

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 希臘換債解困 長遠勢削主導權

上周希臘再成為市場關注焦點，而於上周五(9日)，希臘與私人債權人的債務置換計劃最終完成，有達85.8%的私人債權人自願參與債務置換，並在希臘啟動集體行動條款後，參與率提升至95.7%，使希臘的債務重組計劃順利進行，預期希臘能於本周成功獲得第二輪援助貸款，避過發生無序違約。

由於啟動了集體行動條款，迫使部分拒絕參加者參與，技術上屬於違約，評級機構惠譽隨即將希臘長期外幣和本幣發行人違約評級由「C」級下調至「RD」級，即限制性違約級別，而穆迪亦於同日發表報告，表示希臘已構成債務違約。

另一方面，國際掉期業務及衍生投資工具協會於上周五亦一致裁定，發行希臘信貸違約掉期的金融機構需要作出賠償，相關規模約32億美元，但由於金額相對於整體債務來說比例不大，因此，對股市未有帶來衝擊。

儘管希臘被市場判定為技術性違約，但這總比發生無序違約為佳，而事情的不確定性亦遠低於發生無序違約，對市場的衝擊亦會較低。另一方面，藉着通過與私人債權人進行債務置換，希臘成功削減1,000億歐元的債務，相當於希臘國內生產總值的一半，以及其負債總額的約30%。

不過，希臘經濟仍身陷長期衰退，希臘統計局上周五公布，2011年第四季度GDP較2010年同期下滑7.5%，幅度超出了此前預期的萎縮7%，預期今年當地經濟仍持續萎

縮，而即使作出債務減計後，該國債務仍然超過GDP的120%，要令其財政回復健康，以具備償債能力的主權國家形象重返債務市場，仍有很遠的路要走。

因此，是次的換債計劃以及歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織所提供的第二輪貸款，都只能為希臘爭取時間，並未解決財政疲弱問題根本，當第二輪援助貸款用盡，希臘很有可能再次進行債務重組，步入無盡的漩渦之中。

雖然財政疲弱的問題根本仍有待解決，但債務置換計劃的確為希臘爭取了時間，亦削減了達1,000億歐元的債務，表面上，希臘是最大得益者，不過，經過債務置換後，私人債權人佔希臘的債務比重大幅減少，使希臘的債權人主要由其他歐央行、歐盟及國際



貨幣基金組織所組成。

希臘政府為加快將資產私有化，為興建「國際廣播中心」改建而成的購物中心管理權招標。

路透社

這樣一來，希臘的行政主導權將會被進一步削弱，未來若面對種種問題，這些官方機構均能以債權人之名，作出某程度上的干

預，而為了提高希臘償付債務的可能性，這些官方機構已要求希臘實施一系列的財政緊縮舉措，這將會抑制希臘的經濟發展，希臘要達致2020年將債務壓低至佔GDP 120%的目標，未來仍要付出很大的代價。

## 從美國歷史看歐元區前景

AMTD尚乘財策策劃董事兼行政總裁  
曾慶璇

最近閱讀了一篇關於美國在1790年就聯邦政府為各州大量債務展開談判，以至南北戰爭的一段歷史，令筆者發現與現時歐元區情況有不少類同，頓時對歐元區前景有所啟發。

美第一任財長漢密爾頓(Alexander Hamilton)當時提出，將各州份在獨立戰爭期間所累積的債務統一，成為美國聯邦政府的統一債務。提案中最吸引的地方，是它可以為債權人提供更大的安全性，從而降低了聯邦利率和民間利率，營造團結的政治力量。美國在統一一初期，財政收入大多來自關稅。這就如現時的歐元區，在改革後的財政體系可以包括一個共同的稅務機構，寄望于共同經濟達至健康的財政狀況。

若有效地降低了聯邦利率和民間利率，漢密爾頓提出，必須在全國推行合資銀行業，並建立中央銀行。可是，這個提案根本無法完全實現。當時的財政與貨幣機制並不健全，財政聯盟容許州政府自行收稅，由於州政府借貸規模龐大，州政府很快就從債權人變成了債務人。以當時的維珍尼亞州

(Commonwealth of Virginia)為例，本來財政資金充裕，但因聯邦政府統一各州份的債務，令維珍尼亞州債務高築，並要求增加債務上限。這跟現時財政相對穩定的德國准許引入歐元債券但須擴闊稅基限制的情況非常相似。

後來，美國因各州份對財政負擔的分歧和徵稅權的爭論不休，未能共同承擔公共財政而引發南北戰爭。可想而知，美國只是一個國家，要排解各州份在立場上的分歧已經不容易。如今歐洲希望財政一體化，國與國之間必須先放下各自利益，擁有一致的價值觀，相信一定比美國民族之間的一體化困難得多。

