



永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

歐央行貸款措施 助短期歐國債券

為緩解歐洲金融機構因歐債危機所引發的信貸緊張情況，歐洲央行於本月初宣布了向歐元區金融機構提供長達三年的無限額貸款措施，即長期再融資操作（LTRO），歐洲的金融機構對此措施反應熱烈，於周三（12月21日）歐洲央行公布的數據顯示，是次發放的貸款規模打破了歐洲央行過去的紀錄。

歐洲央行公布，首次通過3年期融資操作，向523間銀行發放4,891.9億歐元貸款，規模超出市場預期的3,100億歐元，亦高於2009年時，歐洲央行發放的4,420億歐元長期再融資操作貸款的規模，顯示歐洲金融機構對此反應熱烈。另外，歐洲央行當日亦向72間銀行提供3個月再融資貸款，金額約297.4億歐元。

而是次歐洲央行提供的三年期貸款息率低至1厘，借貸成本極低，即使金融機構的資金壓力不是太大，借貸後拿資金去投資息率高於1厘的債券，以賺取息差，對金融機構而言亦未嘗不可。事實上，於2009年歐洲央行發放的4,420億歐元長期再融資操作貸款中，大約一半的借貸均被銀行用來購買政府債券，以賺取息差。

不過，以目前歐元區的銀行擁有大量區內政府債券，為免承受之風險過大，銀行於取得貸款後，亦未必會用以購買歐元區成員國之國債。然而，相對於較長年期的債券，短債所需要承受之信貸以及通脹風險較低，而目前多數歐元區成員國的短期國債孳息率均高於1厘，在風險相對低的情

況下，提供了足夠的誘因予部分歐元區銀行向歐洲央行借貸，以購買歐元區國家的短期債券。

而從近期的歐元區債券表現亦似乎證明了這一點；西班牙周二（12月20日）拍賣的56.4億歐元短期票據，平均孳息率較前一次拍賣大幅下跌，其中，3月期國債，平均孳息率1.735%，遠低於前次拍賣的5.11%。又售出19.2億歐元的6月期國債，孳息率2.435%，亦低於前次拍賣的5.227%。

至於其他國家亦有類似的情況，比較本月初以及近日部分歐元區成員國的孳息曲線，當中，意大利及葡萄牙較短年期國債的孳息率跌幅明顯較長年期（如10年以上的國債孳息率的跌幅）為大。可見，歐洲央行的措施，除了能解決歐元區銀根緊絀的問題，似乎亦對歐元區國家的短期債券市場有正面的作用。

雖然如此，但投資者仍然要對歐債問題保持戒心，因為從債務到期的分佈來看，明年2至4月將會是歐洲債務到期的高峰期，僅意大利便有達1,500



■歐洲央行以低息向523間銀行發放4,891.9億歐元貸款，金融機構反應熱烈。圖為法國中央銀行。

彭博社

億歐元的債務屆時將會到期。而根據彭博資料，明年歐元區政府需償還的長期和短期債務超過1.1萬億歐元，僅上半年德意法三國的到期債務額就將達5,190億歐元。此外，歐洲銀行業明年上半年亦有達6,650億歐元債務到期，屆時各國政府及銀行能否有足夠資金應付，還存在很大的變數。

放水憧憬落空 A股短線走弱

康宏證券及資產管理董事

黃敏碩

中央經濟工作會議閉幕，會上指出明年將以「穩中求進」作為經濟政策的主體基調，而積極財政政策及穩健貨幣政策亦將為延續，並會加強調控的針對性、靈活性及前瞻性，當局將繼續採取「微調」，惟就未有明顯提到大力放寬銀根，令市場的政策憧憬落空，加上經濟放緩的憂慮，或令A股在短期內繼續受壓。

內地通脹表現拐點，央行早前雖然下調存款準備金率，但所釋放的流動性只約為4,000億元人民幣（下同），對於紓緩市場整體流動性的幫助不大，即使當局或加強「微調」力度，進一步下調存準金率，惟在穩健貨幣政策的前提下，未宜對下調的幅度及頻率作出過份的憧憬，而在現階段減息的機會更是少之又少。

