

永豐金融集團研究部主筆 涂國彬 百家觀點

西債危機惡化 歐盟有所讓步

希臘金融穩定基金對外正式宣布，已向當地四大銀行注入180億歐元，從而恢復了從歐洲央行獲得流動性的資格，令希臘銀行業暫時獲得喘息之機會。另外，民調亦顯示，支持歐盟緊縮方案的新民主黨支持率領先，增加希臘新政府於大選後繼續執行緊縮措施之機會，市場對希臘脫歐之憂慮，暫時有所紓緩。

不過，與此同時，其他南歐國家的債務情況卻有惡化跡象；意大利周三（30日）拍賣的10年期國債債息自今年1月後首次升穿6厘，另外，西班牙10年期國債債息更逼近去年11月高位，至約6.7厘的水平，反映出市場對兩國債務問題之憂慮正在增加。

當中，以西班牙的情況最令人擔憂；根據歐央行之數據，西班牙銀行業4月份的存款流失達314.4億歐元，降至1.624萬億歐元，為自歐債危機以來最低水平，反映人民對當地銀行的信心減弱，在存款持續減少，加上房貸壞賬續增，令西班牙部分銀行出現財困，當地第三大銀行Bankia最近更向政府尋

行反對，但雙方其後均否認有關報道，目前方案的內容仍未能確定。

事實上，作為歐盟第五大經濟體，一旦西債危機惡化至需要脫離歐元區的地步，後果將遠較希臘嚴重，因此，相對於希臘，西班牙的「讓價能力」亦較高，要求歐盟及歐央行作出讓步亦會較容易。

的確，於周四（31日），歐盟對西班牙作出了讓步；歐盟委員會表示，將會給予西班牙多一年時間，即延至2014年才達至目標；更建議成立銀行業聯盟；設立聯合銀行存款的保障機制；並通過歐洲穩定機制(ESM)，直接為財困銀行重組資本。

可以預期，南歐國家與歐盟及歐央行之間的博弈只會不斷持續；歐盟及歐央行要保住歐元區之穩定，而南歐國家則無能力自救，只好軟硬兼施地要求歐盟及歐央行讓步，爭加時間及資金，拯救當地債務危機。



■西班牙馬德里一個招聘中心外排滿求職人士。 路透社

啟動刺激政策 內地減稅正當時

時富金融策略師 黎智凱

國家統計局27日發佈報告，1至4月份全國規模以上工業企業實現利潤14525億元，同比下降1.6%。其中，4月份當月實現利潤4076億元，同比下降2.2%，而前三個月規模以上工業企業利潤則下降1.3%。其中國有企業，外資企業利潤則下降情況較為明顯；在筆者看來，經濟下行壓力越來越大，有必要採取相應的調控措施。

新一輪刺激經濟政策開始

據初步統計，1至4月份，新增項目增長8000多個，僅4月發改委批准項目就多達328個，近乎去年同期的兩倍。進入5月以來，發改委項目審批再次提速。國家發改委官方網站「項目審批與批准」欄顯示，僅5月21日一天就有高達100多個項目獲得批覆，獲批項目總量幾乎相當於5月前20天的總和。與前兩年相比，今年政府預算內投資下達的速度明顯加快。一季度，預算內資金同比增速達到24.9%，為兩年來最高。

在筆者看來，刺激政策是有可取之處的，尤其是在當下經濟增速大幅下降、歐債危機深不可測的背景下，國家發改委審批項目增多，有利於經濟的穩定增長，但是國家再推出類似「四萬億」那樣大規模的經濟刺激計劃概率很小，因為它不可持續。

