



全球重大政經議題分析

=====

寶來金融集團---寶來證券(香港)有限公司 聯席董事
朱商佐

Mobile:0952-251-611

Email: chu157988d@yahoo.com.tw

Msn: daniel_chu@global-fh.com.tw

=====





中國打房 何時了??

殃及池魚的中國股市

二〇〇九年，中國曾是全球經濟的救世主。二〇一〇年，經濟基本面依然領先全球，第一季國內生產毛額（GDP）成長達到一一·九%，在G20全球主要經濟體中，排名第一。但，吊詭的是為何GDP攀升顛峰的中國，上海證券交易所的股市卻與美國相反，今年以來一直持續走跌？

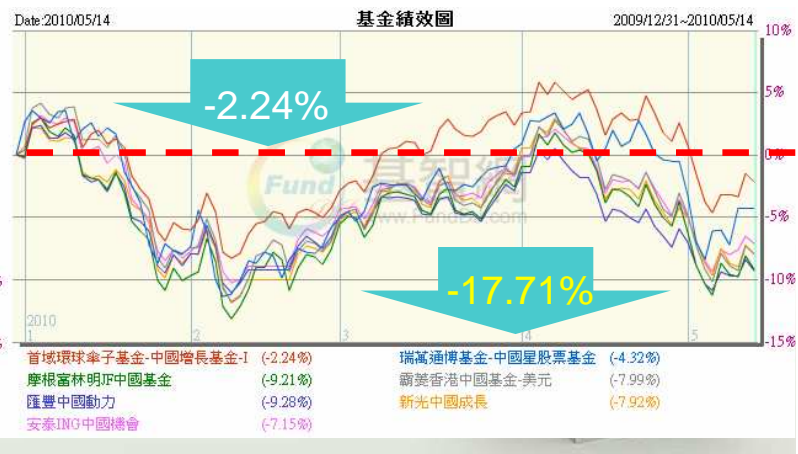


殃及池魚的中國股市





所謂，覆巢之下無完卵，研究部過往所建議的“首域中國”，表現雖然依然強悍無比，但受制於一個持續下跌的市場依然無力難回天。

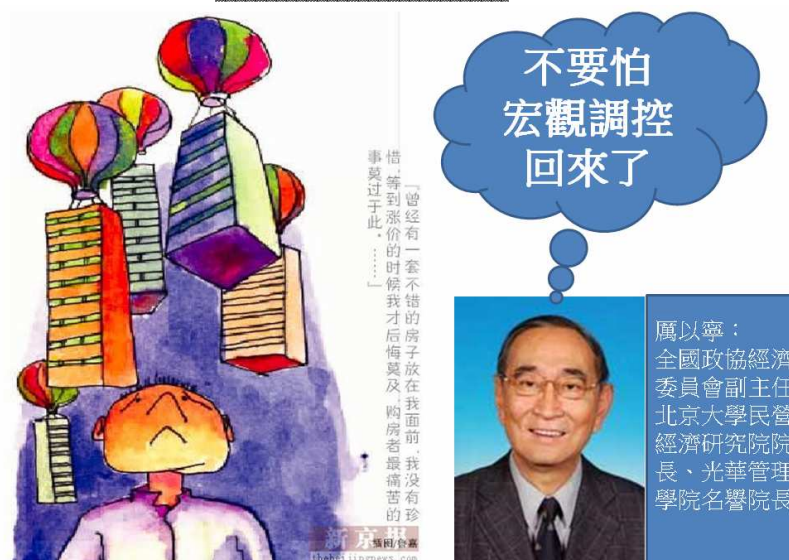


想徹底的探究這個原因，就要翻開中國從去年開始的宏觀經濟調控政策大事紀，一窺究竟。

如果說，歐洲風暴是自然形成的降雨雲團，那圍繞中國經濟的風暴，則是一股計劃性人造雨的烏雲。

中國GDP在第一季攀上景氣頂峰，但同時房價也在第一季登上頂峰，通貨膨脹高速上漲。第一季通膨達到二·二%

2009.09.11



八月十日至八月十六日這一週，上海平均房價創下一坪近人民幣六·六萬元（約合新台幣三十三萬元）的天價，讓普通市民更無能力購買房屋。

這個數字接近中國政府年初設定的全年通膨指標三%。因此，不打房、不通膨，不造這朵人工雨澆滅中國過熱的經濟，勢必使得中國進入通膨危機之中；而中國政策在去年即可見端倪。