另要留意的是，下調存準金率只是增加內銀的放款空間，銀行會否因而增加貸款額度，仍要顧及借貸質素及經濟環境而定，影響了措施對流動性的支持。再者，不少銀行的存貸比率，距離75%的監管上限已不遠，縱然存準金率下降，也未能為內銀縮造借貸空間。此外，內地製造業步入收縮期，加深經濟放緩危機，亦引發資金撤離內地資本市場，或減慢外資流入

的速度，削弱人民幣升值動力。

另一方面，內房價格持續受控，國統局公布的70大中城市住宅銷售價格顯示，在上月70大中城市的新建商品住宅中，有49個城市錄得按月跌幅，數目較10月增加15個，惟內房調控成效仍有待體現，預期當局調控方向不會出現改變，以免再燃起資產泡沫。一眾不利因素下，A股短期走勢未宜樂觀。

然而，相對於環球，內地的經濟基調仍較佳，而國家財政狀況良好，亦有利於推出各種積極財政政策，如給予企業稅務上的優惠，或是加快推進產業升級及結構調整等，明年經濟「保八」的難度不大，A股續有不俗的投資價值，值得候低作中長線投放。

服裝零售及環保股可留意

投資策略方面，擴內需料成明年政策重點，而國民的負債水平低，也意味消費有相當的提振空間。清華大學中國金融研究中心及花旗中國的報告顯示，在受訪的家庭中，其平均資產負債比率只為6.39%。服裝零售相關股份有望受惠。

此外，國家提倡結構調整，料加快新興及環保等產業的發展，「十二五」國內全社會環保投資需求，約為3.4萬億，環保相關業務，如污水及廢物處理，以至是金屬再生等範疇，亦是伺機吸納的對象。

東南亞或為明年最佳投資避風港

路透專欄撰稿人

Wayne Arnold

熱點透視

雖然經濟成長率將隨全球經濟放緩，但亞洲新興經濟體的表現仍可望超越鄰近的發達國家。股票市場可能降溫，但在降息以因應成長減緩的情況下，政府債券可望受惠。最大的風險在於歐洲及其它外資撤退，進而壓低匯價，推高債券收益率。但這些風險看來處於均衡狀態。馬來西亞、菲律賓及泰國更成為該區域最安全的避風港。

野村：經濟成長率可達6.6%

據野村指出，亞洲發展中經濟體即便增長放緩，2012年經濟成長率仍可達6.6%。最仰賴外銷的經濟體（尤其是電子業外銷），將遭受最大的打擊，比如新加坡、台灣及馬來西亞。但是這些國家或地區，以及其他亞洲發展中經濟體的政府財政狀況，恐怕歐洲只有羨慕的份——就算是馬來西亞及菲律賓的債務與國內生產總值（GDP）之比，都比德國或法國來得更

低。這意謂著他們擁有支出及降息的餘裕，而這可望吸引更多當地投資者進駐其債券。

外資今年上半年憑藉着低廉的美元資金進場承接，推高亞洲債券價格，後因美國收緊貨幣政策及歐洲問題升溫而出脫。亞洲新興經濟體特別有可能受到外國資本撤退的影響，因其仍然依賴外部信貸，尤其是短期營運資本及貿易融資。東南亞約有五分之三的海外借款是來自歐洲銀行業。因此，亞洲債券最大的風險就是，歐元區銀行業者撤回這類資金。

然而，各國曝險程度並不可同一而論。馬來西亞及泰國坐擁龐大的經常賸盈餘及外匯儲備，可作為本幣的緩衝之用。泰國及菲律賓的短期外債曝險水位相對較低。菲律賓債券投資者2011年取得12%的報酬率，但其債券收益率仍高於多數區域鄰國——10年債收益率約達5.7%。馬來西亞及泰國債券收益率雖然較低，但其極度仰賴出口，意謂其利率可能下滑，進而推高債券價格。總而言之，倘若2012年情勢變得艱難，聰明的投資人將會進軍東南亞。

人民幣資產還安全嗎？

國泰君安固定收益部研究主管
周文淵

人民幣貶值的趨勢在短期內已形成，至少到明年二季度之前，人民幣對美元仍將維持震盪下跌的走勢。

貶值預期將衝擊投資者對人民幣資產的信心，並引發撤售潮。根據統計，香港目前的人民幣存款為6,200億元（2011年10月份），這一塊資產可能面臨回流內地和幣種轉換的問題；另外，外資持有的中國公司股票，以金融股為主，也面臨拋售壓力，這塊資產的傳導鏈條由香港市場至內地市場，會造成影響。還有短期外債的問題，截至2011年6月末，我國短期外債餘額為4,621.11億美元，佔外債餘額的71.92%，這一塊債務短期面臨兌付問題；而且隨着美元走強，內地企業的負債成本將上升。

