

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

保脆弱經濟 環球央行政策料續鬆

經過了今年第一季，環球經濟走勢轉趨明朗；美國經濟逐步復甦、歐洲經濟因歐債危機及各地政府推行的緊縮政策增長大為減慢，部分國家更出現經濟收縮、新興國家的經濟增長亦有所放緩，雖然各國的經濟狀況各異，但各國央行卻紛紛採取相對寬鬆的貨幣政策。

新興國家方面，印度、巴西等國經濟增長持續減慢；巴西去年第四季經濟增長僅1.4%、印度去年第四季的經濟增長亦減慢至6.1%，逼使兩國央行近月均相繼宣布減息，以刺激經濟增長，巴西今年以來以連續第三次減息，印度本月亦三年以來首次減息。

至於同為新興國家的中國，經濟增長亦見放緩，今年第一季的經濟增長跌至8.1%，為自金融海嘯以來最低水平，雖然至今人仍未有減息的舉動，但自去年起已下調了兩次存款準備金率，貨幣政策亦正在放鬆。

可以預期的是，雖然中國揚言要將經濟由出口主導轉變為內需主導，但中短線仍不能擺脫依靠出口推動經濟的模式，其他

新興國家的經濟亦繼續維持出口導向，在歐洲經濟放緩，而美國經濟雖改善，但力度仍不足的情況下，新興國家中短線仍然會繼續放鬆貨幣政策。

歐洲國家方面，歐央行及英央行今年未有減息，不過，兩者利率實際上已處於歷史低位，再減的機會有限，而面對歐債危機，以及疲弱的經濟，兩者於今個月初舉行的議息會議均表示，未有撤回刺激措施的跡象；歐央行行長德拉吉於議息會議上，表示任何有關「退出策略」的考慮仍言之尚早，英央行亦繼續維持資產購買計劃規模於3,250億英鎊不變，相信在歐洲經濟疲弱的基本面未有改變之前，歐央行及英央行仍會維持目前的政策方向。

美國方面，近期經濟數據持續向好，聯

儲局周四(26日)凌晨公布的議息結果亦一如預期，對經濟前景維持樂觀的取態，對貨幣政策則維持觀望的態度，只是繼續維持極低利率環境至2014年底，並未有作出任何有關寬鬆措施的暗示。

雖然聯儲局再放水的機會甚微，但聯儲局透過買入長債沽短債而壓低長期利率的扭曲操作措施將於今年六月到期，為繼續壓低長債息率，相信聯儲局將會推出與扭曲操作相若的沖銷式量寬措施；即聯儲局買入長債的同時，以其他工具從市場借入相同金額的資金，防止其流入經濟體系之中，從而規避潛在的通脹風險。

從各國央行最近的舉動可見，全球的貨幣政策中短期內仍會傾向寬鬆，以保住脆弱的環球經濟。



作者認為，全球貨幣政策中短期內仍會傾向寬鬆，以保住脆弱的環球經濟。圖為上周IMF會議，各國財長、央行行長、專家聚首。

調高增長預期 美聯儲續觀望

海通國際分析師
胡一帆

美聯儲決定維持其貨幣政策立場不變，保持聯邦基金利率目標在0%至0.25%的區間內，並維持「扭曲操作」(出售短期國債並用收入來購買長期國債)以及繼續對未來自資產抵押的機構債收益對資產抵押債券進行再投資。美聯儲仍認為當前經濟形勢需要將聯邦基金利率維持在非常低的水平直到2014年。

「扭曲操作」將完 伯南克派定心丸

聯邦公開委員會仍預計經濟在未來的幾個季度將溫和增長，但是其用一種更積極樂觀的語氣補充道經濟將逐漸起步。新的聯邦公開市場委員會的預測公佈，2012年GDP增長預期從1月的平均預期同比2.45%在4月被調高至同比2.65%。2012年失業率預測從平均預期的8.35%被相應調低至7.9%。通脹預期被小幅調升，但是伯南克在問答環節重申其觀點，認為這是由上一輪油價上漲而引起的短期影響。自2012年1月開始由聯邦公開委員會成員公佈的聯邦基金利率預測顯示：17位中7位成員(比率上行)認為聯邦基金利率將在2014年底升至2%以上。