大陸買房狂潮 造就八大怪

【記者雷競、綜合報導】中國房地產市場正處於一個前所未有的狂潮中，造就出八大怪現象。據悉，目前中國房地產市場正處於一個前所未有的狂潮中，造就出八大怪現象。據悉，目前中國房地產市場正處於一個前所未有的狂潮中，造就出八大怪現象。據悉，目前中國房地產市場正處於一個前所未有的狂潮中，造就出八大怪現象。

- ### 大陸樓市八大怪現象
- 一、房子賣得慢，買家不買
 - 二、房價高企，買家不買
 - 三、買家不買，買家不買
 - 四、買家不買，買家不買
 - 五、買家不買，買家不買
 - 六、買家不買，買家不買
 - 七、買家不買，買家不買
 - 八、買家不買，買家不買

大陸收縮資金...中債銀證買賣了480億定向央票

人行 懲罰貸款浮濫銀行

【記者林隆、綜合報導】中國人民銀行昨日宣佈，定向央票買賣了480億元。人行昨日宣佈，定向央票買賣了480億元。人行昨日宣佈，定向央票買賣了480億元。人行昨日宣佈，定向央票買賣了480億元。



2009.09.11

銀行緊縮信用

新增信貸金額 上月銳減

【記者雷競、綜合報導】中國人民銀行昨日公佈，7月新增信貸金額減至人民幣3,589億元。中國人民銀行昨日公佈，7月新增信貸金額減至人民幣3,589億元。中國人民銀行昨日公佈，7月新增信貸金額減至人民幣3,589億元。



謝國忠：政府不會救市

【記者雷競、綜合報導】東方早報昨(22)日報導，獨立經濟學家謝國忠表示，進入9月後，大陸股市只會有小反彈，政府不會出救市政策。謝國忠表示，政府不會出救市政策。謝國忠表示，政府不會出救市政策。

在8月4日就見頂了。」所以小反彈會出現在9月，而且不會突破8月4日的頂峰。9月的小反彈只是把前面還沒有買股的那些人騙進來。進入10月，中國的基本面會出現下滑，那時候股市的跌幅會更大。謝國忠認為，陸股走勢跟大陸股民的心態有關聯。大陸股民愛短線操作，希望賺錢時間短一點。此外，大陸股民也有侥幸心理，因此很容易被所謂的官商和專家所利用。

THE END

中國住房和城鄉建設部副部長齊驥認為，房價飛漲的原因有二（齊驥，營建專業出身的官員）



房價上漲過快的主因是供求矛盾，不合理的需求占比較大

所謂不合理的需求，指的便是投資客的需求，而非實質人民住房的需求

一些地方和部門認識不到位、落實調控政策不力

中國中央政府與地方政府稅收制度上，與房地產息息相關的土地出讓金（政府把土地使用權出讓給營建商的稅金），是地方政府唯一的重要財稅來源，上海、北京等大城市，有一半地方稅收來自土地出讓金；這同時也是中央與地方的矛盾。