歐洲財政一體化的出發點，是設立聯邦化國民債務的標準上限，如超過這限度的債務將由成員國自己負責。長遠而言，集體共同承擔債務可能是暫緩當下危機唯一無破壞性的方法，但這需要持續增強政治問責性及控制有關歐洲各國財政體系。美國歷史留給歐洲人的教訓是，即使有了既定的制度，若欠缺一致的價值觀，這些制度也起不了作用。當然，歐元這個實驗室將可成為亞洲共同貨幣、南美共同貨幣，甚至非洲共同貨幣的前車之鑑。

## 樓市調控不放鬆 差異化政策成出路

時富金融策略師  
黎智凱

日前評級機構標普發表報告，指中國房地產經營環境困難，主要原因是房地產銷售情況不佳，加上流動性緊張令融資成本上升，正考慮對多家房地產商評級作出下調。筆者預期，內地房地產在還沒出現明顯轉勢之前，中央對樓市調控短期內仍不會放鬆。面對樓市下滑，地方政府實行差異化住房政策，可成為一條出路。

市場監測報告顯示，中國樓市陷入冰點。國家統計局上月中發佈1月份70個大中城市住宅銷售價格變動情況，與對上一個月相比，70個大中城市新建住宅價格無一上漲。現時內地樓市的情況出現有錢的人買不了房，想買的人又沒錢，另一批，就在等待適合的時機入市。種種原因導致樓市成交量大幅萎縮。

實際上，中央對樓市調控已近兩年，在樓市調控不放鬆的前提下，各地方政府正在尋求政策上「微調」空間。內地房地產開發商已多次向中央要求政策不再收緊或適度鬆綁，但均未獲回應。地方政府為求過冬，至今已有多個城市微調了限購等措施。

地方政府作出的微調，不外乎對於限購令「舊政新解」。例如2011年1月出台的上海限購令第7條規定：「對已擁有1套及以上住房的非上海戶籍居民家庭，政策應是暫停售房」，可是

按照上海市房管局的說法，所謂上海戶籍居民家庭的觀念是指具有上海常住戶口，其中包括持有上海長期居住證連續滿3年以上的居民家庭。這意味着，持有上海長期居住證連續滿3年以上的居民家庭，可以和上海市戶籍居民一樣，在限購令出台之後，已有一套住房的，可以再買一套，有二套及以上的，才不能再買。

上海例子可為冰山一角，各地方政府對樓市政策作出微調解讀，可以為內地住房信貸差異化奠定基礎。例如有多個城市的銀行，已將首套房貸利率從之前的「上浮」改為「基準利率」，甚至出現9折或8.5折的優惠。

筆者以為，限購令不可能為長期措施，長遠中國樓市必須落實差異化住房政策，或是通過稅收(例如房產稅)來調節市場過熱分秒實行。在不過分壓制住房真實需求的情況下，是最可行的調整方向。中央樓市調控方向是控制投資投機性需求，保護真正的居住性需求，所以地方政府進行「舊政新解」等差別化政策，基本上是符合宏調主旨。

筆者預期，今年房地產投資增速將會下降，但同時保障房建設會繼續加大，為了維持整體房地產穩定發展，仍會支撐商品房的發展。在限購政策並不會在短期內取消的情況下，行業調整仍將繼續。長遠來說，必須完善合理的房地產稅制及利用差異化限購或信貸政策，平衡投機及民眾實際住房需求，才有利房地產市場平穩持續發展。

## 從溫總工作報告看內地樓市

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

3月5日，內地現屆政府最後一份政府工作報告正式向公眾發佈，溫家寶總理明確表示仍「堅定不移地加強房地產市場調控」，「投機、投資性需求得到明顯抑制，多數城市房價環比下降，調控效果正在顯現」。

今年中央政府主要任務是：「繼續搞好房地產市場調控和保障性安居工程建設」，「在確保質量的前提下，基本建成500萬套，新開工700萬套以上」，「採取有效措施，增加普通商品住房供給」及「加快建設城鎮住房信息系統，改革房地產稅收制度，促進房地產市場長期平穩健康發展」。中央政府明確地對「高房價」進行持久戰，並繼續加建安居工程，期解決國民基本住房需要。調控樓價會引致資本投資放慢，因此政府將今年GDP預期增長目標減低至7.5%，但通脹率有望堅守在4%以內。

面對外圍經濟不振和歐債危機未能短期解決，中國政府提出擴大內需保持理想增長，會透過減免相關稅收達到預期目標。從房地產不同板塊去考量，政府龍年措施是有利商業地產，而打擊住宅地產，商品住宅價格走低的趨勢仍會持續。

