，全球流動性將更為寬鬆；二是劉易斯拐點出現以後，勞動力成本上漲已具有趨勢性特徵。三是內地貨幣政策也會進一步鬆動，經濟軟着陸；預計明年通脹平均水平或為4.1%。後年通脹為4%。

12月9日，在中共中央政治局會議上，胡錦濤總書記提出「穩增長、調結構、保民生、促穩定」十二字方針。14日結束的中央經濟工作會議為明年定調「穩中求進」的總基調，仍將實施積極的財政政策和穩健貨幣政策，符合我們早前預期。但從具體實施來看，今年貨幣政策實質過緊，預計明年貨幣政策從操作上將回歸中性。預計明年M2目標或為14%-15%之間，新增貸款超過8萬億。明年上半年，下調準備金率仍將繼續，頻率可能是一月一次。財政政策方面，預計伴隨着結構性減稅與轉移支付的加大，以及增加保障房投入，明年的財政政策從操作上將更加積極。

內地最大風險來自房地產

以上是我們對於明年經濟形勢的基本判斷，但中國經濟能否實現軟着陸面臨兩大風險，即最大風險來自於房地產，其次是海外風險。房地產方面，如何防範房地產泡沫但又防止硬着陸，如何應對房地產調控對地方政府的衝擊、如何防止房地產投資過快下滑顯然關係重大。而海外經濟衰退的程度、債務危機如何演進、對於中國出口的影響與傳導機制等方面，同樣需要保持高度警惕。

亞洲銀行業難填補歐資撤離缺口

路透專欄撰稿人
Wayne Arnold

熱點透視

歐洲銀行業者從亞洲市場撤離，或造成3,900億美元的資金缺口，從而推高借款成本並壓制經濟增長。亞洲企業早已習慣於美元資金成本低廉且供應充足的環境。儘管該地區的銀行擁有大量本幣存款，但美元需求大需透過借貸支應。因此，一旦西方銀行業者撤出，亞洲的銀行或發覺，它們所留下的資金缺口將難以填補。

尚不清楚有多少家西方銀行正在撤離亞洲地區。截至6月30日，它們對日本以外亞洲的信貸仍在增長，並達到1.45萬億（兆）美元的紀錄水平。但早在1995年中到亞洲金融危機開始爆發的1997年中，困境中的日本銀行業將其對東南亞的信貸規模削減了四分之一。目前仍未恢復。若歐洲的銀行也撤出同等比例資金的話，相當於約3,900億美元的信貸。

國際清算銀行（BIS）數據顯示，歐洲銀行業只佔新興亞洲市場對銀行業以外貸款的2.3%。但其卻是亞洲銀行業者的大額貸款方，花旗集團的數據顯示，以西班牙BBVA、法國巴黎銀行、法國農業信貸銀行和法國興業銀行為首的歐洲銀行業佔據亞洲聯合貸款的32%，佔聯合貿易融資的40%。由此推算，歐洲銀行業佔到對日本以外亞洲海外貸款的61%，其中大多數為期限在一至兩年的短期貸款。

乏美元存款 易受匯率波動衝擊

其中的原因是，至少有三分之二的全球買

易和投資仍以美元進行。歐洲的銀行從美國籌得廉價的美元。而除了匯豐控股和渣打銀行外，亞洲銀行業者大多無法這樣做。一旦他們缺乏美元存款，就只能向西方銀行借。因此，雖然其整體貸存比率可能表明，它們可以彌補其中不足，但美元貸款數倍於美元存款，使其易受到匯率浮動的衝擊。

西方信貸資金的撤退將使美元融資成本上升，而美元以外的融資成本也會相應提高。6月以來，亞洲平均借款成本已上升了50%。除非歐洲重回正軌，或是亞洲找到美元供給的替代來源，否則融資成本上升或將與出口放緩一同壓制亞洲地區的增長。



圖為渣打銀行韓國分行。

彭博社