

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

歐共同債未達共識 先發專案債撐經濟

周三(23日)於歐洲時段，雖然媒體報道引述歐元區成員國表示，認為希臘不太可能退出歐元區，但歐洲央行已成立工作小組，為希臘退出歐元區的可能性作準備。另外，在剛結束的歐盟非正式峰會上，歐洲領袖們並未作出任何重大決定，只是重申繼續支持希臘留於歐元區內，亦同時指出各國需就希臘一旦決定退出歐元區而制定應變計劃。

各國為希臘一旦退出歐元區作準備，預先作出部署，做好風險管理，減低事件一旦發生時國家所受到的衝擊，應該是正常不過之事，沒有計劃反而更令人擔心。不過，市場卻將此等消息解讀成希臘即將退出歐元區，引發歐洲股市再次急跌，歐元兌美元更跌至接近兩年低位。

於峰會上，德國總理默克爾以無助經濟增長為由，反對由法國提出的建立歐元區共同體的建議。實際上，默克爾反對歐元區共同債亦有其道理；雖然，由於市場將依歐元區各國的加權平均值來為歐元區共同債定價，

雖然峰會未見實質提議，但在希臘只差一線便退離歐元區，金融體制出現巨大不確定性的情況下，說是為各國爭取時間就希臘退歐做準備也好，阻止歐債危機繼續惡化也好，歐洲領導人總需要有點事，試着提出解決歐債問題之方案，而最近，歐盟亦已開始試行用作幫助歐元區內基建融資的專案債券計劃。

專案債券計劃與歐元區共同債類似，是由歐元區若干個全體國家共同發行的債券，但所籌集的資金並非送歸各國國庫以作政府開支，而是專用於特定的基礎設施建設項目。而是次歐盟將於預算中撥出2.3億歐元作為試驗，預期資金規模最後可擴大至46億歐元，以支持區內基建項目，增加就業，刺激經濟。

不過，話說回頭，以目前歐元區各國的財政狀況，要大規模推出措施刺激經濟，又要



剛結束的歐盟非正式峰會上，歐洲領袖們並未作出任何重大決定，只是重申繼續支持希臘留於歐元區內。圖為希臘央行。法新社

同時維持財政赤字處於可控水平，難度甚高，因此，歐元區各國領導目前只是在摸着石頭過河，歐債危機不確定性未有因區內政

希臘退出歐元區縱有百害也有一利

彭博專欄作家
Jacob Kirkegaard

希臘退出歐元區會重創希臘和整個歐洲，但這可能也是歐元區成立以來遇到過的最好的事情之一。

希臘下個月將重新舉行國會大選，等於對是否退出加入已12年的歐元區進行一次公民複決。如果選舉結果是肯定的，希臘經濟將停止心跳，銀行體系會崩解，外國供應商將拒絕接受希臘先幣(德拉克馬)作為支付工具。歐元區的金融體系也會面對數千億歐元的損失，這個體系目前是希臘最大的國際債權人。

對整個歐洲經濟來說，主要危機在於原本不可逆轉的貨幣聯盟將要重新面對匯率風險。希臘的銀行業者如果倒閉，或者為實現將存款強轉為新希臘貨幣而必須延長歇業的時間，我們並無法預測歐洲的個人和企業是否會未雨綢繆，衝到銀行擠兌存款。結果可能就是一場金融災難。

這種可能相當悲慘的後遺症讓很多人轉而預計，沒有一位負責任的歐洲決策官員會容許希臘退出歐元區。由此觀之，讓希臘退出歐元區的論調充其量只是虛張聲勢。如果要與希臘比誰膽子大，歐洲領袖會先敗下陣來，最後還是乖乖放寬對該國緊縮方案的條件。

太寬容 道德風險相當可觀

上述邏輯低估了歐元區政治經濟學中一個關鍵因素：在這

個貨幣聯盟中，各國仍然享有部分主權，且超乎各國之上的主事當局付之闕如，因此道德風險相當可觀，也就是如果對希臘的寬容可能會鼓勵其他國家也胡作非為。歐元區領袖們揚言，會切斷來自歐洲中央銀行的金援，任由希臘政府一毛現金都不剩，由希臘決定是否放棄歐元或者只是一個歐元化的國家(就像蒙特內哥羅)，這番話可不是嚇唬希臘而已。

歐洲領袖不會贊同的是歐元區崩解。這就是希臘退出歐元區的正面意義。為了保護這個貨幣聯盟不致瓦解，剩下的會員國必須非常迅速地邁向經濟和財政整合，這一直是歐元區長治久安的必要條件。

這是歐洲聯盟的本質以及區域整合的歷史：都是一場一場嚴重危機所造就出來的。一些不成功就成仁的緊要關頭，勾勒出在政治上行得通的範疇，也啟迪領袖們為所應為，以保存歐元的一絲命脈。

