

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

歐政策轉向減債與增長並行

早前一直否認會向外界尋求資金援助的西班牙，最終亦要向現實低頭，於周日(10日)正式宣布向歐盟尋求資金援助，成為繼愛爾蘭、葡萄牙及希臘後，第四個要求外界援助的歐元區成員國。

受到2008年金融海嘯的衝擊，當地房地產泡沫爆破，房價急跌，導致銀行業房貸壞賬續增，加上近日由信心危機引發的提款潮，令當地銀行業的財政情況持續惡化。第三大銀行Bankia通過歐洲央行集團有化的計劃亦被歐央行所拒絕，而該國本身用於重組銀行的資金亦不足以應付銀行業重組的需要，在無計可施的情況下，西班牙只好被逼尋求歐盟的援助。

是次援助歐盟將會通過歐洲金融穩定機制(EFSF)或歐洲永久穩定機制(ESM)，

提供最多1,000億歐元的資金，注入西班牙的有序重組基金(FROB)，從而向西班牙的銀行業提供資金援助，協助當地銀行業進行重組。

雖然資金是透過注入有序重組基金，從而幫助當地銀行，不過，資金仍會加入西班牙政府的債務負擔之中，這意味著西班牙政府的債務將會增加，若最終西班牙的資金援助規模達上層的1,000億元，預期這將會使西班牙的負債佔國內生產總值由68.5%，上升達10個百分點，至約78%，而

利息支出的增加，亦會使西班牙要達到早前定下的財赤目標的難度增加。

不過，可惜的是，歐盟是次向西班牙提供的貸款息率僅約為3厘，遠低於目前西班牙政府的借貸成本，另一方面，是次歐盟更沒有要求西班牙政府接受更加多的附加條件，或實行更嚴厲的緊縮措施，避免西班牙經濟進一步受拖累。

從西班牙是次的援助事件可以看出，歐盟對援助財困國的處事手法逐漸放寬；從要求嚴厲遵守緊縮政策，才可獲得資金援助，到現在沒有附加條件，亦能獲得資金援助，歐盟的取態明顯地從過去的主張緊縮財政，經濟增長為次，過渡至着重減債

與經濟增長之間的平衡，從天秤的一邊，慢慢走向中間。

而近日，國際貨幣基金組織總裁吉拉德，更呼籲歐央行應進一步放鬆貨幣政策，官員應擺脫受困國只需要致力於削減支出和財政整頓的傳統觀點，加大力度幫助緩解歐債危機，以阻止歐洲各國掉進緊縮開支及經濟衰退的漩渦之中。

可以預期的是，在西班牙的先例一開，歐盟未來對財政疲弱國申請援助的條件只會愈來愈寬鬆，亦會引來過去曾申請援助，卻要接受苛刻條件的國家不滿；愛爾蘭亦已表明希望獲得與西班牙平等的「優待」，並計劃在本月稍後的歐元區財長會議上提出要求。



■西班牙第三大銀行Bankia通過歐洲央行集團有化的計劃被拒絕，該國本身用於重組銀行的資金亦不足以應付需要，在無計可施的情況下，只好被逼尋求歐盟的援助。 美聯社

歐元為政治經濟學經典案例

AMID高乘財策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

歐元問題是一場複雜而又影響深遠的博弈，將成為政治經濟學的一個經典案例。十年前德國本來不想加入由法國倡議的歐元區，但由於當時法國總統密特朗用支持東、西德統一的條件作交換，德國才放棄馬克，加入歐元區。

由於法國一直極力主張區內一體化的經濟規模，所以要求德國放寬政府債務限制(債務佔生產總值比率低於60%)，令意大利、西班牙和希臘等順利加入區內。成立歐元區後，區內經濟發展加速，加上國民生產總值大增，由於整體債務比率下降，令歐元區各國的財政表面上比較健康，所以舉債的利息大幅下降，一度令西班牙、意大利和希臘等債務與德國債務一樣，由於利息低企加上北歐大量出口產品至南歐，北歐各國因而累積大量儲備，同時南歐政府則大舉外債。

