希臘財困需第三輪救助方案

中銀香港高級經濟研究員
蔡永雄

今年2月，希臘的第二個救助方案期限經已屆滿，但由於其新上場的反對派政府和債權人遲遲未能達成改革共識，加上希臘政府希望取消部分上屆政府落實的緊縮措施，令其債權人拒絕發放在救助方案中的餘下資金，並把方案的期限延長四個月至6月底。經過多個月來的激烈談判，雙方的談判應已到達尾聲，原因在於希臘政府最快將於6月已無法償還所有債務，出現違約的機會日增，且據報歐盟委員會主席容克已親自參與兩方的談判。雖然他已駁斥有關其代表債權人提出一個雙方較為接受的方案來作為談判的起點，但他對雙方能達成協議持樂觀態度，表示可能在5月底或6月初達成協議，反映傳聞並非子虛烏有。

傳聞中容克方案的內容包括：下調今年基本財政盈餘（Primary Surplus）的目標，由本地生產總值的3%降至0.75%；延遲實施增值稅等，但亦包括不受歡迎的物業稅；退休金制度和勞工法例改革等，並建議歐盟於6月內先向希臘支付18億歐元的待撥資金和19億歐元在證券市場計劃的回報。假如希臘真的能與債權人於5月底至6月初達成共識，相信只需待有關建議在希臘國會獲得確認和初步落實後，債權人最快便可於6月內分階段發放上述的資金，以免希臘於6、7月需要向國際貨幣基金組織和歐洲央行等還款時出現違約。

餘下資金難解決財政問題

遺憾的是即使希臘與債權人能就上述改革方案達成共識，並獲得第二輪救助方案的餘下資金，但希臘的財政問題尚未解決，其債務佔本地生產總值的比例高達177%，這些資金只能為希臘帶來數個月的喘息空間，希臘與債權人需要盡快開展第三輪救助方案的談判。可是，從本輪激烈談判來看，要完成第三輪救助方案的談判更不是一件易事，特別是新一輪談判將涉及債權人是否需要為希臘作出削債，且如要削債將如何達成，當中國際貨幣基金組織、歐盟和歐洲央行將如何參與，讓希臘的財政狀況能返回可持續的路上。另外，希臘的債務問題已明顯偏離第二輪救助方案的預期，且是不可持續的，這或會影響國際貨幣基金組織參與第三輪救助方案。

■希臘政府6月若無法償還所有債務，出現違約的機會日增。圖為希臘的雅典神廟。 資料圖片

如該組織不參與新一輪的救助（或只擔任技術顧問），即表示其他歐盟成員國需要承擔更大的援助額，這不利於部分成員國向國會提出撥款的審批。

希國或短暫實施資本管制

再者，希臘政府在退休金和勞工法例改革的立場上十分強硬。若債權人要求重大改革的話，不能排除他們或有需要國會通過對政府的支持，甚至舉行公投來決定是否繼續留在歐元區以接受讓步，難免帶來新一輪的不確定性。最後，目前希臘的銀行仍可透過其央行向歐洲央行的緊急融資援助計劃獲取資金，倘若未來數月該國的銀行存款持續外流的話，不能排除希臘或有需要像塞浦路斯在2013年短暫實施資本管制，防止希臘因其金融系統崩潰而被迫脫離歐元區。

因此，希臘問題在獲得第三輪救助方案前仍會不斷困擾歐洲以至全球金融市場。可幸的是歐盟和希臘雙方的領導人，以至希臘人民均仍希望該國留在歐元區，令金融市場對希臘和債權人能最終解決財困問題仍感樂觀，但有關的政治博弈卻有可能出現差池，不能完全排除希臘出現違約的可能性，惟其被迫退出歐元區的概率目前來看仍相對較低。

從6月美國加息與否說起

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

本港時間周四（21日）凌晨，美國聯儲局公布了對上一次的議息會議記錄。從媒體的角度看，重點是清楚的，6月的加息機會不大，當然，這個可能性也未有被正式排除。

有趣的是，從與會者的反應觀之，其實真正變化不大，說的跟以往所見，也是大同小異。但投資者的解讀，往往集中於官員們說過甚麼，或沒有說甚麼。對於這種解讀，可以表示同情的了解，畢竟，投資者只能基於已有的資訊，跟新收到的資訊，對照比較，看看有甚麼不同，嘗試猜想官員們在決策上，態度上可能出現的轉變。