形勢較金融危機時更複雜

經濟學上常把投資、消費、出口比喻為拉動GDP增長的「三駕馬車」。今年形勢某種程度上比2008年金融危機時更為

複雜；出口不樂觀，消費依然疲憊，產業空心化嚴重。至此，拯救GDP的行動開始全面升級。

筆者認為，與其費力地去折騰已經非常有限的「老馬車」的潛力，不如再次重視供給主義下的新工具，特別是減稅可能帶來的經濟活力。據2009年福布斯全球稅務負擔指數顯示，中國老百姓的稅務負擔排全球第二(法國排第一)，而中國百姓人均收入卻排在世界100位以後。

全國人大副委員長成思危教授指出，中國經濟要轉變增長方式，要提高老百姓的收入，完善社會保障體系，讓大家都敢消費、願意消費。為了撬動消費，筆者認為，要加大增值稅減稅力度，因為增值稅是第一大稅種，在中國稅制是牽一髮而動全身，只有它減，才有減輕整體稅負的可能，可以從三個方面着手，首先是降低個人所得稅；其次是要對戰略性新興產業減稅；第三是適當調整進出口環節的稅率。



■圖為市民在縣城地方稅務局辦理納稅業務。 新華社

局勢大逆轉 增供應或成跌市幫兇

香港專業人士協會副主席及資深測量師 陳東岳

希臘脫「歐」呼之欲出，歐洲各國開始為應對後遺症作準備。內地經濟表現失色，政府啟動新一輪刺激經濟政策，推動七大新一代新興產業，同時逐步放鬆銀根。

外圍持續動盪，港府按既定方針，推出住宅用地，包括前北角邨及大圍站上蓋，第三季將推出可建5,000伙的新界地。本港樓市在新盤推出，吸引買家注意的情況下，兼有外圍不穩因素，五月份10大屋苑只錄得約340宗成交，重返去年下半年淡靜水平。假如局勢出現大逆轉，希望特區政府有關當局，能夠迅速審時度勢，適時調節措施。

歐債危機沒完沒了，沒有最差，只有更差，希望往後發展不是另一次席捲全球的特大金融海嘯。中國作為全球復甦的希望，面對年初至今經濟表現失色，開始採取行動刺激經濟增長，推動包括新一代信息產業、生物產業、新能源等新興產業，同時逐步放鬆銀根，雖然有論者擔心這是08年「四萬億」泡沫的翻版，但相信既有前車之鑑，在小心監控下，新措施應該會帶來一定的成效，這是在全球動盪不堪的局勢中，仍然可以保持較樂觀的一環。

本地樓價高企，港府按既定方針，如實推出住宅用地，今年第三季推5,000伙，是預定供量每年20,000伙的四份之一，假如今後每季都能保持這個供應比例，即表示供應達標。作為調節樓市另一措施，金管局正同步在監控樓控，以現時樓市的表現交淡漸疏，兼有外圍因素揮之不去的陰影，相信樓價是會慢慢回落。

多推新界地難解市區樓不足

港府現時推出用地，市區觀地買少見少，前北角邨是極罕有的維港觀地，同級用地絕無僅有，第三季推的都是新界地，比如將軍澳、馬鞍山、九肚、朗屏站及重推荃灣灣畔項目等。

筆者關注未來市區用地供應不足，地皮都是前朝政府宿舍或軍營，賣一塊少一塊，市場看準未來市區新增供應不多，這或可解釋為何市區二手成交疏落，但市區觀單位造價仍屢創新高，多推新界地未必能解決市區樓的供應不足。

在外圍局勢動盪不定的大環境下，香港很難獨善其身，假如局勢出現大逆轉，大幅增加房屋供應或會成為推低樓價的幫兇，希望特區政府有關當局，能夠充分掌握形勢變化，適時調節措施，能夠知所進退，令樓價穩定而不致大幅回落。

關注「穩增長」 續推累積效應

大成基金 基金視點

在經濟繼續下滑和外圍動盪的背景下，政策放鬆的力度進一步加強。5月23日國務院常務會議確定了將「穩增長」作為當前階段更重要的政策選擇，在多重政策利好刺激下，A股走出上行趨勢。