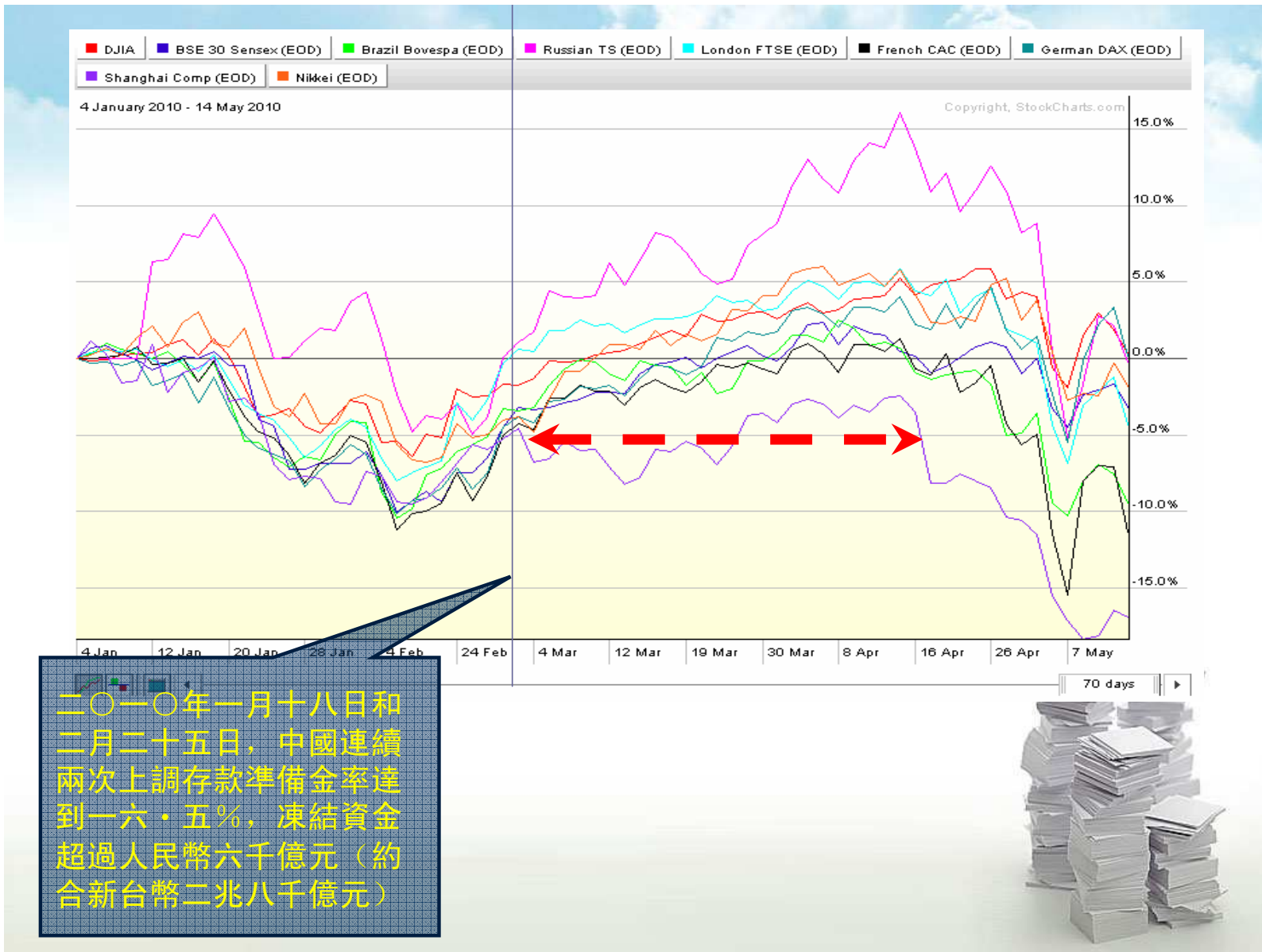


整體經濟出發的中央政府，與地方政府產生利益衝突，遲遲不敢對房地產下重手，害怕打房打掉財稅收入，也打掉地方GDP迅速上漲的機會。

也因此，遲到了今年一月、二月，中國中央政府終於不得不祭出急凍信貸這個撒手鐮；，將投機客與地方政府的阻撓勢力一起消滅。

觀察中國經濟最重要的指標莫過於貸款增速，從二〇一〇年月成長率數據來看，一月中國人民幣信貸投放比二〇〇九年增長三·五%、二月只有一·六九%，到了比二月還多出一週的三月（二月包含春節假期），這一指標只有一·二%。