其實自從中央政府推行一連串房地產調控措施後，地產商已面對開發資金鏈斷裂的現實問題，逼使他們以高息向資本市場集資，用「市場可接受」價格減價促銷和暫停用「天價」搶地的商業行為。在龍年首個月，中國大城市出現「小陽春現象」，主要是開發商願意減價(幅度約10%-15%)速銷，而市場累積消費力也迅速被消化。一些大城市的近郊樓盤開價更加下跌20%-30%以上，表示龍年樓價仍會向下。但一手樓價回彈未引起二手價格的「應聲而下」，大部分小業主利用「低息環境」繼續觀望，逼使中介機構的生意淡靜出現「倒閉潮」。

經過整整一年的艱苦戰鬥，中央政府終於取得「階段性」的勝利，但往後的政策如何持續「得來不易」的成果呢？從溫總理政府工作報告中，大家不難發現有多項措施，政府仍會着力推進保障安居工程建設，基本建成500萬套及新開工700萬套以

上。在中央政府號令之下，各省市紛紛落實執行，大部分地方也已達標，但最被大眾批評的是安居工程質量、分配和管理問題。

再者，它們大都位於城市市郊地區，基建、社區及購物配套不能立刻跟上，減低它們的吸引力。面對開發資金回收減慢和邊際利潤大幅降低，開發商自願願意「低價」購地，實地成績不理想令地方政府財政上受困，形成它們財政上「兩面受敵」。其實中央政府可以鼓勵地方政府將商品房和保障房項目二合為一，盡量於較優越地段推出住宅地皮，規定地塊上商品住宅和保障住宅佔比，鼓勵私營開發商積極參與。筆者預期在這些混合住宅項目中，商品房價格會比同區略低，但保障房均價有上調空間，但會增加住宅地皮的吸引力。

除了「採取有效措施增加普通商品住房供給」外，中央政府會「加快建設城鎮住房信息系統」和「改革房地產稅收制度」。強大住房信息系統可以有效地打擊跨區「炒買」活動，尤其是熱錢從開發地區流入低樓價城市，逼使當地樓價脫離本地人可負擔水平。為了令各地積極配合建立和及時更新信息系統，中央政府應容許地方政府開徵相關稅項。

但回顧滬渝開徵房產稅已滿歲，成效似乎不太明顯。據估算，兩地一年來實際徵收稅金不會逾十億，這相比兩地去年約30億的年財政收入，對兩地財政貢獻太少，也減低其推行積極性！最近全國兩會有關傳媒發布會中，中國財官官員表示正總結研究和推進房產稅改革方案，適當擴大試點進北京的方案。財政部在同時公布的2012年預算草案中指出，今年國有土地使用權出讓收入可能下降18.6%，較去年同期收入下降兩成。

以金額表示，今年出讓收入將達到27,000億元，但扣除收地拆遷補償等成本，淨收入約為7,595億元，較2011年進一步收縮。面對地方政府買地收入減少，中央和地方政府應攜手開徵房產或相關稅項，以填補財政收入缺口，這正是新屆中央政府房地產政策重要課題！龍年的中國樓價的跌勢已確立，但如何有效地減少對社會整體消費能力與投資活動的破壞性，則是下屆政府要正視的問題了！

## 物業屬槓桿投資須謹慎

中銀國際證券執行董事  
雷裕武

如果家庭資金較為充裕，除自住居所外，也可考慮多買一所房子作為投資收租之用。當然，既然是「投資」就會涉及風險。不少人誤以為只要樓市轉旺，所有樓盤單位都會同時漲價，實情並非如此，當中涉及不少考慮要素，始終涉及資金龐大，因此投資者必須精挑細選。

在物業樓盤作投資時，所考慮的要素與自住盤或有點不一樣。「自用盤」目的在於滿足實際的居住需求，而樓價升值潛力反是其次，只要有能力每月供款，樓價的短期波幅並不大重要；相對而言，「投資」終極目標當然在於獲利(以及租金回報)，一些未能增值或者沒有人願意接手的物業，便沒有投資價值。若要較易把單位租出，或可先代入租客的心態行事，具體來說，可參考下面一些因素：

### 港島區租值一般叫價較高

物業地點：首要是交通便利，地鐵沿線就最好不過。傳統智慧告訴我們，即使同屬地鐵沿線，港島區的物業租值一般叫價較高，其次為九龍市區，最後為新界新市鎮；此外，大型屋苑一般買賣交投活躍，往往有所保證，即使物業租客，或日後放售也較容易。

### 宜留意未來城市發展規劃

當然，也要留意心儀物業附近的未來發展和城市規劃，因為將直接影響物業價值以及租值，例如海景單位前方地盤如已被劃作住宅發展用途，日後很大可能會被新建的大廈遮擋，租金叫價定有下調壓力；此外，一般位處網區物業，吸引力也較高，起碼一眾望子成龍的家長會多看一眼，但要留意，隨著更多傳統名校轉為直資或私校，依靠網校物業的重要性也會逐步下降。

