



歐美經濟存暗湧 投資者勿太樂觀

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

近期陸續發佈的美國經濟數據持續改善，市場對美國經濟的前景普遍趨向樂觀，另外，希臘亦成功獲得援助貸款，避過無序違約，歐債危機降溫，歐元區各國的國債債息亦已回落至去年上半年的水平；美國經濟及歐債危機這兩大一直困擾市場的威脅，似乎已經解除，但實際上，兩者依然存在很多暗湧。

由去年下半年至今，美國經濟數據持續改善，失業率反覆回落，新申領失業救濟人數跌至2008年金融海嘯後低位，美國經濟的確有所改善，然而，近日公布的房地產數據繼續顯示出，美國房地產市場仍然未擺脫向下調整的格局，美國經濟復甦的可持續性仍有待觀察。

美國商務部周二(20日)公布，美國2月份新屋開工數量，較1月份減少1.1%，至於周三(21日)公布的2月份成屋銷售月比以及上周按揭申請亦出現下跌的情況，分別跌

0.9%及7.4%，顯示出美國房地產市場依然疲弱。

而由於與房地產相關的產業眾多，若美國樓價持續低迷，美國經濟增長難免受到拖累，拖慢經濟復甦步伐。紐約聯邦儲備銀行行長Dudley周一(19日)亦表示，即使近期的美國經濟數據略有改善，但仍認為現在指美國經濟持續復甦言之過早。

至於歐債危機方面，其實亦存在大量不確定性。希臘雖獲得了援助，但其疲弱的財政

狀況未有改變，而其他歐豬四國的情況亦不見得比希臘好得多；事實上，雖然歐央行兩度推行長期再融資操作，向銀行系統注入資金流性，緩和了金融機構的財政壓力，亦令投資者對歐元區的信心增強，壓低了歐元區各國的國債債息，但西班牙上月表示，無法完成2012年預算赤字目標，再度燃起市場對歐元區各國的財政狀況憂慮。

近日的數據亦顯示，西班牙失業率逼近23%，為17年以來最高水平；當中更有一半的青年失業，而在經濟衰退和失業增加的壓力下，西班牙人拖欠還款的比例持續攀升，該國銀行業壞賬率從去年12月的7.6%上升至今年1月的7.9%，創下自1994年8月以來的最高水平，壞賬金額達1,400億歐元之多。

若情況繼續惡化，西班牙經濟或會掉進衰退的漩渦之中，更難以達成早前與歐盟承諾的赤字目標。而從資本市場看，西班牙十年



雖然美國就業數據有所改善，但近日公布的房地產數據繼續顯示出，美國房地產市場仍然未擺脫向下調整的格局。

彭博社

期國債債息亦自3月初反覆上揚，周三已升至約5.4厘，較意大利同年期債息高出40個基點，正反映了投資者對西班牙的憂慮升溫。

換言之，近日歐美市場雖然屢傳利好消息，但歐美經濟其實仍存在大量不確定性，投資者不宜對環球經濟前景盲目樂觀，輕率作出投資決定。

新增貸款減 宜靈活調節流動性

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地今年首兩個月的累計新增貸款約達1.45萬億(人民幣，下同)，較去年同期的1.58萬億，下跌約8%。有指三月份新增貸款或只有約8,000億，以此推算，首季新增貸款料未能達到目標的2.4萬億。央行在二月曾下調存準金率，惟似乎不能大幅提振信貸增長。

國家將今年經濟增長目標下調至7.5%，放棄「保八」，外圍形勢又陰霾處處，因此出口形勢難以樂觀。此外，企業訂單受累，財務狀況轉弱，部分需要加快去槓桿化，減慢發展步伐，亦降低融資需求。另一部分營運環境較差的企業，則要不斷依賴銀行貸款「續命」，但銀行考慮到壞賬增加風險，均不會對此等企業明顯加大信貸力度，這些皆成為貸款未能提速的原因。

上月內地外匯佔款雖然增長251億，在經過去年10月份連跌三個月後，今年首兩個月均錄得正增長，但相比1月份的1,409億，或是再早前的數字，仍屬於低水平，整體反覆減少的趨勢未改；而內地上月的貿易逆差更高達314.8億美元，創約十年以來的新高。兩項數據均不約而同地指出，內地資本有加快流出的跡象，加上貸款增長放緩，內地流動性趨於緊張，對於經濟增長或構成不利，同時通脹壓力舒緩，