但情況也並非十分糟糕，中國目前有3萬億美元的外匯儲備做擔保，同時中國仍然是貿易順差國，也就是說美元現金流仍然是正的，人民幣只存在溫和的貶值預期，不太可能出現對美元大幅貶值，從資產價格重估的角度，人民幣資產的風險並不小。

貶值預期將致資金外流

人民幣貶值預期也會造成外部資金流向的變化和內部資產的轉移。資金流向，10月份外匯佔款與貿易順差、FDI的差額為-1,800億元，這意味着資金要麼流出中國，要麼在內地以外幣資產形式存在。資產轉移方面，理性的投資者將傾向於持有外幣，減少人民幣存款。我們可以觀察到10月份銀行代客結售匯順差從9月份的260億美元暴跌至32億美元，當月的貿易順差和FDI為232億美元，這意味着200億美元的資金以外幣形式存

在銀行體系，或者流出國外。內地金融機構的外幣存款在10月份和11月份分別增加70億美元和41億美元，新增規模是歷年同期月份中最高的。

同時，報道稱12月上旬四大行人民幣存款減少4,000億元。內地居民也會減少美元負債。統計顯示，目前短期外債餘額為4,621.11億美元，其中大部分是內地企業通過「內保外貸」等套利行為獲得的短期美元貸款，如美元出現升值預期，將導致套利行為消失，內地企業主動減少美元負債，將使得短時間美元需求上升，並形成美元資產流出。

人民幣貶值預期將對內地貨幣政策形成衝擊。10月份央行資產負債表中外匯資產減少900億元、國外資產中其他資產減少200億元，合計減少1,100億元；對應在央行資產負債表中負債方貨幣發行減少1,150億元。從央行創造基礎貨幣的鏈條來看，外匯資產的下降即意味着基礎貨幣的收縮，基礎貨幣的收縮，在當前的貨幣乘數下，可能會導致貨幣供給增速繼續下滑。

貶值預期也會對人民幣國際化進程帶來衝擊，目前推動人民幣國際化，主要是靠推進人民幣貿易結算，其中最重要的又在於人民幣進口結算，如人民幣面臨貶值預期，將導致人民幣進口結算規模迅速下降，短期內貶值將影響人民幣國際化進程。

在人民幣持續貶值的背景下，我們觀察到央行的行為較2008年出現明顯變化，央行開始在外匯市場中干預，力圖保持人民幣匯率的穩定，這意味着未來一個季度，央行外匯資產將持續下降，而外匯佔款的下降將形成基礎貨幣的收縮，為應對這一局面，央行將繼續下調存款準備金率來對沖。另外，央行在未來可能會強化對外匯市場和資本流動的管制，以確保匯率的穩定、限制資金流向的劇烈波動。未來央行也將保持人民幣有效匯率的強勢，以促進人民幣國際化的繼續推進。（二之二）

實施房策關鍵取得社會共識

世紀21（香港）首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

（1）地從何來：現時每年建15,000個公屋單位，加上新居屋每年建5,000個單位，等如每年需建20,000個單位，覓合適地盤已經很緊張。假如增建公屋至每年35,000個單位，即是需要多一倍用地，怎樣找到合適的用地呢？

（2）對私樓市場的衝擊：「公屋」是社會保障市民住屋需求的安全網，使公用帑去建築及管理，其「質」與「量」應達到一個合理水平便適可而止，以免對私人市場造成競爭。要改動一些行之有效的指標，事前應該充分考慮其關連效應，通過諮詢架構去評估其利害。

（3）建屋資源：大幅增建公屋，需增加建屋資源或透過外判去應付新增工作量，都需要事先籌劃。

（4）輪候期：考慮實際情況，輪候期三年並非不合理，早年輪候市區公屋曾需十年以上。除了增建公屋外，縮短輪候期可以透過提升申請者入息限額或檢討富戶政策加快騰空單位，但作出這些更改，必須事先諮詢及獲得廣泛共識。

