

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 歐債危機降溫 製造業見改善

歐盟峰會於周一(1月30日)閉幕，會中25個歐盟會員國同意簽署完善財政紀律的財政協議，但英國及捷克則認為財政協議不符合自身利益，決定不簽署協議；另外，愛爾蘭與丹麥亦傳出要求公投財政協議，反映不少國家對交出部分財政自主權帶有強烈的反感。

儘管如此，但金融市場對歐盟峰會的成果感到滿意，除了認為財政協議可助改善歐洲國家政府收支平衡外，峰會亦決定將規模5,000億歐元的永久性紓困基金「歐洲穩定機制」(ESM) 提前至今年7月1日開始生效，可在有需要時出手拯救陷入危機的國家。

另外，葡萄牙債息亦從周一(1月30日) 17.39厘的歷史高位，回落至約15厘的水平，情況有所緩和，但不得不承認的是，這息率仍處於不可能持續的水平，市場仍然擔心葡萄牙很可能變成下一個希臘。

至於希臘，其10年債息近兩個月一直維持在約35厘的極高水平，反映市場對削債減值的折讓。值得一提的是，希臘政府與私人債權人的談判消息時好時淡，近日傳出債權人願進一步讓步，接受削債七成，但將獲發希臘國內生產總值權證，且希臘官員指協議將在周末前達成。

市場對歐債的信心逐漸恢復，多國債息回落，其中，意大利10年債息於周三跌至5.68厘，創三個半月的新低，而西班牙債息則跌至4.85厘的14個月新低，反映市場對這兩個「歐豬國」的憂慮大幅降溫。

而除了歐債降溫的消息，市場亦關注周三各國公布的製造業採購經理人指數(PMI)，其中，中國1月份官方PMI從去年12月份的50.3升至50.5，創四個月最高水平；1月歐元區製造業採購經理人指數從去年12月的46.9升至48.8，達五個月以來的最佳表現；至於美國1月份製造業採購經理人指數則從去年12月份經修正後的53.1升至54.1。

環球製造業活動持續改善，刺激商品貨幣揚升。面對歐美持續的低息環境及寬鬆措施，加上日本和瑞士央行的干預，市場上已沒有多少「避險」貨幣可供選擇，在這情況下，澳元及紐元除了受惠環球商品需求外，事實上也成為了部分資金的避險選擇；而歐美元競相貶值的趨勢，亦使貴金屬重拾動力，黃金近日穩步揚升，年初至今累積升幅已逾一成。

但不得不提的是，從去年第三季的經驗



意大利10年債息於周三跌至5.68厘，創三個半月的新低。圖為比薩大教堂廣場上的洗禮堂、大教堂和斜塔(從左至右)

看，不少參與這類商品相關資產的資金均以橫桿操作，在市場風險升溫時，往往仍會面對龐大的平倉拋售壓力，因此，面對希臘及葡萄牙潛在的不明朗因素，投資者仍需提高警覺。

## 預留彈藥應對經濟不景

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

內地去年GDP按年增長9.2%，其中第四季增速為8.9%，優於市場預期，紓緩經濟「硬著陸」的憂慮，惟央行在春節後未有一如市場預期，下調存款準備金率，即使上月PMI再度企於50%的榮枯分界線以上水平，A股反彈彈頭仍受阻。IMF早前指出，部分新興經濟體系，受到房價下挫以及信貸市場收縮的影響，經濟會因而面對「硬著陸」風險，或是出現經濟突然明顯轉差的情況，因此把內地今明兩年的經濟增長預測，分別下調0.8%及0.7%，至8.2%及8.8%。

另外，內地樓市續受調控，價量均呈現調整，北京住建委數字顯示，截至上月28日止，當地共新簽4,319套新建住宅，總成交亦只有6,829套，數字創出鋼簽的紀錄新低。內地樓市初現整固，惟仍有下調空間，當局在調控取態上料難轉向，預期內地樓市仍會處於調整期，並成為經濟增長下滑的另一源頭。

無可置疑，內地今年經濟難關在於保持經濟繼續穩定較快增長，如何靈活應對歐債危機，對內地進出口及企業盈利的影響，另加快經濟結構轉型及產業升級，冀將出口轉內需，避免企業盈利大幅倒退，以致出現倒閉潮，同時增加經濟的可持續發展性，此等相信會是當局年內需要着手處理的問題。