## 監管要求迫使銀行減少同業拆借

中國銀行(香港)發展規劃部經濟研究員  
潘南

上文談及今年銀行業資產負債管理面臨的幾個挑戰，現續談如下。

另外，在有關人民幣的流動性監管方面，以往銀行在計算流動資產比率(Liquidity Ratio)時，金管局對於有多少人民幣資產可被視為流動資金有一些限定。由於離岸人民幣市場日趨成熟，金管局於2月9日發出通告指引，調整了對流動資產比率的計算方法，銀行可以把符合要求的人民幣流動資產也包括在內，有利於釋放人民幣流動性。

### 貸存比升影響市場利率

3、貸存比上升最終會影響市場利率。流動性趨緊、貸存比趨升對於各種利率也會產生影響。香港金管局的統計模型研究發現，貸存比可能會對後者造成非線性的短期正影響，且這種影響要在貸存比超過90%後才在統計上比較顯著，相反，倫敦美元銀行同業拆息(Libor)每上升1%，會導致香港銀行同業拆息上升不足1%。上述統計結果反映了本地零售存款及貸款利率與美國零售存款及貸款利率之間的關係

物業問格：三房單位一般升值潛力較兩房單位高，租金的抗跌力也相對較強，主要租客以中產家庭換樓為主，環境、間格內籠一般較為重要，他們也往往願意付出較高的金錢承租心儀單位，令租值靠穩。

### 新樓機會所設施更理想

物業樓齡：雖然舊單位的價錢較便宜，實用率相對較大，同時管理費也較低，部分唐樓未有設立業主立案法團，甚至不用繳交管理費；但舊樓出現日久失修的情況，也頗為嚴重。一般而言，租客會要求業主負責室內維修，同時也要有心理準備，需要由各住宅攤分大廈翻新的款項和外牆維修。當然，投資新樓盤便不用擔心維修保養的問題，如屬新樓，擁有會所設施及屋內的電器設備就更理想，要招租也較容易，租客或會有所保證。

我有一位朋友，是身經百戰的物業投資「老手」，他認為單從收租角度來看，投資新樓的價值遠不及舊樓，目前部分租金回報更不足3%，單靠每月收取租金往往不夠供樓，要業主額外補貼，相對而言，舊樓的租金回報相對較理想，或許與舊樓存有一定折讓有關，倘若把單位改建為面積較小而符合法例的套房，租金回報或會更高。話雖如此，新樓的價格升值潛力一般遠高於舊樓，承接力較佳，或能補償在租金回報上較遜色的問題；投資舊樓也要面對較難承受按揭的問題，或要鎖死一筆資金，是否值得便要自行考慮。

物業發展商和管理人：物業發展商也是非常重要，我們不難留意到，個別發展商的口碑甚差，手工材料甚至間格經常出現問題，將會影響日後放租金額，以及可能面對的維修費用，而管理公司的服務質素也會直接令物價升值。

由於物業投資一般涉及大額交易，加上屬槓桿投資，所以必須小心謹慎，建議多看樓盤多功課比較，並可鎖定一些目標單位方便跟進，一旦出現價格回落時便可把握機會考慮入市。

相對而言不如港元與美元銀行同業拆息密切。持有其他銀行資產勢減少

4、新的監管要求迫使銀行減少對銀行同業間資金拆借和投資的依賴。金管局於2012年1月20日發出了本地實施Basel III liquidity standards的諮詢文件，將會增加兩項新的比率：流動性覆蓋比率(LCR)和淨穩定資金比率(NSFR)。與金管局現行的流動資產比率比較，在計算上述兩項比率中的高質素流動性資產(HQLA)時，銀行間相互持有的資產(例如：同業拆借、一間銀行持有的另外一間銀行的債券)不再符合上述HQLA的定義(未來人民幣流動性資產方面是否可以納入經人民銀行審批的內地銀行間債券市場投資則仍有待金管局澄清)。為了滿足未來的流動性合規要求，香港銀行紛紛減少持有的對其他銀行的資產(Interbank Asset)，以提高HQLA的佔比。銀行體系銀行間資產的佔比從07年的44%急速下降到去年的33%。

上述監管要求將銀行間相互投資等而持有資金從高質素資產的範圍內剔除，反映了金融海嘯、特別是雷曼事件引發金融機構流動性出現連鎖問題後，全球銀行業監管業痛定思痛，通過改革以減少甚至切斷金融機構之間的資金聯繫，防止再出現類似雷曼事件而引發的金融機構出現連鎖流動性問題而導致風險的傳遞和蔓延。

(摘自中銀財經述評 / 《香港銀行業流動性趨緊的啟示和影響》，四之四)