問答環節重點集中在以下內容：如果經濟需要額外的援助，QE3作為資產負債表工具的實施「是很有可能的」。伯南克繼續表示對公共債務的擔心，其認為這是一個「財政的懸崖」。他試圖緩解對6月「扭轉操作」結束之後長期利率將提高的恐懼，強調美聯儲持有股票而不是國債的事實，這對收益率曲線有一定影響。對來自非農就業人口的好消息，他重申其謹慎態度，這主要由於從2008年和2009年的大量裁員之後逐漸趕上的過程以及今年年初以來的好天氣所影響。

QE3可能性低 留一手以防萬一

展望：我們仍然認為美聯儲將繼續保持非常寬鬆的貨幣政策，並維持低水平的聯邦基金利率到2014年，繼續其「扭轉操作」(延長美聯儲資產負債表到期時間)直到6月。我們並認為QE3政策實行的可能性較低，尤其是在美聯儲的增長預測被調高之後。然而將保持使用這一措施的權利以防止歐洲經濟衰退的影響對美國的外部需求有負面衝擊(英國官方宣佈在連續第二季GDP負增長之後經濟陷入衰退，4Q11季度環比-0.3%和1Q12為季度環比-0.2%)。然而我們認為美國的復甦可自我持續，其GDP將在2012年同比增長2.4%。

歐洲拖累 英國重陷衰退

路透專欄撰稿人
Ian Campbell

英國經濟重陷衰退或許是因為暫時的統計原因。但也體現將要打場經濟持久戰。英國政府和央行不應因此驚慌失措，這樣只會讓英國的處境更加艱難。

英政府及央行不應驚慌

衰退或許是暫時的。建築業產出按季大幅下滑3%看起來尤其其危險。如果沒有這點，英國第一季國內生產總值(GDP)將持平。因此，修正後的第一季GDP數據或將抹去已公佈初值的0.2%按季降幅，之前在2011年第四季GDP為下滑0.3%。然而，經濟疲軟仍是不爭的事實，英國政府因此將面臨輿論的猛烈抨擊。政府緊縮政策確實有影響。政府在過去兩年大刀闊斧削減41萬個公共部門職位，相當於6.5%公共部門員工，不可能完全不使失業惡化和消費者支出疲軟。但是英國政府有實施緊縮的好理由。2011年英國財政赤字相當於GDP的8.3%。歐盟國家中，只有西班牙、希臘和愛爾蘭的財

政狀況比英國更差。英國央行購買3,250億英鎊債券的非常措施，令英國債券收益率持續於低位。那也許暗示政府會增加支出，不過那些數據也具有欺騙性。與歐洲債務一樣，英國債務也在逐步膨脹，需要得到控制。英國大印鈔票可能引發了通脹，因而損及經濟增長。

開印鈔機恐損經濟增長

歐洲經濟是要打的另一場持久戰。歐洲衰退也拖累英國出口和增長。整個歐洲大陸的疲軟是系統性的，將長期存在。直到歐元未來前景明朗之前，歐洲企業不會解囊投資，消費者也將擔心害怕。如果歐洲的經濟戰導致一些國家退出歐元區，英國銀行將很可能蒙受損失。鑒於國內採取緊縮措施，且危機侵襲整個歐洲大陸，英國經濟沒法快速增長。但那不能成為英國政府改變政策路線的理由。而英國央行印發更多鈔票或許會讓通脹加劇，再次衝擊消費者。決策者在做他們能做的——而且是在一個幾乎沒有建設性的領域試圖施展拳腳。