加息時間表仍然不明朗

觀乎目前與會者的想法，對於加息一事雖無明顯分歧，但時間表上，卻有很大的差距，如此說來，也就是他們本身都未有明顯一致的意見，試問如此一來，單憑他們的發言和記錄中的態度，又怎可能整理出一個明顯一致的加息時間表呢？

事實上，從投資者已有的資訊中，跟新資訊一對照，結果還是時間表分歧，沒有一致意見，如此說來，投資又回歸到起點。

然而，結果看來一樣，回歸起點，但是不是真的甚麼資訊都沒有增加呢？這個可不是。單憑與會多次，議息多次，官員們仍然未能就此事有明顯時間表，單憑這一點，已經足夠說明，實體經濟的情況，既不是好得太好，也不是壞得太壞，是最尷尬，卻又最真實的灰色地帶。

的確，從來決策活動，很少真的是清楚明顯，全無含糊的。純粹在理論上，可以把很多真實世界的事實簡化，盡量凸顯箇中較重要的關鍵，但不等於在此被排除的，就一定不重要。反過來，由抽象理論走出世界，往往發現，很多原本不為意的枝節細節，可能影響了決策的產生和延續。

處理期望管理甚考功夫

正因如此，大家可以憑這種狀態，反過來估計，假如你是聯儲局官員，身處其位，可以做的是甚麼。例如，純粹依照數據的話，一切並不太清楚，唯一可以做的，似乎就只有等。但理論可以等，但市場變化不會等。官員中，多的是學術界，他們對於市場參與者的心理掌握，始終不夠全面。故此，若要保持決策上的優勢，進可攻，退可守，當下可以做的，似乎只有含糊其詞，跟過去一直堅持的，以增加透明度，去做期望管理，有一定的不同。

是的，由金融海嘯至今，當日伯南克一反格林斯潘的傳統，所做的是央行增加透明度，讓市場配合央行行動，這是當時的形勢使然，必須要做的。但正是目前的關鍵，由於加息是大趨勢，但又不是大得不可不加，不是立刻便要加，所以決策管理上，又有不同了。

■美國聯儲局公布了對上一次的議息會議記錄。從媒體的角度看，重點是清楚的，6月的加息機會不大。圖為聯儲局主席耶倫。 資料圖片

債券市場調整原因分析

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

環球債券市場近日出現顯著波動，主因是歐元區自4月起，公布的經濟數據普遍優於市場預期，加上歐債早前明顯上升，令投資者憂慮歐洲央行會否持續購買債券至明年中，令歐洲以至美國等國家的債券市場均出現顯著的調整。近期全球債市動盪令投資者想起2013年「削減恐慌」(taper tantrum)，當時四個月內國債收益率急升，並遭到投資者大規模拋售。當時任聯儲局主席伯南克在2013年5月表示，可能會縮減量化寬鬆措施規模，全球債市應聲出現恐慌潮。到同年9月，美國十年期國債收益率上漲140基點。其他地區緊隨其後，德國十年期國債收益率上升80基點，日本十年期標準利率上漲20基點 。

自去年年底起，投資界開始預期，美國聯儲局將於今年開始加息。雖然預料加息的時間，由今年6月，延後至今年9月或12月，但全球債券市場似乎於4月中開始出現波動。美國十年債息已上升40點子；日本十年債息升15點子；德國十年債息更急升60點子。某程度上，今次債市的調整較2013年為急，而且調整的速度亦頗快。但今次環球債券市場的調整，與2013年那次有甚麼不同之處呢？

通脹指標沒有下行壓力

1、對通脹的預期看法不同：2013年，聯儲局主席伯南克的言論，除了影響長期國債收益率外，亦同時影響了通脹預期出現下降的情況。當時市場憂慮，一旦聯儲局開始收水，將會阻礙經濟復甦之餘，亦會影響到對通脹的預期。但這次拋售國債的原因，是因為歐元區通脹似乎在1月底築底後出現反彈，亦與歐洲央行當時推出QE的原因相同。由於歐洲央行以往曾經在實施貨幣政策的途中突然轉軚，因此投資者憂慮歐洲央行會否提早結束量寬措施，令市場的憂慮上升。另外，雖然美國今年首季經濟表現較預期差，但勞動市場閒置產能與實際通脹的中期關係卻顯示，主要通脹指標已顯示沒有下行壓力。這意味除非大宗商品價格再度急挫，否則對通脹出現反彈只是時間上的問題。