中國退場 存準率升2碼

19個月來首度調整，政策轉向緊縮，估將凍結3,000億元人民幣資金

記者康彰榮／綜合報導

中國人民銀行昨(12)日無預警宣布，從1月18日起，調高存款類金融機構人民幣存款準備率0.5個百分點，調整後存準率為16%。此為人行在2008年6月後首度調高存準率，此次調整預估將從金融機構凍結3,000億元人民幣(下同)左右資金。

專家解讀認為，人民銀行此舉意味著政策開始轉向緊縮，中國大陸的刺激經濟措施也將逐步退場。

中國大陸經濟逐漸出現復甦跡象，但通貨膨脹預期也隨之高漲，加上去年人民幣新增貸款飆高近10兆元，今年第1周新增貸款又竄升6,000億元，財經界普遍的認為人行即將推出緊縮政策，而存款準備率被視為最可能率先推出的貨幣工具。

人行行長周小川去年12月22日就表示，存準率是一項重要的政策工具；中國全國人大財經委副主任吳曉靈去年11月也透露，人行今年將調高存準率。

中國人民銀行昨日決定，從本月18日起

調高存準率0.5個百分點。但為增強支農資金實力，支持春耕備耕，農村信用社等小型金融機構暫不調高。

根據人行公佈的數據，截至2009年11月底，大陸金融機構人民幣各項存款餘額59.27兆元，依此計算，調高0.5個百分點，可望回收金融機構約3,000億元資金。

中國人民大學財政金融學院副院長趙錫軍接受本報採訪時表示，人行調高存準率，體現去年12月中共中央經濟工作會議和日前人民銀行工作會議的「保增長、調結構」精神。

申銀萬國首席經濟學家李慧勇也認為，三大原因促使人行調高存款準備率：首先是經濟已無後顧之憂；其次，是通膨壓力已經明顯；再者，人行調高央票利率的作用及其規模不足以達到政府控制風險的目的。

中信證券首席宏觀經濟學家諸建芳分析，此次調高存準率，意在回收流動資金，這體現中國經濟進入復甦狀態時，政策回歸正常化，且從此次政策調整窗口來看，政策調整進程比市場預期更快。

諸建芳預計，2010年貨幣政策推出會更加的頻繁，對比之下，2009年均為刺激政策，2010年則為退出型政策，政策方向是相反的。

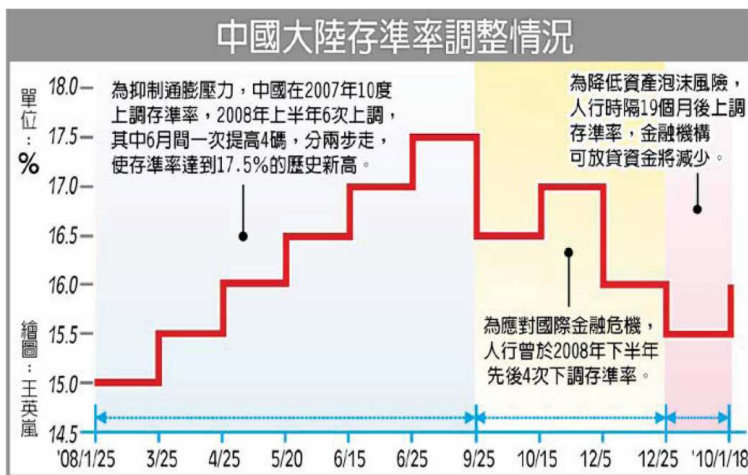
閱報秘書

存款準備金率

存款準備金是金融機構為保證客戶提取存款和資金清算需要而準備的資金，金融機構按規定向中央銀行繳納的存款準備金占其存款總額的比率，就是存款準備金率。

存款準備金制度最初是要保證存款的支付和清算，後來逐漸演變成為貨幣政策工具。央行調升存款準備金率，可收攏資金，降低金融機構的放款能力，間接調控貨幣供應量。

利率是央行貨幣政策的另一重要工具，但各國基準利率種類不一，大陸中國人民銀行採用的通常是金融機構1年期人民幣存款利率。央行調整基準利率，直接提高或降低借款人貸款成本、影響借貸意願，控制貨幣市場走向。(劉煥彥)