區內貨幣統一 財政卻獨立

歐元區雖有統一貨幣，但無統一財政。當經濟收縮時，國家生產總值和稅收減少，債務佔生產總值比率便輕易大幅上升，立刻對政府的信用評級帶來負面影響，舉債規模和利息急升，造成惡性循環。由於南歐政府大部分的債主是北歐銀行，尤其是德國及法國，加上德國又擁有歐洲央行的最大投票權和強大

的財政實力，歐豬五國自然希望得到德國的救贖。

現階段對於歐元問題，表面上是高負債和緊縮政策導致高失業率和資金外流，但筆者認為，最主要的是歐元區17國是否願意將財政權力上交歐盟。試想想歐元區的經濟總量比美國還大，資源豐富，人文質素平均較高。歐盟當中有10國並未加入歐元區，就是因為歐元體系本身存在缺陷。

如果一旦財政和貨幣一統，相信另外10國中，除了英國外，其他九國都很快可以加入。歐洲聯盟國很可能將成為世界上最強大的國家。因為歐盟中「最有話事權」的是德國，在歐洲央行中擁有最大投票權，上交財政權意味着德國獨攬貨幣和財政控制權，利用貨幣政策統一歐洲的行政和軍事。

這種國際形勢當然令一眾強國十分重視，包括美國、中國、英國和俄羅斯。在經濟層面上，歐洲強大對美國十分有利，因為美國銀行業在歐洲有大量投資，而美國企業的融資對象亦大部分來自歐洲基金。在貨幣層面上，美元的重要性卻可能被歐元所威脅。

至於歐盟對中國和俄羅斯也有切身利益，俄羅斯的石油市場主要供應給歐洲，經濟角色的重要性不用置疑。此外，歐盟現已成為中國最大的產品出口國，歐盟亦有大量高科技產品出口至中國。在貨幣上中國也希望歐元的角色可與美元抗衡。

「穩增長」讓位於「保增長」

瑞德證券首席亞洲經濟師
沈建光

去年年底的中央經濟工作會議將今年定調為「穩中求進」，而更早些的央行貨幣政策報告提出了為實現穩增長目標，將對貨幣政策進行預調微調。但從最新公佈的5月經濟數據來看，經濟下滑已明顯超出預期，海外經濟形勢不確定性較強，顯示穩健政策無法實現穩增長。況且往年GDP增速平均低於工業增速3個百分點，目前工業增速已經不足10%，預示GDP恐怕已經滑落到7%，甚至更低，保增長階段或已到來。

硬着陸風險加大

每年4、5月份正值清明節與勞動節假期，工作日多少對於經濟數據的解讀也有一定影響。對比去年與今年4、5月份的工作時間，可以發現今年4月比去年少一個工作日，而5月工作日則比去年多一天。如果認為去假期因素的影響，4月經濟下滑部分源於工作日減少，那麼5月經濟數據繼續下滑，便無法用這一理由解釋。實際上，今年5月的工作日更多，但數據更差，顯示經濟下滑態勢不容樂觀。

5月社會消費品零售總額同比名義增長13.8%，比3月回落了0.3個百分點，是過去6年以來的最低增速(1月至2月春節因素除外)。從限額以上企業商品零售來看，受房地產調控政策的影響，家用電器和音像器材、傢俱類、建築及裝潢材料類消費繼續下降，同比增長分別為0.5%、21.9%和23.3%，比4月增速分別回落了7.2%、2.1%和1.2個百分點。而受到油價下跌、需求疲軟的影響，石油及製品類消費名義增速從4月的15.9%回落至4月

14.9%。汽車銷售同樣有所回落，8%亦低於早前兩位數的增長。5月工業增加值同比增速為9.6%，比4月增加了0.3個百分點，但明顯低於10%。分行業來看，受益於政策支持，鐵路、船舶、航空航天和其他運輸設備製造業增速為4.8%，比3月提升了2.4個百分點；紡織業和非金屬礦物製品業增速分別為11.9%、9.6%，比4月分別均回落了1.8個百分點。鋼材產量同比增长6.3%，比4月回落了1.6百分點。發電量略有提升，但2.7%的增速仍屬低位。