區內銀行整合非大躍進不可

例如，想想看歐洲會如何因應銀行擠兌的威脅。只有某種泛歐存款擔保機制才夠一言九鼎，足以說服存戶不提領存在葡萄牙、西班牙及意大利等非核心國家內的銀行存款。當初，德國總理默克爾和歐洲中央銀行總裁德拉吉是可以口頭上作此承諾。但實質上要能執行這套機制，歐元區銀行監理和規範的整合非得大躍進不可。歐元區管轄銀行業者的大權必須轉移到超乎各國之上的層級。換句話說，希臘出走，直接的後果可能就是歐元區的銀行聯盟應運而生。

新家電補貼成效有待觀察

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國家早前宣佈對符合節能標準的家電，進行為期一年的財政補貼，金額達265億人民幣(下同)，涉及的家電包括平板電視、空調、電冰箱、熱水器及洗衣機。隨着家電「以舊換新」及「家電下鄉」陸續到期，上述措施無疑有利提振家電銷售，推動內地民眾消費，帶動內需，同時由於是次措施乃針對節能家電產品，在刺激消費之餘，亦可藉此推動行業結構轉型，提倡產業升級。

新政涵蓋產品種類較少

然而，相對家電「以舊換新」及「家電下鄉」，新政涵蓋的產品層面集中於節能家電上，受惠的產品種類較少，加上在早前的刺激政策下，不少居民已經更換家電，新措施能否提供進一步的誘因，當屬疑問，成效有待觀察。

國家商務部公佈，4月底全國「家電下鄉」的累計銷售額達5674.9億，銷售2.41台家電，涉及661.9億的補貼，數字遠高於新政策265億的補貼總額，而「家電下鄉」的利好效應亦呈現遞減，今年首四個月的銷售額，按年減少6.7%，至616.8億，銷售量亦跌16.4%，至2334萬台。

「家電下鄉」熱情減弱，新補貼政策在產品寬度及補貼規模

均有所不及。再者，與家電行業密不可分的房地產市場，仍處於調控期。國統局數字顯示，在70大中城市中，有43個城市，其四月份新建商品住宅價格錄得按月下跌，按年下跌的亦有46個，房產價格雖見回落，惟在資產泡沫重臨的憂慮下，即使當局放寬調控，也將以緩慢且低調的方式進行，以免向市場釋出錯誤訊息，並構成顯著的影響，加上房產市場只初部受控，政策於短期內難作出放鬆，或多或少會打擊家電銷情。

龍頭節能企業看高一線

由此可見，節能補貼新政對帶動家電銷售的效用，或未能如想像中明顯，未宜抱有過分期望，但措施就不失為推動結構轉型的催化劑，有助提升製造商及民眾加強對節能家電的注視度，惟當局在帶動消費政策的力度上，卻有深化的餘地，預期當局將陸續有刺激消費政策出台。

另一方面，《中國家用電器工業「十二五」規劃》中提到，規劃期內主要家電產品能效的提升幅度，需達15%，意味行業技術升級勢在必行，不排除當局在往後將再有相關提振措施，並掀起行業內的併購整合潮，部分規模較大，研發資金較充裕的製造商將可藉此搶佔更多市佔率，行業龍頭如創維(00751)、TCL多媒體(01070)以及海爾(01169)的中長線前景可取，具有不俗的投資價值，可供低跟進。

中央未對地產調控鬆口

此外，值得一提的是，會議在提出加快保障性住房與農村危房改造的同時，仍要求穩定和嚴格實施房地產調控政策，顯示地產調控方面中央仍未鬆口。

大成基金同時指出，在市場對政策預期充滿憧憬的背景中，仍然需要警惕經濟轉型週期及通脹等對政策放鬆的制約。經濟狀況的現實不支持系統性牛市，海外市場不確定性重新升溫，但政策預期和流動性改善抬高了市場底部，股市沒有擺脫震盪市格局。債市則仍然受到基本面的支撐，牛市還在繼續。



分析認為，首季的貨幣政策保持物價穩定和防範金融風險未再納入會議內容，令貨幣政策與物價鬆綁跡象更為明顯。新華社

大成基金

基金視點

國務院總理溫家寶23日主持召開國務院常務會議，分析經濟形勢，部署近期工作。大成基金表示，與一季度末相比，此次會議明確確到經濟下行壓力加大，措辭更為激進。剛公佈的匯豐PMI初值降至48.7，也在此前公佈的一系列經濟數據的基礎上進一步確認了經濟增速放緩。在當前經濟環境下，股市將繼續維持震盪，但消費、基建等受益政策支持的板塊仍值得看好；而債市牛市則尚未完成。

貨幣政策放鬆跡象明顯

大成基金表示，國務院常務會議令政策預期更為明確。會議提出結構性減稅，貨幣政策方面仍然堅持穩健基調，在財政和貨幣政策基調上並未變動。但是一季度貨幣政策的保持物價穩定和防範金融風險未再納入會議內容，貨幣政策與物價鬆綁跡象更為明顯。

另外，大成基金認為，會議首次提到啟動一批事關全局、帶動性強的重大項目，重點提到鐵路、節能環保、農村和西部基礎設施、教育衛生、信息化領域，相關行業將受益。會議並要求加快前期工作進度，要求不能出現半拉子工程，從這個表態看，在建項目全面復工已是板上釘釘，現在值得關注的是新啟動的所謂重大項目投資額能否超越預期。