石油巨頭難捨阿根廷油儲

路透專欄撰稿人
Raul Gallegos

熱點透視

阿根廷石油企業YPF被政府國有化，但事情或許還沒有完。該國總統費爾南德斯很可能將對整個國內能源業進行徹底改革。即便如此，阿根廷巨大的頁岩油儲備在全球的地位還是相當重要，不容忽略。國有化不是好事情，但石油巨頭們對阿根廷是避不開，躲不起。

阿國頁岩油儲備難找替代

並不只有布宜諾斯艾利斯不好客。從巴格達到莫斯科，到其它國家，開採頁岩氣這類資源的風險都很高。石油巨頭已經學會與眾多不友善的東道主相處，並且還財源廣進。替代頁岩油儲備的難度加大，意味著想放棄阿根廷Vaca Muerta盆地不容易做到，這處盆地的頁岩油儲量能滿足阿根廷未來約400年的需求。費爾南德斯若繼續在位4年，對那些頁岩油企業來說不是什麼樂事。迄今為止，YPF的回報一直還算強人意。據瑞士信貸的數據，YPF在2010年實現了26%的資本投資回報率，同期資本成本率為17%。那都是在費爾南德斯強制要求石油企業匯回海外獲利，並取消行業財政刺激措施之前的事了。她現在宣布進行的是潛在收購的生產鏈公平競賽。

雪佛龍周旋委國政治堪效仿

委內瑞拉的油企之前就遭遇過這一切。總統查韋斯已調整過該國的能源立法，上調了能源稅和探礦權使用費，並迫使外資企業接受對自己不利不那麼有利的合作關係。阿克森美孚和康菲石油國際雙雙從委內瑞拉出局，目前在這個西半球最大的重油出

產國都沒有一席之地。而雪佛龍靈活應對委內瑞拉左派風格政府的做法也許值得效仿。該公司不理會查韋斯喜歡企業攀附政府關係的意識形態傾向，在他上台後13年以來，保持着在該國業內的主要企業地位。如果查韋斯政府最後落入親企業的反對派手中，雪佛龍的韌勁也只會讓自己受益更多。

阿克森美孚再投逾5000萬美元

舉個例子來說，阿克森美孚已經看到，其在總面積近750萬英畝的Vaca Muerta盆地擁有的100英畝權益價值比美國Eagle Ford頁岩油權益要稍稍大些，於是準備再向Vaca Muerta投資逾5,000萬美元。Apache和雪佛龍也在阿根廷擁有頁岩油權益。當然，想實現超過20%的投資回報率沒那麼快。但這些企業知道他們的業務將會是細水長流的。



阿根廷總統費爾南德斯上周拿着一小瓶石油，宣布能源業國有化方案。

香港「鬧地荒」 地從何來？

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

本港土地幅員有限，要開發土地作公屋、私人住宅、商業及社會設施，應付未來發展所需，必定要從眾多可行途徑選擇一個或多個方向，包括填海、岩洞、開發新界、擴大舊有「新」市鎮範圍、拓邊境橋頭堡市鎮、全面調整規劃用途及發展密度、跨境配合土地利用等。

從近期反應，社會上對填海的反對聲音較多，理由包括有關海洋生態的影響以及對現有海岸線景觀的遮擋等，相信不易獲得通過。其實要增加可供發展土地，填海及開發岩洞等均是耗時甚久及昂貴的選擇，現階段可優先從檢討現行城市規劃着手。

1. 擴大「新」市鎮範圍

「新」市鎮如荃灣、沙田、大埔、屯門、元朗、上水、粉嶺等，經歷幾十年發展，已成為各項配套設施及交通系統完備的城鎮，何不研究擴大每個城鎮的範圍，給予建屋容積率3至5倍(指住宅)，這是一個快速增加供應住宅樓面的方法，同一時間，港府亦可取得補地價的收入。

