

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 歐債高峰將至 市場波動料增



圖為希臘國會。

路透社

危機處處的2011年終於完結，但歐債危機仍未有得到實質上的解決，希臘近日又傳出了令人憂慮的消息，希臘政府表示如果不能獲得由歐盟、歐洲央行和國際貨幣基金組織的第二筆資金援助，希臘將面臨退出歐元區的風險。

事實上，於2010年5月，希臘已經從歐盟、歐洲央行和國際貨幣基金組織獲得了1,100億歐元的第二輪資金援助，並以此來維持政府的運作，然而，希臘的情況進一步轉壞，迫使歐盟於2011年10月決定向希臘發放第二筆總值1,300億歐元的援助資金。

年10月27日通過了希臘債券互換，需要私人債權人自願減計50%的債務，一旦這方面的談判進展受阻礙，希臘2012年的預算案將無法達成，亦將會阻礙希臘獲得第二輪的資金援助。

的急挫，這是大家均不願發生的事情。因此，相信希臘將會於隨後幾星期內推行一系列不是十分嚴厲的緊縮政策，務求能夠取得第二輪資金援助。

不過，由於希臘政府未能達到早前向歐盟承諾，把預算赤字佔國內生產總值的比例降低到9%的目標，令向希臘貸款決定一再推遲，而於本月中，歐盟委員會、歐洲央行和國際貨幣基金組織官員將訪問希臘，以決定是否向希臘發放1,300億歐元的援助貸款。

一旦希臘無法獲得第二輪貸款，除了希臘政府不夠資金維持日常運作外，更加無力償還即將到期的債務，發生債務違約，並脫離歐元區。然而，不論希臘民眾、政府以及歐洲各方均不願意看到希臘退出歐元區，因為一旦希臘真的退出歐元區，希臘自己發行新貨幣將會令國家面臨惡性通脹，結局是令更多希臘民眾失業及更多企業倒閉。

對於目前的歐元區而言，除了希臘這個計時炸彈外，真正的考驗還有各國連接到期的巨額債務以及嚴重的融資挑戰，預期2012年歐元區政府便需要接近8,000億歐元的融資。

與此同時，在目前脆弱的經濟環境下，市場未必能夠承受希臘脫離歐元區所帶來的連鎖衝擊，令金融市場再出現08年雷曼事件式

而歐元區各國的債務到期的高峰期為今年2至3月，各國能否成功融資對歐元區的未來將會有決定性的影響，因此，可以預期的是，各國的債券拍賣結果及融資成本的高低將會是市場所關注的事情，在大量相關的消息影響下，未來幾個月金融市場的波動性將會再次增加。

## PMI回穩 宏觀經濟仍存隱憂

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

中國物流與採購聯合會(CFLP)公佈，內地12月製造業PMI按月回升1.3%，至50.3%，並重上50%的盛衰分界線，其中新訂單指數按月升2%，至49.8%，新出口訂單指數則漲3%，至48.6%。至於購進價格指數，亦較11月上升2.7%，至47.1%。

內地製造業雖然再步入增長區，惟指數上升，或是由於春節效應帶動，數值也只略高於分界線，反映增長動力疲弱。內地製造業繼續存在挑戰，在節日過後，PMI不排除會再呈跌勢，再跌穿榮枯分界線，而內地宏觀經濟在年內仍要面對外圍複雜多變的環境，前景不甚明朗。

外圍方面，歐債危機依然未有全面解決方案，亦延伸至政治層面上，增加問題的不確定性，加上包括美國在內的多個國家銳意實行緊縮政策，勢必拖慢歐美地區經濟復甦的進程。

在此形勢下，內地外貿及經濟增長將進一步受累，環球經濟展望欠佳，也料加快資金回籠，由新興市場撤出，降低外資使用，影響內地資本市場的流動性，對於其他建設範疇，亦料構成負面影響，並削弱人民幣升值幅度。雖說人民幣升值步伐放緩，甚或貶值，將有利提升內地貨物出口的競爭

力，但由於歐美等市場的需求受累經濟，人民幣升值放慢，對出口的利好預期有限。

另一方面，內房深繫宏觀經濟，但基於資產泡沫及民生等因素，預期年內將繼續受調控，間接減低經濟增長的動力。截至去年12月29日，內地46個限購城市中，已有32個表示會延續該政策。

### 增內需 冀抵銷出口不振

然而，內地積極提倡及加大內需，消費對宏觀經濟的貢獻度加大，國家發改委主任張平表示，去年首三季內需對國家的經濟貢獻度為101%，當中最終消費的比率達47.9%，較2010年的32.7%大幅提高。