此輪刺激政策被市場比作「升級版的四萬億」，我們認為，新一輪政策刺激計劃與之前背景不同。「四萬億」時期經濟受海外衝擊影響大，而當前美國經濟已經開始復甦；此外，當前通脹壓力較上一輪經濟刺激計劃推出時偏高。因此，雖然政策有所放鬆，但我們認為，新一輪政策刺激規模會比之前小，影響也相對偏弱，難以使得經濟進入新一輪上升。

更強調「調結構」重要使命

減稅、擴內需、向民間開放更多准入領域等帶有轉型意味的政策被擺在更重要位置，說明本輪經濟政策更強調「調結構」的重要使命。鑒於潛在經濟增速下降和通脹偏高共存的局面，行情的持續性及基本面改善還有待進一步確認。我們認為目前還沒有明顯的積極信號表明基本方面已大幅改善，未來信貸增速以及由此帶來的資金供給仍是影響經濟能否企穩

的重要變量。

後續需要繼續關注國內穩增長政策持續推出的累積效應，同時繼續關注歐債危機進展、國內通脹波動風險、後續信貸投放進度、房地產銷售數據以及終端需求恢復程度等。板塊上，由於政府很可能繼續推出系列刺激經濟增長的政策以實現穩中求進的目標，大成基金預期與固定資產投資相關的板塊有望繼續得到市場的追捧，受益於金融改革的非銀行金融板塊也將維持熱度。



■圖為淮南日芯光伏項目生產基地。 資料圖片

內地環保產業提速可期

康宏證券及資產管理董事 黃敏頓

國家財政部早前宣布，國家年內節能減排及可再生能源專項資金，將較去年增加251億元人民幣(下同)，至979億，聯同戰略性新興產業，以及對可再生能源發電項目補貼等範疇，用於推動節能減排的資金合計將達1,700億元。

此外，當局又提出要加强快新車、新車及可再生能源的發展，同時深化環境稅的改革，推進排污及碳排放權的交易試點等項目，冀在多方面著手，帶動內地節能減排及環保工作。事實上，有關當局早時已公佈，對符合節能標準的家電進行為期一年，金額達265億的財政補貼計劃，足以彰顯當局推動環保相關產業的決心。

環境破壞影響與日俱增

內地近年GDP增長迅速，成為全球經濟增長其中一個主要動力，惟在發展過程中，卻因為技術水平落後，以及環保意識不足等，對環境造成破壞，而影響更是與日俱增，不利宏觀經濟的可持續發展。

另一方面，由於內地刻下經濟局勢複雜，對外方面，歐債危機沒完沒了，內地年內進出口相信仍會受到困擾；對內則面對貸款需求不振，工業及零售銷售放緩，企業盈利呈弱，而通脹雖受控，但內房仍處調控期，資產泡沫陰霾，限制了貨幣政策寬鬆的空間。當局只能透過「預調微調」，在有限的範圍

內，防止經濟加劇下滑。

留意天然氣及環保水務業

除了優化積極財政政策，加強企業稅務優惠，另以財政補貼提升民眾的消費意慾，開發及推動新興產業，將有助為GDP「開源」，而環保產業涉足的行業眾多，包括家電、汽車、可再生能源、廢物及污水處理等，具備推動GDP增長的潛力，而內地環保業務的發展，亦只屬初步階段，可拓性甚大，自自然成成為當局重點推進的項目。

再者，當局一直有意刺激環保產業，惟進展卻不甚理想，國家發改委副主任解振華表示，去年內地單位GDP能耗按年減少約2%，遠低於目標降幅3.5%，氮氧化物的排放總量錄得5.7%的升幅，若未能完成今年的目標，則會加大達到「十二五」節能減排目標的壓力。預期當局在「十二五」餘下時間，將進一步加強環保產業的支持，冀追回落後的步伐。