為存準金率提供足夠的下調理據。

配股壓力增 內銀前景中性

然而，刻下內地經濟調劑仍未受重大衝擊，當局在內既要防範資產泡沫，對外又要提防歐美一旦再出台寬政策，對商品價格及通脹構成的影響，整體貨幣政策取向趨於審慎，即使存準金率確存在下調空間，亦未宜對此作過大之憧憬。再者，內地流動性在經過金融海嘯一系列措施後，已變得相當充裕，而新增貸款及貨幣供應增長放緩的速度，亦未算明顯。

截至3月15日，央行已經五度在公開市場作出正回購，收緊市場流動性，反映流動性緊張的情況，或未知想像中顯著。預期央行將靈活調節流動性，公開市場操作在年內貨幣政策的地位亦將有所提升。

新增貸款放緩，大力放寬銀根亦未是時候，對下壓內銀股盈利表現，內銀去年盈利縱或有理想增長，但今年或呈現較明顯的放緩。融資平台及內房調劑，將成為資產質素的憂慮，而監管水平預期提升，內銀不排除會因為資本要求上升，而增加配股集資的機會。

內銀股年內展望審慎，前景屬中性，吸納亦只宜針對資本較為充裕的大型國有銀行，如建行(00939)及工行(01398)為上。

調控不鬆手 銀行需調整政策

中銀香港發展規劃部高級經濟研究員
應堅

上文論述了今年樓市調控仍不會鬆動，今續第四點，調控手段趨於多元化。在過去兩年調控中，政府比較依賴一些行政手段，如樓價漲幅較大的一線甚至二級城市實施限購，迄今已推廣到46個城市。經過一段時間試點，上海及重慶的房地產稅取得一些經驗，政府有意在此基礎上適當擴大試點範圍，積極穩妥地加以推進。《政府工作報告》進而提及要改革房地產稅收制度。

政府堅持樓市調控，對市場預期將產生較大影響，更多居民會靜候樓市調整，更多開發商會考慮調控措施不鬆綁下的應對之策，而銀行也會調整商業房貸政策。

收緊資金閘門 可促樓價回落

嚴格控制開發資金來源，以促使開發商主動降價，是這一輪樓市調控的一個特點。2010年「國辦發」四號文件明確提出，嚴格執行信貸標準，加大對金融機構房地產貸款業務的監督管理及窗口指導，加強對信貸資金流向和跨境投融資活動監控，防範信貸資金違規進入房地產市場。「國發」十號文件新增一條「證監部門暫停批准(違規房地產開發企業)上市、再融資和重大資產重組」。

經國土資源部核查，大部分開發商存在程度不同的問題需要整改，證監會因而發佈公告，暫緩受理開發商重組申請。迄今為止，涉及開發商的新股上市、借殼上市及再融資計劃(包括增發、配股及發債)均已暫停受理。另一方面，在銀監會的嚴格督促下，銀行的開發貸款及按揭貸款雙雙收緊。不

過，儘管銀行貸款及資本市場融資等主要資金來源被收緊對開發商影響深遠，但由於一段時間內樓市銷售旺盛，收入回款速度較快，開發商仍持有充足現金。隨着調控持續，開發商逐漸感受到資金緊張的壓力。

在融資主渠道方面，兩年來開發商並未涉足股票融資及債券融資，而從銀行獲得資金越來越難。2009年銀行開發貸款增長49%，佔開發商全部資金來源的28%，去年降至單位數增長，到年底轉為零增長。開發貸款佔比為15%，比高峰時跌去13個百分點。另一項銀行資金為按揭貸款，從2009年增長1.2倍，到2010年增長8%，去年則為負增長12%，佔比降至10%。將開發貸款及按揭貸款加在一起，去年底兩項直接來自銀行的資金佔比為兩成五，已明顯回落。

開發商向輔助渠道融資也困難

在輔助渠道方面，兩年來開發商亦通過信託基金、私募基金、民間借貸及海外發債籌集開發資金，其中部分融資形式也被監管機構叫停或嚴格規管，部分融資形式利息負擔很重，今年又到了集中還款階段，進一步加劇了開發商的資金困局。例如，三年來海外上市房企共發行了2000億元的債券，去年8月後國家外管局不再受理內地房企為境外子公司發債提供對外擔保的申請，此種融資形式基本停頓下來。又如，房地產信託是目前開發商重要的融資形式，去年底信託存量6000億元，今年到期規模近2000億元，最近監管部門嚴控兌付風險，暫停一些信託公司相關業務，未來開發商通過此種方式融資也將變得困難。