外貿縱使不明朗，但當局正好藉此優化內地經濟結構，增加民眾的消費意慾，減低經濟對外的依存度及敏感程度，同時加大發展環保水務、環保再生、新能源及新材料等新興產業，令產業更為多元化，帶動整體內需增長，抵銷出口下降的不利。

外圍形勢複雜，內地經濟增長無可避免會受一定程度上拖累，企業盈利也難望再有亮麗的增長，但相信國家在是次危機中，可望加快產業結構優化，配合消費增長，預期可避免經濟「硬著陸」，而經過結構調整後，內地經濟的可持續發展亦有望因而獲得提升，A股中線仍然值得寄望。

## 港府狂賣地 年收入滿瀉

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

紅磡灣酒店地以24.28億元成交，樓面呎價3,461元，若扣除公共交通匯處的面積後，樓面呎價4,180元。這又是又一次比事前市場估值下限還低的中標價。港府必定有作專業評估，認為中標價可接受，才會決定出售香港里拉(亞洲)。比對去年七月份灣仔區另一幅酒店地，中標平均樓面呎價近5,600元，若純比呎價，市內酒店用地在5個月內表面上跌了25%，當然這個只是數字上的簡單說法，並不可靠，沒有考慮比如項目規模、地點、維港海景、批地條款要求和限制、交通條件等影響估值的因素。

連同紅磡灣酒店地，港府今個財政年度至今，地價收入(包括鐵路上蓋項目及補地價收入在內)已經超過900億元，這是本港有紀錄以來新高，已較港府去年初估計的全年度620億元大幅超標。近日港府宣佈年度餘下一季仍會繼續賣地，但可建總住宅單位不多。

政府去年改變政策，在勾地外，另行直接推地出售是穩定市場其中一環，其他措施包括額外印花稅、收緊樓按、取消物業投資移民等。加上外圍經

濟轉差的環境下，連續多月樓市成交大幅萎縮。樓市是香港正常經濟環節之一，長期成交萎縮，對從事樓宇買賣及相關行業人士構成嚴重打擊，對普羅小業主來說，市場萎縮代表二手物業套現機會會降。

### 不宜過早宣佈下年度推地

在預期2012年外圍經濟不穩，內地強調出口轉內需，本港經濟面臨眾多變數的情況下，港府或需檢討放寬或撤銷部分上述措施。現階段不宜過早宣佈下年度的推地政策，今年度已售出共30幅商地，發展商手上累積了可建一大批單位的地皮，近期競投大型土地表現冷靜，這亦跟近期銀行信貸趨審慎有關。

在目前這種市況環境下勉強推地，恐怕會愈賣愈平，尤其是投資規模較大的項目，牽涉風險系數高，競投者只會以最保守的出價去投地，或者非必要索性不出價，以避免承擔過大風險。

筆者對港府預早宣佈下年度出售前北角邨用地有很大保留，這是港島區臨海的最後一幅大型優質用地，應慎重考慮推出市場的最佳時機。臨近換屆，為何不讓新特首選出後，待新一屆政府去制訂整體新土地房屋政策，包括決定前北角邨用地的最佳用途及推出時間表。

## 龍年中國併購料風生水起

路透專欄撰稿人  
John Foley

熱點透視

2012年將是中國併購群星閃耀的一年。如果資產價格下跌，銀行信貸又保持緊俏，龍年將給國企發揮兩大優勢力量的機會：低價融資和收購的權力。

2006年以來，有中國買家參與的交易金額增長了兩倍。2011年中國境外併購規模達490億美元，接近前年紀錄高位。收購對象通常是中國經濟發展所需原材料的生產商，如石油、鐵礦石和天然氣等原材料生產商。就較小規模而言，中國買家還拯救了一些瀕臨倒閉的企業，如汽車製造商沃爾沃及IBM的個人電腦業務。

資源類交易將繼續飛速增長。中石化(0386)以25億美元收購Devon Energy的頁岩氣項目權益。就在同一天，其競爭對手石油(0857)買入一塊加拿大石油砂資產的少數權益，都奠定了基調。幾天前，大壩建築商三峽集團以53%的溢價收購葡萄牙EDP 21%的股份，另外還投入從一家國有銀