在環境產業中，筆者較看好天然氣、環保水務及廢物利用，內地現時石油的對外依存度高達54.9%，數字在日後或再上升，長遠需要改變能源使用結構，而天然氣具備潔淨特性，隨輸氣管道日漸完善，將有利提升普及度，發展價值極高。另內地工業化產生的工業廢料，對河流及其他水資源構成污染，加上城市廢物的積累，均影響民眾健康，亦為環保水務及廢物利用締造商機，在當局的支持下，相關股份同可留意。

撤除短期風險 股市吸引力顯

貝萊德基本股票的首席股票策略師 博多爾

過往數月以來的市場跌勢，主要是有關歐債危機的憂慮加劇所致，相信未來歐洲仍將是決定全球經濟走向的主要變數。如果歐債危機能夠繼續控制在合理範圍之內，世界經濟應會持續溫和增長，而美國將錄得相對較好的表現；但如果債務危機擴散並失去控制，情況將會截然不同。我們仍然認為前一種情況的可能性較大。

歐洲央行致力控制危機

目前，歐洲決策者正採取多種策略處理危機及不斷加劇的政治不明朗因素，包括嘗試影響希臘大選、加強安全措施以防範希臘退出歐元區，及不論希臘情況如何，亦繼續推行利於經濟增長的政策。目前情況而言，制定泛歐存款保險計劃或歐洲銀行業直接資本重組的可能性仍然較低，但仍是情況惡化時的可行方案。歐洲央行方面正持續增加市場流動性，並且不斷擴大其資產負債表。與數年前幾乎傾盡所有資源解決通脹問題相比，現在歐洲央行的取態已經明顯改變，應會致力採取必要措施來控制危機。

除歐洲因局之外，投資者亦繼續關注美國的經濟狀況。雖然近幾個月經濟數據表現參差，但仍呈溫和復甦之勢。其中商業活動繼續成為增長動力，消費情緒不明朗因素正在消除，而樓市亦有改善。同時，美國市場的流動性及信貸狀況繼續改善，銀行貸款於最近幾週亦持續增長。而就就業市場影響的層面廣泛，預期就業增長將繼續溫和回升，為整體經濟帶來支持。

美國未來的貨幣政策方向依然存在眾多疑

問。

鑒於美國國庫債券券息處於歷史低位，同時股票價格於最近幾週顯著下滑，似乎已有理由相信聯儲局將會採取進一步寬鬆措施。然而我們認為，聯儲局或將繼續觀望，除非有更有力的證據指出經濟放緩，否則將不大可能推出一輪的量化寬鬆計劃(即QE3)。

美國經濟前景的一個重要不明朗因素，是所謂的「財政懸崖」。上周，國會預算辦公室警告，如果全面實施2013年1月1日生效的加稅及開支削減計劃，美國經濟可能會重陷衰退。我們仍然相信，今年當選的官員將在某個時間進行會談，並延遲及/或重訂部分原定稅收及開支政策(或於新國會當選後的「跛腳鴨會期」中進行)，但此不確定因素仍會繼續對經濟及金融市場產生負面影響。

企業盈利勢頭利好大市

受歐洲困局不斷發展、美國面臨財政問題及中國的增長可能放緩的影響下，短期風險依然甚高，市場亦可能繼續動盪，但相信全球經濟增長將維持在可以接受的範圍之內，並且市況亦將於下半年逐步改善。

全球領先經濟指標正在回暖，美國經濟復甦趨向穩健，盈利勢頭亦利好大市。雖然全球各地的決策者仍需要作出更多努力，但整體趨勢已經進入正確的軌道。

由於我們認為歐債危機將繼續受控在合理範圍內，同時美國經濟將延續復甦勢頭，我們對風險資產繼續持正面取態。考慮到股票風險溢價上升、股價下跌、企業盈利改善及國庫債券券息下降等因素，股票相對於債券而言已處於較為便宜的價位。只要全球經濟不會重新陷入通縮困局，現有價位下的股票無疑將會帶來優於債券的長遠回報。