(相關新聞見A2)

人行調升存準率2碼

2月25日起上調至16.5%；歐美股市下跌，道瓊一度重挫逾130點

記者賀靜萍、李書良／綜合報導

在對資產價格和消費物價上漲的擔憂不斷加重的情况下，中國人民銀行昨（12）日宣布將於2月25日上調金融機構存款準備率2碼（0.5個百分點）；人行今年在1個月時間兩次密集動用存款準備工具，證明流動性管理已明確提上中國本輪貨幣政策日程。

受中國可能升息消息影響，周五歐美股市盤中全面下跌，美股道瓊指數大跌逾130點跌，跌幅1.37%。

本次上調存準率依舊不包括農村信用社等小型金融機構。上調後，大型銀行的存準率上升至16.5%，回籠資金超過3,000億元人民幣（下同）。

根據中國人民銀行4日公布最新數據顯示，1月份的人民幣新增貸款為1.39兆元，超過了2009年最後3個月的總和，佔2010年新增貸款7.5兆元近20%。

此外，數據顯示，M2去年全年一直維持高速增長，截至今年1月末的M2年增率為25.98%，加上中國70個大中城市在1月份房價再創下連續21個月來的最大漲幅，生產者物價指數及非食品消費價格也在上升，中國政府對通膨的憂慮將化為實際行動。

事實上，人行在4日的公告中表示，即暗示會運用近幾個月來所使用的政策工具應對通貨膨脹風險，包括通過發行央票回籠資金，以及通過窗口指導要求銀行控制信貸增速。

而人行昨晚6點公布上調存款準備率的消息，因正值中國為期1週的春節假期啟動，金融市場並未受到任何影響。在昨天午年股市的最後一個交易日，滬



深股市雙雙紅盤作收，上證綜指連續4天收紅並成功站上3,000點大關，尾盤以接近全天最高點的3018.6點作收，漲幅為1.09%。

針對人民銀行在1個月左右時間，接連調動每次幅度達2碼的存款準備率，中國人民大學金融研究所副所長趙錫軍受訪時指出，這次人行調高存準率主要是防止商業銀行在春節過後流動性衝高，而且2月份還有7,000多億的央票即將到期，如不事先防範，年後大陸各商業銀行現金滿滿，恐有加速放貸的後果。

除此之外，中國國家外匯管理局昨（12）日也在網站上公告，隨著中國外貿出口逐步出現恢復性增長情勢，外商來中國直接投資步伐會重新加快，境外短期套利資金可能透過各種管理流入境內，這都將導致中國外匯淨流入的壓力進一步加大。



新聞分析

中國升息？就看物價

2月11日，中國人民銀行公布1月經濟數據，其中1月份CPI年增率為1.5%，低於市場預期，弱化升息的預期，但當日A股市場未有回應，顯示市場對貨幣政策有疑慮，特別是節後巨大資金回籠壓力；而人行昨宣布調高金融機構存款準備率0.5個百分點，看來上調是人行計畫之中的事情，但多少還是令市場意外。

過去一年，大陸銀行趁中國政府推出政策救市，拚命灑錢放貸，除了響應中央政策，也可以達成業績，賺取利息。不過，這樣的結果，就是去年中國大陸新增貸款猛增，通膨魅影蠢蠢欲動。

尤其是近期人民銀行宣佈1月份人民幣新增貸款再破兆元，創下半年以來單月放款紀錄。當時即有專家表示，新年之初就曝出天量新增貸款，反映中國政府仍面對巨大信貸調控壓力，年內逐步縮緊資金已成為必然的趨勢。

人民大學教授趙錫軍分析，由於農曆春節市場、民眾需要，各商業銀行投放不少資金到市場，這些錢在過年後都會逐步回到銀行系統；加上2、3月又有8,000多億元的央票到期，屆時各大商業銀行免不了滿手現金。