### 主調「保增長」 A股續看好

「保增長」已經成為國家年內宏觀經濟的主要目標，但在

通脹及資產泡沫的顧慮下，加上GDP增長仍相對較快，就算經濟放緩陰霾未除，但由於放緩速度尚屬可接受水平，現階段再度出台如金融海嘯時四萬億方案的大規模刺激經濟政策的機會相對有限。更重要的是，外圍局勢動盪，刻下歐債問題雖稍為緩和，惟會否再出現市場預料之外的情況，仍難以猜測，當局有需要為預料之外的狀況，預留足夠「彈藥」，在經濟受明顯衝擊時推出，作為最終的應對措施。

因此，預期當局暫不會有過多的實際刺激措施出台，並冀以「口術」的形式安撫市場情緒，配合有限度的稅務優惠，一方面彰顯當局幫助企業營運的取態，同時亦對企業作出一定程度的援助。

### 資源股不失為短線投放之選

A股方面，投資信心受到GDP數據利好及其他如抑制新股熱及養老基金入市等憧憬帶動，已有一定程度的回復，而美國延長超低息政策，亦屬利好訊號，有利資金重投股市，惟基於外圍及內部經濟憂慮未除，只宜以短線為主，而在板塊上，除可以留意金融股外，資源股如煤炭及建材等也不失為短線投放之選。



面對歐債危機，內地進出口及企業盈利難免受到影響。圖為深圳鹽田港貨櫃碼頭。資料圖片

## 內地政策放鬆效果得到體現

中金研究部分析員  
彭文生

2月1日中國物流與採購聯合會公佈2012年1月PMI為50.5%，比去年12月上升0.2個百分點。1月的PMI呈現反季節上升，反映經濟增長動能較為穩健，主要得益於前期的政策放鬆。如果說去年12月PMI的回升主要反映春節前臨臨早帶來的企業提前備產的季節性效應，那麼1月PMI上升則帶有反季節特徵。過去幾年春節前在月份PMI一般顯著下降，但是今年春節在1月，PMI不降反升，顯示製造業增長的勢頭仍然比較強勁。我們認為，這主要反映前期政策預調微調的效應逐步顯現，特別是去年11-12月的財政存款大量投放和信貸增加對製造業的擴張起到了積極的作用。

### 內需和生產得到政策支撐

從主要分項指數來看，本月新訂單指數為50.4%，上升0.6個百分點，結束了之前2個月處於收縮區間的歷程；生產指數為53.6%，微升0.2個百分點。兩項權重最大的分項指數有所改善，說明總需求在前期宏觀政策微調式放鬆和去年年底財政存款創紀錄投放的引領下有明顯回升，是PMI總指數重回擴張區間的主要推動力。本月產成品庫存指數明顯下降2.6個百分點至48%，主要反映春節所導致的庫存季節性波動。從業人員指數連續4個月下跌且仍處於收縮區間，1月下降則主要反映春節期間務工人員集中返鄉，2月份該指數是否會因務工人員返城而實現明顯反彈，值得市場密切關注。

外需仍然不振，但存在向好的外部因素。新出口訂單指數為46.9%，比上月下降1.7個百分點且連續第四個月處於收縮區間，說明外需仍然疲弱。外需繼續下降有季節性的因素：春節前在月份的進出口環比增長率一般會偏低。相應地，進口指數也顯著下降2.2

個百分點。但是，季調較充分的匯豐PMI新出口訂單指數1月則上升0.7個百分點至50.4%，顯示季調後的外需環比走勢有趨穩態勢。外部數據也有一些向好的因素。美國去年四季度GDP增速回升，並創2010年3季度以來新高，同時勞動力市場數據表現優於預期，展示出美國經濟復甦中的積極信號。歐元區1月綜合PMI初值50.4，創5個月新高。外部數據向好有助於短期內外需趨穩。