「geuro」難解危機反雪上加霜

路透社專欄撰稿人

Martin Hutchinson

熱點透視

「希臘歐元(geuro)」是歐元

區債務危機爆發後，最新出爐的糟糕點子。德意志銀行的Thomas Mayer建議，若歐元區停止支持希臘政府，那麼雅典可以在國際交易中繼續使用歐元，同時以借據(IOU)來支付國內債務，為此他創造了一個名字，叫做「geuro」。我的同事Edward Hadas認為，對於希臘和歐洲而言，這種雙匯率體系或許是負面衝擊最小的一種(希臘退出歐元區的替代方式。但他錯了。

不能自由轉為歐元欠吸引

希臘國內的geuro不會有什麼吸引力，因為它不能自由轉換為歐元。Geuro最初將承受(與歐元相比)的大幅折價，幅度或許會達到50%-75%，不過以geuro計價的廉價勞動力，或能逐步增加希臘出口，並降低該國的貿易逆差和geuro的折價程度。

但與此同時，希臘也將付出巨大代價。根據格雷法則(Gresham's Law)，希臘人試圖將歐元(良幣)驅逐出本國，並在國內支付geuro(劣幣)。歐元因此將很快在國內市場銷聲匿跡。

這種匯率雙軌制在過去曾被多次使用。例如英國在1939-1979年就曾實施過這種體制，當時價值較高的美元都被用於投資海外。同時還存在一種非正式的匯率雙軌制，即在官方匯率之外還有一個黑市匯率。委內瑞拉在2003-2010年期間就運行着這種機制，在2011年至今又再次出現。

雙匯率制扭曲經濟定價

雙匯率制扭曲了經濟定價機制，在國內外同類商品之間人為製造了價格差異。在腐敗國家，這種機制還幫助有關係但不誠實的人獲得外匯，而誠實的民眾卻不得不支付更高價格購買進口商品。對不道德行為的補貼會加劇腐敗，並使貧窮程度迅速惡化。根據全球評級體系，希臘既是腐敗國家，其商業環境又不佳；若推出geuro，這種局面將雪上加霜。



圖為歐盟和希臘國旗。彭博社

將雙軌運行的匯率統一並放開，通常會推動商業活動激增以及失業水平快速下降。希臘也能做到這些，前提是放棄歐元，並重新起用可自由兌換的本國貨幣。

公屋加租有必要 應獲理解

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

房委會宣布9月起，全港55萬戶公屋，加租

一成，有認為這是「政治炸彈」，考驗來屆政府的拆彈能力。房委會有委員提出可寬免一個月

月租，加上今年財政預算案已明言代公屋戶繳交7月和8月租金，累計其實今年度不加反減，實質是減租4%，相信可舒緩公屋戶的反加租情緒。

去年整體赤字增至14億

房委會加租其實不應被稱「政治炸彈」，實際上房委會長期面對入不敷支，表面上仍有679億元儲備，現時加租不合理，但看深一層，提出加租是有理據的。數字顯示，房委會若不加租，每單位赤字由去年115元升至163元，整體赤字增至14億，估計至2015/16年度更急增至31億元。另一方面，新建公屋成本每單位45萬元，按每年1.5萬戶建屋量，年耗資67.5億元，加上近期建築工程造價飆升，累計幾年後，連年赤字加上建屋開支將會令房委會儲備大幅下降。

「公屋」是住屋的安全網，由於私人市場住屋樓價及租金隨市場供求漲跌，低收入家庭及單身人士，未能負擔高昂的市值租金，於是政府建造及管理「公屋」，以低廉的租金出租予符合資格申請者，這是保障基層人士的住屋需求的措施，亦是一種具社會福利性質的補貼，以公帑資助社會上低收入階層的住屋需求。

既然具社會福利性質，營運當局是否應以自負盈虧去運作？還是好像其他社福開支一樣，獲得每年政府撥款支持不敷之數呢？這是很值得深入研究的。目前公帑來源主要是稅收和賣地等收入，以納稅人的錢去補貼公屋赤字，是否亦應該有個限度？

社會冀加快公屋建造進度

從房委會的角度看，若公屋赤字年年上升，長期如是終會導致用乾儲備。況且社會要求加快公屋建造進度，亦會增加成本。統計處每兩年調查公屋戶家庭入息，去年比2009年增幅為16.24%，故此建議加租10%上限，不是無的放矢，公屋戶亦應在經濟條件改善的情況下，酌情付出自己的一份支持。

希望今次公屋加租，能在各方理解的情況下，獲得妥善解決。巧婦難為無米之炊，港府早年把屋邨商場賣給「領匯」，停建居屋後又無實樓收入，筆者理解房委會只能在現有條件下開源節流，努力善用資源，增加從非住戶租金來源的其他收入。來屆特區政府假如在資助房屋環節，以及公屋的質素和穩定供應量上做功夫，應優先檢討整個公共房屋的營運架構及系統的成本效益、提高效率以節省建屋造價及屋邨管理支出。長遠來說，亦應考慮對房委會撥資源以擴充其儲備。