1月至5月固定資產投資同比增速為20.1%，是近十年以來的最低增速。其中，民間固定資產投資同比名義增長26.7%，增速比1月至4月份回落0.6個百分點。房地產投資繼續下滑，1月至5月房地產投資增速下滑至18.5%，也是金融危機以來的最低。住宅開工面積同比下滑8.2%，銷售面積同比下滑13.5%，盡顯疲軟態勢。

通脹方面，5月CPI回落至3%，低於3月0.4個百分點，也顯著低於市場預期。食品價格環比下降0.8%，同比價格上漲6.4%，拉動CPI同比上漲約2個百分點。其中，鮮菜、豬肉價格分別回落6.9%、3%，而水產品、雞蛋、糧食價格則分別上漲0.4、0.3、0.2個百分點。

非食品價格環比持平，其中交通和通信、娛樂教育文化用品及服務價格分別下降0.3%和0.1%；另外，在投資需求疲軟、大宗商品價格回落的影響下，5月份PPI同比下降1.4%，顯示工業價格已經出現了通縮。

早央行曾在第一季度貨幣政策執行報告中表達了對通脹的擔憂，我們將其解讀為貨幣政策調整慢於預期的原因之一。而現在來看，國內外經濟下行之下，通脹壓力已經明顯減輕。央行降息亦代表其對通脹與經濟形勢的判斷已有所改變，未來政策調整速度必會加快。(二之一)

認沽權證為持貨組合投保

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

歐元區承諾向西班牙提供最多1,000億歐元的資金援助，加上周末內地公佈上月進、出口總值規模雙雙創下月度歷史新高，帶動港股昨日大幅反彈，扭轉近日頹勢，恒指一度逼近19,000點關口。大市自5月高位下瀉，累積跌幅曾逾3,000點，即使出現像樣的反彈也是可能的；然而，歐債危機仍未完全平息，投資者實在不能掉以輕心，即使入市撈底也需嚴控注碼。資深投資者也可以認沽證作積極部署，透過以小控大的產品提升入市彈性。

投資者如認為大市仍未轉勢，短期仍有下調壓力，或可考慮趁升市造淡，當然，看淡後市的投資者可以直接在市場沽空股票，但當中涉及的手續，遠較買入股票繁複。除了直接沽空正股，買賣認沽權證(put warrants)或熊證也是常見而實際有效的看淡投資工具，所需手續也較簡單，增加投資的靈活性。

到底如何理解認沽權證的投資概念？簡單來說，認沽證能讓持有人在相關正股/

資產下跌時獲利，換言之，正股下跌，認沽證的價格一般上升，當然，跟認購證一樣，認沽證同樣受到時間值損耗，和其他正股以外的風險因素所影響，因此只適宜作短線買賣而非長期持有。

截至上周五(6月8日)，市場上共有1,266隻不同條款的認沽證和熊證，其中恒生指數掛鈎佔618隻，超越五成，其餘為重磅藍籌股和國企相關的。以成交量來看，與恒生指數掛鈎的認沽證和熊證成交活躍，一直為最受歡迎的掛鈎資產，近期在權證市場和牛熊證市場分別佔35%和97%，成為看淡港股後市的投資者常用的短線買賣工具。一直以來，在市面買賣的認購證遠較認沽證為多，此現象或多或少反映投資者普遍抱着只有大市上升才能獲利的想法，或許顯示投資者對認沽證的基本認識不足。

其實，除了作方向性投資，投資者也可藉認沽證來對沖風險，基本概念與購買醫療或人壽保險的概念頗為相似。要知道，意外總是不能預知，有時也難以避免，不少人為求心安，往往選擇購買保險，以防萬一。投保人在投保前一般要清楚知道投保範圍、保費及賠償金