（5）屋宇規格：有建議設100呎單人公屋單位及設定租用年限，現時在建中的單位沒有為此預設彈性，假如引進這些公屋模式，便需要修改設計及管理模式。

聖誕老人提前到臨？

嘉信理財高級副總裁及首席投資策略師
Liz Ann Sonders

歐洲繼續成為投資者的關注焦點，投資者起初憧憬歐盟在制定可持續的解決方案上至少已取得一些進展，股市因而錄得上升；但隨着該期望不斷消退，股市再度下跌。今年的「聖誕牛市」或許來得太早，踏入年底，我們認為明年股市有望再度出現升勢。

隨着「緊縮政策」成為市場焦點，經濟增長之說似乎受到冷落，特別是在歐洲及美國。儘管如此，美國經濟增長繼續出乎市場預期，這至少有助解決部分債務問題。經濟增長能夠帶來更多稅收，並減輕政府在社會保障方面的負擔。美國失業率已降至8.6%，雖然仍然高企，但相對於2011年大部分時間均處於約9.5%的水平而言，已經有所改善。

此外，首次申領失業救濟人數這項更具前瞻性意義的指標亦繼續改善，目前正處於三年來的低位。

聯儲局再次表現出已準備好動用一切手段避免2008年的金融危機重演。在最近的會議前夕，聯儲局與全球多家央行聯手採取行動降低美元的融資成本，紓緩了歐洲可能出現的信貸緊繃問題。全球央行重申，在有需要的情況下，可隨時採取進一步行動。

美就算推QE3實際作用有限

我們繼續認為目前市場對央行的這些保證幾乎無動於衷，因為聯儲局現時能夠採取的措施似乎非常有限。我們曾多次強調，目前經濟體系內存在大量資金，問題在於資金並未在經濟體系中流動。雖然聯儲局可以向美國國會及政府施加影響，但無法促使他們採取行動，而單純透過實施第三輪的量化寬鬆政策（QE3）向經濟體系注入資金，實際的作用亦非常有限。

市場憧憬歐盟峰會能夠達成財政協調議，從而讓歐洲央行有能力採用「重炮」方案對抗危機。但是，在峰會前一天的歐洲央

行貨幣政策會議上，歐洲央行行長馬里奧·德拉吉（Mario Draghi）卻令「重炮」方案的希望落空。其他資金來源無論在規模上還是政治層面上都非常有限，即使全部結集起來亦無法取代「重炮」方案所能發揮的作用，歐洲央行的積極參與可能是唯一的希望。

歐洲央行只願意對銀行體系作出支援。在這方面，歐洲央行推出了一些措施，有望緩解銀行的資金狀況。然而，這只能起到治標的作用，卻無法化解危機的根源。要穩固銀行體系，主權國家首先需要穩定下來，惟目前並未能實現。

我們繼續憂慮信心危機會持續，導致金融體系持續面臨流動性的問題，阻礙銀行及政府繼續滾存債務及以合理的利率水平獲取融資。市場數據顯示，銀行面臨的壓力仍然高企。

我們繼續對歐洲股市的前景持中性態度。鑑於股價已大幅下跌，若投資者對歐債危機的信心改善，股市表現有望回升。然而，經濟增長預測及盈利預期均存在下行風險，情況令我們感到憂慮。

新興市場股市轉趨樂觀

2010年及2011年新興市場股市所面臨的問題是，經濟增長過於強勁及通脹持續上升。我們於2010年11月調低新興市場的增長預測，因為當時新興市場需要加息以壓抑持續的通脹。

而目前的情況似乎恰好相反。通脹壓力已開始緩和，全球央行正在放寬緊縮政策。特別是在中國，經過2011年12月下調銀行存款準備金率之後，貨幣政策開始轉變。由於貨幣政策的成效具有滯後性，而新興市場的經濟增長有可能進一步放緩，貨幣政策轉變將有可能刺激未來的全球增長。

這些措施將對新興市場股市帶來支持，因為貨幣政策的正面影響通常有助於股市取得更好的表現，而新興市場大部分來自亞洲地區，且極度依賴中國的增長。因此，我們對新興市場股市的態度轉趨樂觀。