2、目前市場並未對美國加息存有恐懼：2013年時，市場對「削減恐慌」的主因市場對聯儲局取態的恐懼。當時市場憂慮，聯儲局在停止購買債券後，將會很快便加息，令市場的震盪增加。此外，當時是以衝擊新興市場較多。回看最近債券市場的震盪，據聯邦基金利率期貨合約表示，目前加息機會高於一半的只有12月份。因此，投資者不應視這次債券市場的波動，是因為市場對聯儲局加息的恐懼。

德債成為主要被沽售對象

3、德國債券是今次被沽售的對象：美國國債是次上升的主因，是全球風險溢價出現上升，而引發是次原因是因為德國債券被拋售所致。其實，債券大王格羅斯早前已表示，德國債券已出現超買的情況。如果可以的話，他會選擇拋空德國國債。對比2013年的債券跌市，歐洲才是今次全球債市下跌的「造王者」。當年「削減恐慌」時，是美債先出現波動，之後蔓延至德國國債。若是次債券市場波動是由美國引起的話，市場出現的反應應該與2013年的情況相同。根據以往的情況，在美國聯儲局開始加息後，美國與德國的十年債息息差將會擴大。當出現減息時，兩國的十年息差將會收窄。此輪債市波動中，我們可以看到的是兩國十年債息差出現下降的情況，或許反映美國短期加息的機會不大。

由於是次沽售是因為早前的德國債券出現超買，而非美國可能提早加息，故對新興市場的債券並沒有太大的影響。

機場北商業區應加快建造

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

機管局預計，機場北商業區第一期可於2018年或2019年落成，提供200萬平方呎樓面面積，成為龐大的新型綜合多功能商城，為旅客及本地市民提供一個新的購物、娛樂及消閒熱點。近月內地對居民來港政策有所改變，包括實施「一周一行」等，本地零售數據尤其名牌商品的銷售量下跌。開始有評論認為應三思口岸購物城的構思，但作為長期紓緩市區購物設施不足，兼且為北大嶼山創造商機及大量就業崗位。雖然本港短期的零售數字回軟，筆者仍認為有加緊建造使機場北商業區如期推出的必要。

按當局披露資料，整個機場北有14公頃土地，分三至四期發展，第一期先發展其中的5公頃，現已延聘多家本地及外國建築師樓提出設計方案供發展商考慮，預計今年底招標。機管局主席羅康瑞表示，機場北商業區日後將由中標財團負責投入建造費用，財團可負責營運，但須向機管局分紅或分股，而發展權不會「賣斷」，營運年期將設限制。現階段仍在研究有關合作形式及其具體條件等。

冀可成為新地標吸引旅客

機管局的構思是，為市民帶來一種全新的購物和消閒經驗，更可成為新地標，除了吸納機場的旅客，還希望該區成為港人消費娛樂的好去處，因此在商業樓面中，滲入娛樂、文化、運動及教育元素。初步預計提供200萬方呎樓面，包含一個大型商場，按照交通評估及預計人流，當局希望能在該區建設一個鐵路站。

這是一個嶄新的概念，在香港屬於前所未有，把人民生活的各種元素，包括娛樂、文化、運動、教育、購物、消閒等多種功能，融匯於同一個發展模式當中，其實比對內地大城市商場，200萬方呎樓面就算全部做商場，亦不算很大規模。料落成後，必能成為香港新地標和旅遊景點，尤其新機場島的海濱甚具可塑性。據說現考慮中包括擺放一艘海鮮舫，或可考慮設立如新加坡的克拉克碼頭及餐飲帶，甚至遊艇碼頭及會所等設施，以盡用其海岸線的優勢。

有助分流本地傳統購物區

近月內地收緊旅客來港政策，如推「一周一行」措施，兼且實行反貪腐，都令本港零售業務下跌，有評論認為應三思口岸購物城概念，對此觀點筆者認同應該加以慎重考慮，但經分析後，仍贊同機場北商業區應繼續上馬。首先，內地收緊旅客到港，主要原因是本地接待旅客飽和及購物等設施太擠迫，對港人生活產生影響所致，機場北商業區有新增的旅客及購物設施，代表本港可容納更多旅客，落成後，內地政策或有放寬旅客來港空間。其次，港珠澳大橋落成後，如北大嶼山沒有足夠具質素的景點及旅遊設施的話，旅客下機後有機會很快經港珠澳大橋到珠海橫琴及澳門等地，反正彼岸的新酒店設施較充足及便宜，兼有澳門的娛樂設施，在香港新機場島上設新地標及景點，有望留住旅客在港消費。第三，機場北商業區可紓緩本港傳統購物區的過分擁擠，有效減低對本地人士生活的影響。第四，新商業區帶來新的經濟及大量就業崗位，東涌甚至屯門區居民在此可找到較高薪的工作機會，而無須每天長途跋涉到市區上班。