### 上游通脹壓力呈減弱態勢

購進價格指數呈現回升，但通脹下行趨勢不改。1月份購進價格指數為50%，較上年12月顯著回升2.9個百分點，主要反映近期大宗商品價格上漲較快，也存在春節帶來的季節性因素。但是，根據購進價格指數計算的1月份PPI環比仍然負增長，預計同比漲幅約為0.5%，比去年12月份的1.7%繼續下跌，上游通脹壓力仍然呈現減弱態勢。未來PMI能否持續好轉，取決於政策放鬆的持續性。PMI連續兩個月處於擴張區間，主要得益於前期貨幣政策的放鬆以及去年年底財政政策的擴張。但PMI的好轉是否能夠持續，則取決於政策放鬆是否能夠持續，這仍然需要進一步觀察。我們判斷PMI的持續好轉可能導致短期內政策放鬆的力度和節奏有所減弱，但總體來看，預計貨幣政策仍將保持一定的寬鬆力度以支持實體經濟，總量放鬆的方向不會改變。

一季度隨着財政存款回歸央行，央票到期量萎縮以及外匯佔款的增速放緩，預計央行將通過公開市場操作或降低準備金率，以維持適度的銀行間市場流動性。廣義貨幣和信貸的環比增長(季調後)將比2011年底有所放緩，但同比在14%左右的水平。從中長期來看，考慮到外匯佔款增速放緩的趨勢，調低存款準備金率將成為政策逆周期操作的主要選項。

## 預算案房策重視構建長遠土儲

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

如適度填海造地及發展岩洞等，可見政府重視構建長遠土地儲備。

### 大地盤切割出售增吸引力

港府公布財政預算案，今年度盈餘大增，最主要源於賣地收入增加，經過去年的經驗，今年財爺主要以退稅等方式還富於民，中產、中小企都應該感到開心。有聲音認為應該再派錢，但從資源合理再分配角度看，亦應考慮獲分配者對社會財政的貢獻，現時外圍經濟變數多，援助中小企有助他們渡過難關及保護就業崗位。當然不同社會有不同考慮，不同年度亦可以因應內外環境作不同處理。在房地產市場環節，今年財政預算案着墨不少，沒有甚麼驚喜。業界期望檢討額外印花稅，沒有出現。有關章節核心圍繞保持足夠土地供應，及強調構建長遠土地儲備的重要性，這些都有利樓價平穩。當中提及47幅土地列入勾地表，加上兩鐵、市建局及私人項目，估計下年度約有3萬單位供應市場。

表面看這個數字是一個超乎每年私人市場吸納量的數字，要解釋的是，列入勾地表的土地並不是一年就賣光，就算一年賣光，其發展建築期也要幾年，港府提出一個總數，只欲表明供應量充足。預算案中提及不少長遠的政策，

政府仍以勾地及直接賣地「雙軌並行」方式增加土地供應，但政府須注意近期賣地低市價成交的情況，現時外圍經濟不穩，發展商對巨額投資態度保守，建議政府在規劃條件許可的情況下，將大面積的地盤切割成較細的土地出售，以吸引較佳市場反應。

另外，政府規劃研究2,500公頃土地，其中已陸續展開包括新界東北、洪水橋、東涌、各石礦場等發展區，以及在維港以外進行適度填海造地及發展岩洞的諮詢，雖然該類供應須在多年後才會推出市場，但有助港府構建長遠土地儲備，贊成政府可適當增加土地的發展密度，令市場可在較短時間內增加住宅供應，建議把該項措施延伸至新界，在新市鎮拓展區域使用。對於近年商廈租金持續高企，港府須維持穩定和足夠的商業用地供應，政府除了推動九龍東發展以及由市建局先導計劃鼓勵工廈重建外，亦應優化活化工廈政策，包括檢討分散業權的工廈物業重建的百分業權限制，以及對車位、消防等設施的要求亦有放寬的空間。

## 歐央行長期再融資操作的啟示

景順首席經濟師  
祈連活

在去年12月，歐洲中央銀行(下稱「歐洲央行」)決定推出大規模的三年期長期再融資操作(LTROs)。長期再融資操作對歐元區銀行有何啟示？

歐洲央行推出長期再融資操作的目的，是協助銀行自行融資，避免即時出現無力償債的情況，以及因出售貸款和證券而錄得龐大虧損。然而，值得注意的是，銀行仍然有很多事情需要處理。

### 銀行界未來數月面對集資挑戰

集資便是這些銀行首要任務之一。歐洲銀行管理局在2011年11月份進行壓力測試，要求銀行在2012年6月前集資1,150億歐元。在2012年第二周，意大利一家大銀行計劃以低於現價43%的價格供股，拖累股價下挫，反映業界在未來數月仍然需要面對集資的挑戰。