行借入的20年期低成本貸款。在發達國家銀行大批陷入困境的當下，2012年恐怕很難拒絕大筆融資的誘惑，即便這些資金是來自透明度不高的體制。

另外，諾基亞和Research In Motion這樣風光不再的電訊設備生產商，也可能吸引併購眼球。鑒於中國傾向於發展與拉美的聯繫，諸如現金充沛的中國移動(0941)和西班牙Telefonica這樣的電訊公司結盟，或許也不無道理。說的更遠些，由中國工商銀行(1398)這樣的巨無霸銀行收購渣打銀行，也依然是併購從業者的夢想。

政府支持的中國買家可以獲得低成本融資，令其火力充足。許多國企2010年獲利增長50%，壓根不需要銀行貸款。

不過，最終埋單的還是中國儲戶。中國併購機制是靠銀行將廉價資金輸給併購雙方，而中國儲戶的存款利率卻連通脹率都達不到。國企獲利也仍是由低工資和匯率低估所推動。這種情況肯定難以持久，但目前而言，這還是讓中國坐上併購領域的領航席位。

## 外圍不穩 中國經濟難獨善其身

瑞德證券亞洲公司董事總經理、首席經濟學家  
沈建光

展望2012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。筆者預計，2012年歐美經濟復甦仍難有大起色，財政捉襟見肘之下，唯一能做的便是量化放鬆。內地方面，受到長期緊縮政策的影響，實體經濟運行將進一步放緩，預計未來兩三個月，中國經濟增速仍會保持下行，但伴隨着政策放鬆，2012年下半年經濟增速將有所回升，經濟增長前低後高，全年增速或將達到8.6%。

當然，以上是筆者對於2012年經濟形勢的基本判斷，但中國經濟能否實現軟着陸仍然有兩大風險，其最大風險來自於房地產市場，其次是海外風險。房地產方面，如何防範房地產泡沫又要防死硬着陸，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、債務危機如何演化，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。

本輪房地產調控政策持續了已有近兩年的時間，其間調控政策曾不斷加碼，嚴厲程度實屬罕見。基於「六大重壓」的持續作用，即「史無前例的房地產調控」、「房地產稅試點逐步深入」、「房地產貸款大幅下降」、「房地產商資金鏈趨緊」、「保障房供應充足」以及「過高房價不可持續」，發動於一線城市的中國房價拐點現已傳導至二、三線城市，中國大部分城市的房價進入下降通道。

據國家統計局公佈的11月份70個主要城市房價數據顯示，11月已有65個城市環比上漲，其中價格下降的城市有49個，持平的城市有16個。與10月份相比，11月份環比價格下降的城市繼續增加了15個。而環比價格上漲的城市中，漲幅均未超過0.2%。可以說，全國大範圍的房價止漲甚至下降的格局已然出現。

筆者認為，房價並非降得越快越多越好，如果對房地產市場的調控把握不善，有可能出現更大

的衝擊。如果說對於內地的調控，決策層具有主動性，那麼，對於海外經濟運行，我們只能被動接受，更需要適時而動。

### 房價非降得越多越好

筆者對於2012海外經濟運行的基本判斷是歐美難有大復甦，但也不會出現二次衰退，金融市場動盪的情況要好於2011年。

美國方面而言，近期經濟數據有轉好跡象。11月，美國就業繼續回升，失業率由10月份的9%降至8.6%，為2009年3月以來的最低水平。同時，消費與地產也出現利好。特別是，新屋開工、營建許可、抵押貸款、房價指數等數據繼續前期持續低迷後出現了不同程度的回升，顯示房地產最壞的時刻已經過去。

歐洲方面來看，政治基本面的轉好，有益於使化解歐債危機的方向轉向正軌。而穩定金融市場才是提振信心的前提，可以看到，通過全球央行集體干預救市，到歐洲央行決定對歐洲銀行體系提供額外支持，包括額外的更長期限的長期再融資操作(LTRO)、放寬抵押品池(Collateral Pool)範圍等四項非常規措施，顯示歐洲央行將有望發揮更大的作用。12月22日，歐洲央行如期決定向歐元區銀行提供4891.9億歐元的貸款，有利於為銀行提供流動性，試圖避免大銀行倒閉引發的系統性金融風險。

但是，正如筆者一直強調的，歐元區核心國之間、核心國與非核心國之間、德國央行與歐洲央行之間、各國政黨與選民之間，一直存在廣泛而深刻的矛盾，使得歐債問題具有長期性。例如，究竟未來歐洲央行能否發揮更大作用，關鍵還要看德國能否改變一貫反對的態度。可見2012年不能完全排除歐元區內部無法協調、個別債務國退出歐元區而造成歐元區解體的可能。一旦這些情況發生，無疑將會對全球經濟造成巨大衝擊，中國很難獨善其身。海外經濟複雜多變之下，國內經濟政策更應時刻關注海外經濟的變化，注重靈活性。(文章較長，本報有刪節)