(摘自中銀財經述評/《持續調控下內地樓市走勢探析》，四之三)

香港樓市變化怪象剖析

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

農曆新年後樓市小陽春，經歷個多月的暢旺，近期成交轉趨「價高量跌」，二手住宅「破頂」價湧現，業主惜售及調高叫價，特別是中小型樓，出現缺盤現象，成交縮減。市場評論莫衷一是，有認為供求失衡，後市回氣後有力再上，看淡後市亦不乏人，所持理由是外圍經濟負面較多，加上政府持續額外印花稅措施及近期失業率回升等。

港府繼續直接推住宅地標售，出現奇異的結果。標售鴨洲洲及西貢碧沙灣住宅地，市場反應熱烈，竟然共獲30份標書，比對較早前西鐵荃灣西站「灣畔地塊」的流標，反差極大。究竟發展商看好還是不看好後市？令大家摸不著頭腦。

筆者嘗試去解釋這些矛盾，港府要穩定樓市，下定決心從土地供應着手，不斷直接推出住宅用地，市場反應時冷時熱，真正原因是選擇多了，發展商會揀選一些較優質地皮而投資額不太大的來投資，鴨洲洲及西貢碧沙灣住宅地均屬位處優越地點而坐擁優美海景，可作豪宅發展，反觀西鐵荃灣西站「灣畔地塊」位處新市鎮，批地條款有局限而項目規模龐大風險

高，不同用地標售有不同反應，反映發展商揀選項目的看法頗為一致。

大手物業買賣近期亦趨活躍，逾億元大額及全幢物業的成交均見有所增加，這與外圍經濟變化有莫大關連。希臘債務危機稍紓緩、日本量化寬鬆、美聯儲局維持低息等，都增加了市場對通脹加劇的預期，無論是企業或個人，都需要想辦法為持有的資金對抗通脹的蠶食，持有物業對抗通脹，是港人傳統智慧。

外圍不景 樓市吸金力增

一位從事珠寶製作的廠商這樣告訴筆者，近期生意難做，歐美經濟不景氣令訂單大幅減少，最要命的是匯率風險，尤其是歐洲生意夥伴的生意，就算有單都不敢接，他設廠於珠三角，以人民幣支付原材料及工人薪金等，人民幣兌港元不斷升值，他就怕歐元下跌，到收回歐元貸款時匯水就賺都變蝕。加上預期通脹加劇，他及部分廠商都有把資金投入地產市場，相信其他行業經營者面對相同情況，都會像他一樣。

商廈、廠廈以及零售店舖一般租金回報2.5厘至4厘不等，兼且某些地區如九龍東有大型發展概念，更有升值的憧憬，這是近期持有物業市場轉活的主因。

城市化及戶籍制度改革對投資的影響

摩根大通中國區全球市場業務主席
李晶

在中國實行經濟改革的30年中，由於內陸省份較為貧窮的農村人口大量湧入沿海地區尋找更高收入的工作，導致內地人口流動大幅增長。儘管在城市工作讓許多外來務工家庭脫離貧困，但這些人員的農村戶口常常限制他們享有醫療、退休金及子女免費義務教育等社會福利。很多人認為這些不利因素導致了他們的預防性儲蓄的增長，因此抑制了這一人群的家庭消費。最近數周的幾項政策顯示，戶籍制度改革正在加速進行：

i) 在2月底，國務院發佈的一份關於戶籍改革的通知(制訂日期為一年之前)提出，對於所有縣、縣級市及地級市的農民工及其家庭，如果滿足有關就業、住所及社保供款方面基本標準，可申請登記當地常住戶口。通知亦指出，不得借戶籍制度改革強迫落戶城鎮的農民工放棄自身的宅基地。

ii) 在今年全國人大開幕時所作的政府工作報告中，溫家寶總理強調政府將「積極穩妥推進戶籍制度改革」，同時還將在今後一年裡深化土地、戶籍登記及公共服務的改革。在去年12月份召開的全國農村工作會議上，溫總理表示將會在2012年制定出台全國土地徵收補償條例。

iii) 在全國人大會議期間，中國公安部副部長透露，公安部正在起草全國性的居住證管理辦法，目前已形成草案，正在徵求各方意見，並將於年內報國務院審定。國家發改委的一名高級官員也表示，中國應建立成本分攤機制，讓城市的農民工平等享受社會福利和公共服務。