第二，可以肯定歐元區銀行須削減現有的貸款和證券組合規模，以進一步提升資本。與美國和英國銀行相反，歐元區銀行並未如前兩者般，在雷曼事件後減少貸款和銀行同業融資。因此，現在是歐洲面對信貸緊縮的時期。

三年期長期再融資操作相等於量化寬鬆政策嗎？一般而言，中央銀行有三個方法紓緩市場資金狀況及擴大資產負債表價值，包括：買入外幣；買入政府或私人證券；以及向政府或銀行放貸。這些方法是否屬於量化寬鬆，只屬字面上的

差別。

重要的是，大規模買入資產或貸款(目前是指總值4,970億歐元的三年期貸款)會推低市場利率，從而鼓勵銀行放貸。在特里謝(Jean-Claude Trichet)掌舵的過去三年內，歐洲央行不論是推出一年期長期再融資操作或買入政府債券，均會被體系內其他地方撤資全數中和(或抵銷)。

然而，央行行長德拉吉(Mario Draghi)接任後，這個情況至今並未出現。自推出三年期長期再融資操作以來，發放予歐元區銀行的貸款額只減少430億歐元(由2011年12月26日的8,790億歐元，降至2012年1月16日的8,360億歐元)。

長期再融資操作有助解決歐債危機嗎？歐洲央行的三年期長期再融資操作並非解決當前危機的完善方案。首先，有關操作並未針對家庭過度借貸，以及正在困擾西班牙、葡萄牙和愛爾蘭房地產發展商的問題。此外，操作亦無提供應對希臘或意大利等主權國負債沉重的措施。這些環節或國家仍然須致力緊縮開支及重整財政狀況。

我認為歐債危機將會持續至2012年甚至以後時間，債台高築的南歐成員國陷入經濟衰退，將令情況進一步惡化。

在短期內，我們將見證歐元將進一步走弱。在主要貨幣當中，歐元的吸引力將逐漸遞減，我相信歐元兌美元、日圓及英鎊會持續下跌。

信貸仍然緊縮，加深歐元區的經濟衰退。儘管歐洲央行為銀行帶來短暫的緩衝，但區內銀行、家庭、企業或主權債務仍處於危機狀態。

## 若成國金中心 滬需有更大魄力

路透專欄撰稿人  
顧蔚

熱點透視

上海的股票、債券和現貨黃金市場規模在全球已經名列前茅，但其在2015年之前要成為國際人民幣交易中心的新規劃，依然看來過於進取。上海如果不採取重大改革措施，比如解除資本管制、讓匯率更富有彈性以及開放金融市場，就算市場規模龐大，也難稱得上是真正的國際性的金融中心。

在國家發改委的支持下，上海定出成為國際金融中心的規劃，並制定了到2015年之前把年交易量翻倍至160萬億(兆)美元的目標，不過卻並未透露這一數額包含的細節。若以成交值來看，上海已經擁有全球第三大股票交易所，以及亞洲第三大債券市場。不過相對於中國的內地生產總值(GDP)規模而言，市場仍然相對較小，且進一步發展仍面臨障礙。

### 關注中國資本管制問題

只要離岸投資者進入內地市場的途徑仍然受限，上海充其量只能算是一個內地的人民幣交易中心。中國央行可能不願

容忍，類似倫敦、東京和紐約每日大規模的跨境資金流動，因為擔心會壓垮中國發展不完善、且仍需要保護的金融系統。

上海如果要成為全球性的貨幣中心，人民幣需要能夠更加自由地進行兌換。目前中國人民銀行每日上午設定人民幣匯率中間價，人民幣匯率只能上下浮動0.5%。目前人民幣匯率是由北京而不是上海決定，而且也沒有跡象顯示北京讓出匯率決定權。

最後一點，中國需要對外資銀行進一步開放金融市場。外資銀行資產僅相當於中國銀行業總資產的2%，而且他們參與內地債券市場的途徑也受到限制。目前僅有十幾家外資商擁有在中國成立合資公司的牌照，這距離全球性的金融中心還相去甚遠。

目前上海還有三年時間，爭取央行、證監會及銀監會等其他有影響力部門的支持。上海取得國際金融中心的地位，以及為全球人民幣相關交易定價的設想，對這些部門可能具有吸引力。但如果不進行關鍵性的改革，上海的重要性也可能僅僅限於內地。