額，在簽署有關合約並繳付保費後，保障便正式生效。

在受保期間，投保人若患病或遇上意外，便可以得到訂明的賠償；反之，他們是不能取回先前繳付的保費。然而，投資者必需留意，參加保險計劃亦算是一個槓桿效應非常大的玩意。投保人只需付出有限的金錢(保費)，便可以得到全面的意外保障，即使不幸遇上意外，也能從容應付。

認沽證為投資組合提供保障的理念也是如出一轍，當市況前景未明，投資者若貿然把所有持貨沽清離場，或會失去正股可能反彈的機會，較有效的方法是透過認沽證對沖正股可能下跌的風險，由於認沽證在跌市增值，能有效地把潛在損失減低，而購入權證的價格可視為投保的保費。舉例來說，若投資者擔心外圍市況在長周末出現波動，他可於周五下午買入相關認沽證作保險，再於下周一沽出。若市況平靜，投資者只損失有限的價格差額；相反，若市況大幅低開，早前購入的認沽證便能為投資組合發揮有效保障，令整體損失降低。(資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

政策加碼 內房值得期待

時富金融策略師
黎智凱

歐債危機尚未結束，希臘問題尚未明朗，穆迪還稱要調降歐元區國家評級。外圍的宏觀動態令人不樂觀，與此同時還得面對着內地經濟下滑的壓力，為了保持經濟的穩增長，周五央行降息之後，周六緊接下調內地油價。有人說這對樓市構成重大利好。在筆者看來，這次降息固然是為了降低企業貸款成本，激發企業擴張意願，也會刺激部分資金向銀行體系以外釋放。

5月份，全國居民消費價格總水平(CPI)同比上升3.0%，創近23個月以來的新高；進、出口規模雙雙創出月度歷史新高；PPI和製造業PMI均環比回落，其中製造業PMI新出口訂單指數和投入指數回落幅度最大，降幅均超過2個百分點。

中國經濟面對着較大的下行壓力，穩增長已經是當前最重要的事情了。當然國家也出台了一系列刺激政策，包括加快重大項目審批，對流通領域實施結構性減稅，財政補貼汽車下鄉和節能家電，放開民間投資門檻等。儘管如此，筆者仍認為，上述政策短期內難見成效，內需將繼續降溫。

據前瞻數據中心監測：2012年1-5月份，全國商品房銷售面積28,852萬平方米，同比下降12.4%，降幅比1-4月份縮小1個百分點；其中，住宅銷售面積

下降13.5%，辦公樓銷售面積增長3.6%，商業營業用房銷售面積下降1.4%。商品房銷售額16,932億元，下降9.1%，降幅縮小2.7個百分點；其中，住宅銷售額下降10.6%，辦公樓銷售額下降8.7%，商業營業用房銷售額增長3.9%。

在筆者看來，中國經濟的問題不在於一兩個月數據的高低，而是有更深層次機制性矛盾。不可否認，中國經濟發展過分依賴地產，而且這個弊端不可能在短的時間內解決。儘管這次下調利率不是為了解決房地產，但是政策將會惠及房地產。事實上，房價早已聞風上漲。

據有關報道，北京市一六環外的偏遠項目，在今年3月份標價還不到每平方米8,000元，但是6月初，該項目的房價已經全線上调到了每平方米14,000元以上。類似情況，隨處可見。

行業受惠資金面走向寬鬆

5月份全國大多數城市成交量出現反彈，「刺激剛需」政策應該還會繼續發揮刺激首套房置業者入市的作用。筆者認為，此次降息對房地產整體的影響有限，目前房地產調控政策一下子轉向的可能性不大，不過資金面向寬鬆的預期可能會促使開發企業繼續博弈市場，以贏得後期政策面對於房地產開發行業的寬鬆。從這種角度來說，樓市還是值得期待的。