## 歐債危機不斷 牽動金融市場神經

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員  
張穎

歐債危機自2011年5月再度爆發以來越演越烈，從希臘、葡萄牙、愛爾蘭等小國向西班牙、意大利等國蔓延。儘管2011年10月27日，歐元區討論通過了一攬子解決方案：將4,400億歐元的歐洲金融穩定基金(EFSF)槓桿化至1萬億歐元；強制歐元區銀行增加1,060億歐元資本，於2012年中之前將一級核心資本充足率提高至9%；及強迫銀行等私營債權人承擔高達50%的希臘削債損失，削債額達1,000億歐元，但無具體細節。

12月9日，除英國外的歐盟26國就德、法有關加強財政一體化的提議達成協議：各國結構性財政赤字佔GDP比重不得超過0.5%；財政赤字超過GDP3%的國家自動受到制裁；盡快將歐洲金融穩定基金(EFSF)槓桿化，2013年中完成；歐洲穩定機制(ESM)啟動時間提前一年至2012年7月。這顯示出歐盟26國朝「財政聯盟」邁進，但「遠水不解近渴」，落實財政聯盟的變數仍多。細節仍存分歧：峰會也未能採取實質性措施解決歐元區債務問題，制裁措施反而會令南歐5國雪上加霜，形成財政緊縮-衰退-財政赤字上升的惡性循環；歐洲央行也不願成為最後貸款人，通過量化寬鬆來購買歐洲債券，因此，有關協定未能平息市場對部分國債違約的擔心。

標準普爾已把歐元區15個國家的主權評級列入負面觀察名單；穆迪也將在2012年第一季度重新評估27個歐盟成員國的主權信貸評級。由於歐元區存在統一貨幣聯盟下財政聯盟缺乏的重大結構性問題已導致部分國家的債務問題積重難返，並存在統一貨幣政策難以協調各國經濟不平衡的深層次矛盾，以及強國貨幣與弱國貨幣一體化為國際貨幣的基礎並不牢固，未來部分弱國最終被迫脫離歐元區的可能性仍未排除。這將對國際金融體系和國際金融市場產生重大影響。

歐債危機仍將不斷引起全球股票市場大幅震盪。隨着歐債危機於2011年5月再度爆發並越演越烈，導致全球股票市場大幅震盪。2011年，美國道瓊斯指數、英國富時指數和香港恒生指數的最大跌幅分別約為7%、15%和30%，且低點皆於10月上旬出現。市場擔心，希臘的實際削債額會超過框架協議所定的50%，其他歐洲國家也會要求削債；2012年中歐洲銀行業即使增資1060億歐元，也不足以彌補歐債減值的虧損；未來一旦意大利債務危機惡化，可能會「太大而難以救助」(too big to save)；部分弱國最終被迫脫離歐元區的風險仍然較大，將可能引致2012年國際股票市場的震盪加劇。

### 歐銀行「班資回國」風險大增

根據加拿大皇家銀行和國際清算銀行(BIS)的統計，2005—2011上半年，歐洲銀行提供給新興市場國家的貸款達到2.6萬億美元。其中歐洲銀行對東歐的貸款最多；對拉美的貸款第二多；對亞洲的貸款最少。目前非洲、拉丁美洲和亞洲的一些企業已開始感覺到國際銀行收縮放貸規模的影響，企業借貸的難度和成本均有所增加。

同時，由於歐洲銀行業是全球貿易融資的重要參與者，為80%—90%的貿易活動提供資金，歐洲銀行業面臨無法獲得美元融資的困境，使2011年第三季度全球貿易融資規模同比已下降6%；巴西雷亞爾和墨西哥披索近期走軟，自8月1日以來分別下跌15.5%和19%。未來隨着歐債危機導致歐債銀行從新興市場「班資回國」，會對部分新興市場經濟體尤其是歐洲銀行貸款較多的東歐和拉美的經濟體帶來較嚴重的信貸緊縮效應，導致這些經濟體的投資銳減，甚至可能導致某些經濟體的資產泡沫爆破，經濟增長放緩或衰退，及貨幣貶值，同時也為資本充足的銀行和金融機構帶來吸納部分歐洲銀行客戶和低價併購的機遇。(《2012年國際經濟金融形勢展望》三之二，本文有刪節)