2. 邊境禁區後撤騰空的土地利用

港府《2030》報告基本上是把邊境禁區後撤騰空的土地凍結，沒有善加前瞻性規劃和利用。反觀深圳河一河之隔的彼岸，羅湖區已發展成繁盛都市，港府凍結邊界土地形同為深圳造「市肺」，假如選定了保留米埔等地為保育區，其餘的土地便應及早規劃加以利用，可考慮沿邊境線修築新公路網，有利開發公路兩旁用地。河套的現時港方規劃以教育為主，深圳彼岸側重金融商業，突顯出跨境規劃彼此不協調。

3. 橋頭堡式新市鎮

參考鄰近地區如珠海拱北，把港珠大橋落腳點規劃發展成多層式的綜合多功能中心，類似模式可以在港邊境關口如羅湖、落馬洲、沙頭角及蓮塘口岸等實行，創造邊境自由貿易購物區，兼可舒緩現時遊客區如尖沙咀及銅鑼灣的人車流擠塞及天價租金。

4. 檢討郊野公園及綠化帶範圍

「以人為本」的理念，是以照顧人類生活住屋需求為優先。現時全港已發展土地只約20%，其餘為郊野公園及綠化帶等，雖然本港居住用地供應不足，窮人卻被迫擠在市區劏房，現規劃有否本末倒置？建議酌量釋出生態價值較低的郊野公園及綠化帶部分地方，改劃作居住用地。

鐵路投資高增長不再

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地去年發生高鐵事件，令高鐵安全質量受到關注，並拖慢鐵路基建的投放。國家鐵道部公布，去年全國鐵路固定資產投資，錄得30.1%的同比跌幅，至5,863.1億元(人民幣，下同)，基本建設投資佔4,610.8億元，減幅為34.8%，而截至今年首季，鐵路固定資產投資達596.4億元，按年減少51%，其中基本建設投資425.9億元，同比亦減少60.9%，鐵路投資倒退的情況未見改善。

內地今年鐵路固定資產投資目標為5,160億元，當中4,060億元為基本建設投資，惟相比2011年全年的固定資產投資總額而言，仍呈現減少。

不過，內地鐵道專家王夢恕較早時表示，早前因為資金鏈斷裂而停工的鐵路，在資金到位下，當中有八成已復工。此外，有報道指商業銀行自第二季以來，已陸續向鐵路建設項目批出貸款，有利舒緩鐵路投資的資金壓力。

建設放慢 鐵路股或再下調

另一方面，科技部發布《高速列車科技發展「十二五」專項規劃》，當中提到將高速列車譜系化及智能化，以及提高列車速度的規劃目標，而《中长期鐵路網規劃(2008年調

整)》亦提到，2020年內地鐵路里程的規劃目標，由原先的10萬公里，增至12萬公里以上，客運專線(高鐵)由1.2萬公里，上調至1.6萬公里，同時打造「四縱四橫」格局。事實上，內地鐵路的中長線規劃，在整個物流布局，以及固資投資中，均佔有重要的位置，難免因為高鐵事件而受明顯影響，惟鐵路建設步伐卻有機會因而放慢，暫不會再呈現高增長，即使資金面略有改善，亦具國策配合支持，但預期當局今年會以「保在建」作為主體規劃方向，確保在建項目可獲得所需資金，而非大力增加新增投資，鐵路相關股份的盈利當受衝擊，估值亦料受累，或再下有調空間，中線展望審慎。

高油價拖累 航空股宜審慎

另外，內地航空股的前景與鐵路相關股份一樣，均宜審慎，主要因為國際油價高企，為航企的成本迎來沉重的壓力，加上環球經濟不甚明朗，下壓客貨運需求。

國家民航局公布，今年首季內地民航空運總同轉量，按年只增長4.9%，其中國際航線更錄得5.9%的負增長。旅客需求增長欠缺明顯動力，影響航企成本轉嫁能力，基本營運環境陷入困境，而預期高油價及低需求增長的情況仍會於年內持續，未宜對內地航空股的盈利抱有憧憬，與鐵路相關股份一樣，皆不建議於現階段吸納。