澳門樓市下半年展望樂觀

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

首六個月的龍年澳門樓市確不平凡！在一片爭論聲中，澳門立法會全體會議一般性通過《承諾轉讓在建樓宇的法律制度》法案，是政府立法規管「樓花」買賣的第一章。

在五月初，政府開展60日公眾諮詢部門工作小組編撰的《公共房屋發展策略(2011-2020)》，這份文件規劃特區政府未來十年公/私房屋的政策。政府更在6月4日公佈今年一萬九千個公屋的社屋及經屋比例為52%對48%，落實「社屋為主、經屋為輔」的公屋政策。對龍年社屋和經屋的地域分佈，政府以簡表說明位置、數目、面積/房間分佈，讓置業人士規劃今年買樓大計。這一連串的舉措會對龍年未來六個月樓市有何影響，本文試圖作具體分析。

截至去年底，澳門住宅單位約為19.5萬套，其中社屋和經屋數目佔17-18%，餘下的82-83%為私樓。以絕對值計算，公屋總數現時約為3.3萬個，又加上今年落成的1.9萬個，即公屋數目到龍年底會上升至5.2萬個，公/私房屋比例會有所提高，較顯示上升中公屋市場會短期內衝擊私人市場。

政府銳意增加小戶型單位

如以戶型面積計，這萬九個社屋單位中，約四千多個為一房單位，佔了總數的21%，這顯示政府特意加大小戶型單位去提高總數目和盡量避免與私樓市場直接競爭。但事與願違，這批已開售的一房單位市場反應不理想，因為置業人士多考慮長線居住需要，一房單位不可能作中長線居所。無論如何，細公屋單位的大量供應已令傳統細住宅單位售價受壓下跌，與市場大氣候仍然「價升量跌」的情形不太相符。

根據房屋局《公共房屋發展策略(2011-2020)》諮詢文本顯示，未來五年計有約1.6萬個私人住宅單位應市，包括審批中、在建中和從工度改建項目中取得的。同時公屋的短期供應量可

達1.9萬個單位，估計澳門目前空置單位超1萬套，即是未來五年可供居住的單位總額至少達4.5萬套。在五五年後，公/私型居住單位比例將由現時17:83改善到23:77，可以增強特區政府調控樓市的能力。

至於需求方面，如以澳門自然人口增長率3%計算，2016年末人口會增加約9萬人；未來的持續龐大基建和鄰近地區的開發會同時間吸引至少3萬外勞，屆時預計居住需求人數會增加約12萬人。如以每家庭人數約2.5個去分析，即約需求4.8萬個單位，基本上供求處於平衡狀況。但因為公共房屋都是會建於氹仔/路環地段及戶型較細，整體房屋市場會更加趨向兩極化局面；私樓會步向「面積大，單價高」局面，而新舊私樓售價差別會擴大，這不利私樓居民上流。

面對這股公屋的短期衝擊力量，私人開發商會朝向大戶型、本島化、設施化、豪華化方向走，期求盡量吸納公屋單位外的購房一羣。既然澳門樓市未來供需情況出現平衡局面，及私樓項目會趨向大額化，澳門未上車一族購買私樓變得更加困難。但是這些新建公屋單位大都位於偏遠地區，又加上附近配套設施不足，這會使新建家庭人士卻步。

為了不會令政府資源嚴重錯配，房屋局應該積極增強公屋設施，加大單位面積和適當定時檢討戶型去滿足多變的客戶需求，更加應該聯合其他部門改善交通和社區配套設備，吸引澳門上班族一族願意搬遷。

展望下半年，澳門經濟短期會受外圍及中國影響，各項經濟增長速度會受制，但上升勢頭仍會保持。同樣地，高通脹和低利息環境仍然是澳門房地產市場利好因素，但樓價升得太快已使市場呈現「樓價高企、成交回落」的拉鋸局面，預料短期仍然不變。因為經濟增長使本土工資持續增長及外勞不斷流入，住宅租金短期向上，這已增加物業投資的吸引力。濠江樓市下半年仍然向好，縱然上升速度會減慢。至於起跌幅度大小則要視乎外圍和中國經濟情形變化了。