營運者實力和經驗非常重要

一個地域性大型商業項目能夠成功，其背後致勝的因素很多。對於機場北商業區這個龐大的綜合多功能商城來說，統一專業管理很重要，最重要千萬不能把業權賣散，還有項目內各種功能的面積組合的互相配合。租客組合的選址和配置，人流流向的控制和導引，整體品牌的建立、宣傳和包裝以及經常舉行各種各類活動等，都需要有長期總體策劃和跟進修訂。故此，機場北商業區將來所選定營運者的實力和經驗非常重要，可決定性影響將來整個項目的成敗。

網建加碼 電訊商喜憂參半

比富達證券（香港）市場策略研究部 高級經理
何天仲

日前，中國國務院發布「關於加快高速寬帶網絡建設推進網絡提速降費的指導意見」（下稱「意見」），旨在加強寬帶網絡基礎設施建設，提高網速，降低資費。一直以來，內地電訊業由中國移動（0941）、中國聯通（0762）和中國電信（0728）三大營運商壟斷經營，對比其他發達市場，內地網速慢、資費高等問題較為突出。「意見」的出台，網絡基礎設施的建設將會提速，電訊商的寬帶及4G用戶有望大幅增長，惟上網資費降低會對電訊商的業績造成一定影響，屬喜憂參半。

政策支持 投入力度大

寬帶網絡建設是互聯網發展的基礎，內地政府一直非常重視寬帶網絡的發展。2013年8月，國務院發布了「寬帶中國」戰略方案，將寬帶發展上升至國家戰略層面。而近日發布的「意見」，更對寬帶建設提出了具體可行的發展方向，即光纖城市和第四代移動通信技術（4G），並計劃三年內投入超1.13萬億元（人民幣，下同）來支持寬帶網絡建設。

寬帶網絡建設主要包括優化現有寬帶網絡以及擴大寬帶網絡覆蓋範圍。當前內地寬帶網絡建設主要集中在城市，而農村地區，尤其是西北等偏遠地區網絡覆蓋率非常低。為了改善這種情況，政府計劃今年投資4,300億元，今年底前實現新增光纖到戶達到8,000萬戶，同時95%以上的行政村開通固定或移動寬帶的目標。政府之所以大力投入網絡建設，是因為互聯網將會是未來經濟發展的重要推動力。

4G業務強勁 營運商待轉型

過去幾年，三大電訊營運商的移動通信業務對收入貢獻出現下滑，拖累ARPU（Average Revenue Per User，即每用戶平均收入）下行。不過，電訊商的數據業務增長強勁，4G業務推出之後，ARPU也開始迎來反彈。可以說，4G業務是電訊商業績最主要的增長動力。

據中國工信部公佈的數據，截至今年4月，內地移動寬帶用戶為6.44億戶，其中4G用戶達1.78億戶。根據「意見」提出的要求，今年內地將會建成超過130萬個4G基站，4G網絡將覆蓋所有鄉鎮以上地區，4G用戶數有望突破3億戶，增幅巨大。去年中國移動4G用戶每戶月均流量達155MB，對比2013年只有72MB，同比大增115.1%。雖然「意見」公布後，電訊商對4G網絡速度及資費都作出了調整，但預計對業績影響不大。

隨着網絡建設逐步完善，4G用戶逐步增長，電訊商的數據業務收入也會明顯提升。不過，微信及虛擬營運商的出現，將會持續對電訊商的傳統業務造成衝擊，數據業務難以長久支撐電訊商的業績增長，電訊商轉型在所難免。另外，電訊業也是國企改革的重要行業之一，行業整合也會湧現較大的投資機會，值得留意。

■電訊商的寬帶及4G用戶有望大幅增長，惟上網資費降低會對電訊商的業績造成一定影響，屬喜憂參半。為推廣4G套餐，中國移動在上海推出一系列促銷活動。 資料圖片

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。