關注龐大群體由儲蓄轉消費

政府縮小城鄉收入差距及推動農民工收入增長的政策，引發人們思考一個問題：中國的這

個龐大群體會否因此將由儲蓄轉為消費，以及戶籍制度的改革可能對消費帶來的影響。在本報告中，我們嘗試通過分析中國農民工人口統計特徵方面的最新調查結果來解答這個問題，並思考中國的戶籍改革計劃將會對農民工消費的影響。

現今的大部分農民工均為1980年後出生的一代人(「80後」)。現今，約60%的內陸省份農民工均在1980年後出生，與之前的一代人不同，他們只擁有極少甚至根本沒有任何農活的經驗，並且很可能繼續呆在城市。根據最近的調查，這些較為年輕的農民工中有四分之三並不打算回到老家。

然而，由於沒有城市戶口，他們通常無法享有醫療補貼、經濟適用房、令子女獲得更好教育以及其他社會福利。儘管許多城市的常住戶口門檻已經降低，但大部分農村居民仍然極不情願放棄自己的宅基地。

政府領導人不斷發出戶籍改革新措施的信號。儘管居住戶口及農民工福利的新措施可能會在未來一年出台，但我們認為戶籍改革如同農村土地產權改革一樣，可能會是一個長期而複雜的過程。許多地方已進行的戶籍改革嘗試呈現出很大的差異，然而，中央政府青睞的方法似乎是在全國範圍內實行居住證制度，逐漸將社會福利權益與居民的戶籍脫鉤。中國內陸中小型城市的推行步伐將會較快，隨着製造業逐漸向中部地區轉移，這些城市湧入的農民工比例不斷增加。

城鄉收入差距的縮小將為拉動內需提供支持。政府加快城市化進程、改善農民工社會福利及降低收入差距的努力將令以下三個領域受惠最大：i) 大眾市場消費，特別是耐用品、基本服務及高端必需消費品(如乳製品)；ii) 醫療開支的穩步增長將令整個行業受益；iii) 現代化農業的發展將成為促進農村增長的核心要素，今年有關農業政策的文件中特別強調了農業技術(尤其是種子方面)的發展。(二之一)

鈔票遍地 美通脹一飛沖天？

路透社專欄撰稿人
Martin Hutchinson/
Christopher Swann

熱點透視

貨幣供給正在迅速增加，那麼通貨膨脹的表現如何呢？2月美國消費者物價指數(CPI)較前月增長0.4%，不過這主要是由汽油價格上漲帶動的。該月CPI較上年同期的增幅高於美聯儲2%的目標水平，但並沒有超出太多。然而貨供仍有突破極限的勢頭。如此一來，如若不是通脹即將到來，那就是弗里德曼(Milton Friedman)獲得的諾貝爾獎名不副實。

弗里德曼聲稱，「無論何時何地，通貨膨脹都是一種貨幣現象」。他主張央行應該忽視經濟周期，使貨幣供應量每年按照固定的比例增長，將通脹和通縮的自我強化波動減弱到最低。

近幾年的情況與弗里德曼的建議相去甚遠。無論是以M2還是以聖路易聯邦儲備銀行的零期限貨幣(money of zero maturity)衡量的廣義貨幣供應量，在過去一年都增加了約10%；而經調整貨幣指數，即狹義貨幣供應量的增幅則超過

18%。弗里德曼的見解是，貨供應當與實質國內生產總值(GDP)同比例增長。過去一年實質GDP擴張不到2%而貨供增長10%，在其他條件都不變的情況下，這暗示通脹率應該超過8%。但這種關聯也會出現錯位，舉例來說，1965年前後的美國貨幣政策異常寬鬆，但在1969年之前通脹率均未觸及5%，只有在1974年才超過10%。貨幣流通速度也是一個原因。2008年金融危機和隨之而來的去槓桿化進程可能放慢了貨幣流轉的速度。

伯南克較諾獎評委更高明？

儘管如此，假設美國經濟像近期數據所暗示的那樣正在從2008年的衝擊中恢復，那麼貨幣流通速度就該升到更為正常的水平。按照弗里德曼的理論，這種情況反過來會導致通脹快速升溫。

與此同時，美聯儲主席伯南克及其多數同僚都相信，通脹仍將保持溫和，適於維持近零利率直至2014年底。如果事實證明伯南克是對的，那麼看來他要比1976年的那屆諾貝爾獎評委會更加高明了。