依大陸商業銀行「慣性」，大

都選擇每年第一季時盡情放款，藉此得到更多利息收入，但有了去年與今年初新增貸款猛增的教訓，此時若讓現金充裕的銀行過度出手，讓更多流動性進入市場，恐有引發經濟過熱與通膨提早到來之虞。

此外，國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松表示，人行再次提高準備率，主要是考慮對沖流動性，目前這需求大於收縮銀根的需要。他表示盡管業內預計2月份新增信貸將較1月份的1.39兆元大幅下滑，但今年大陸流動性將面臨「內外夾攻」之局。與2009年相比，今年中國貨幣市場境內境外資金都將對國內流動性有所貢獻，因此人行密集出手，可見中國金融當局對流動性不敢小覷。

至於升息可能性，兩位經濟學家均認為，準備率工具的動用，與升息或全面緊縮並無直接關聯。因為提高金融機構存款準備率是對市場衝擊較小的貨幣政策工具，但對流動性管理卻能立竿見影。

而利率調整要求比準備率調整要求要多，如物價持續高於1年期存款利率，此外還有實際資金需求的要求。今年1月物價數據與去年12月比起來，壓力已減緩，接下來是否升息，中國政府會「盯緊」的是物價指標。（李書良、賀靜萍）



新聞分析

北京出手 上海調整 廣州還在耗

配合中國政府近期打壓房價所推出的「國十條」政策，「天子腳下」的北京率先推出堪稱最為嚴厲的打房措施；上海雖不如北京激進，但變著法子調控房市，也總算是意思到了；唯獨南方的廣州，至今仍給人曖昧的態度，甚至提出「溫和」調控的說法，讓大陸這波打房行動顯得步調不一。

其實，作為出口大省，廣東省境內的廣州與深圳是有苦自知，因為一旦打房玩真的，這些城市的財稅與經濟將受到極大影響。從財稅收入來看，2009年廣州的財稅收入為702.58億元人民幣（下同），而其賣地收取的土地出讓金多達489億元，較2008年飆升301%。兩者相加，廣州的土地出讓金佔該市財稅總收入逾4成，這還不計算廣州財稅中來自房地產的部份。

相較之下，上海市去年的財稅收入達2,540億元，其土地出讓金收入為675.7億元，整個財稅收入中，土地出讓金僅佔

26.6%。

其實，對於仰賴出口的廣東省來說，2008年第4季後，其出口因金融海嘯遭受重創，使得這部份收入大減。靠著賣地以及2009年不斷喧騰的「地王」話題，讓廣州、深圳等珠三角城市藉由豐厚的土地出讓金，得以度過金融海嘯帶來的煎熬。

如今雖已進入後金融海嘯時期，但國際經濟情勢未穩，加上大陸出口情勢雖有改善，但遠達不上當初海嘯前的榮景，因此廣州等城市在打房上才會顯得瞻前顧後，要找理由說明為何自己行動不夠積極。

其實，上海市在打房上也是花了很多心思想量。儘管其土地出讓金佔整體財稅比重不如廣州，但其財稅收入中，多達25%是來自於房產業所貢獻，若把這部份一併算上，其來自土地、房地產的收入就佔總體收入的4成。以此觀之，或可了解為何其他城市的配合度不如北京積極了。

（李書良）

北京：政府說行的，不知道行不行

上海：政府沒說不行的，一定行的

廣州：政府說不行的，不一定不行



START 2010.04.15

中国房价涨幅三月再创新高



北京沿三环的一处CBD建筑群

国家统计局近日公布了最新房价数据。今年3月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨11.7%，涨幅创下自2005年7月对房价实施月度统计以来的最高水平。虽然中国政府出台了一系列调控措施，但3月起全国楼市开始急速升温，不仅成交量大幅攀升，部分城市房价也开始继续高涨。一时间“越调控越涨价”成为各方关注的话题。

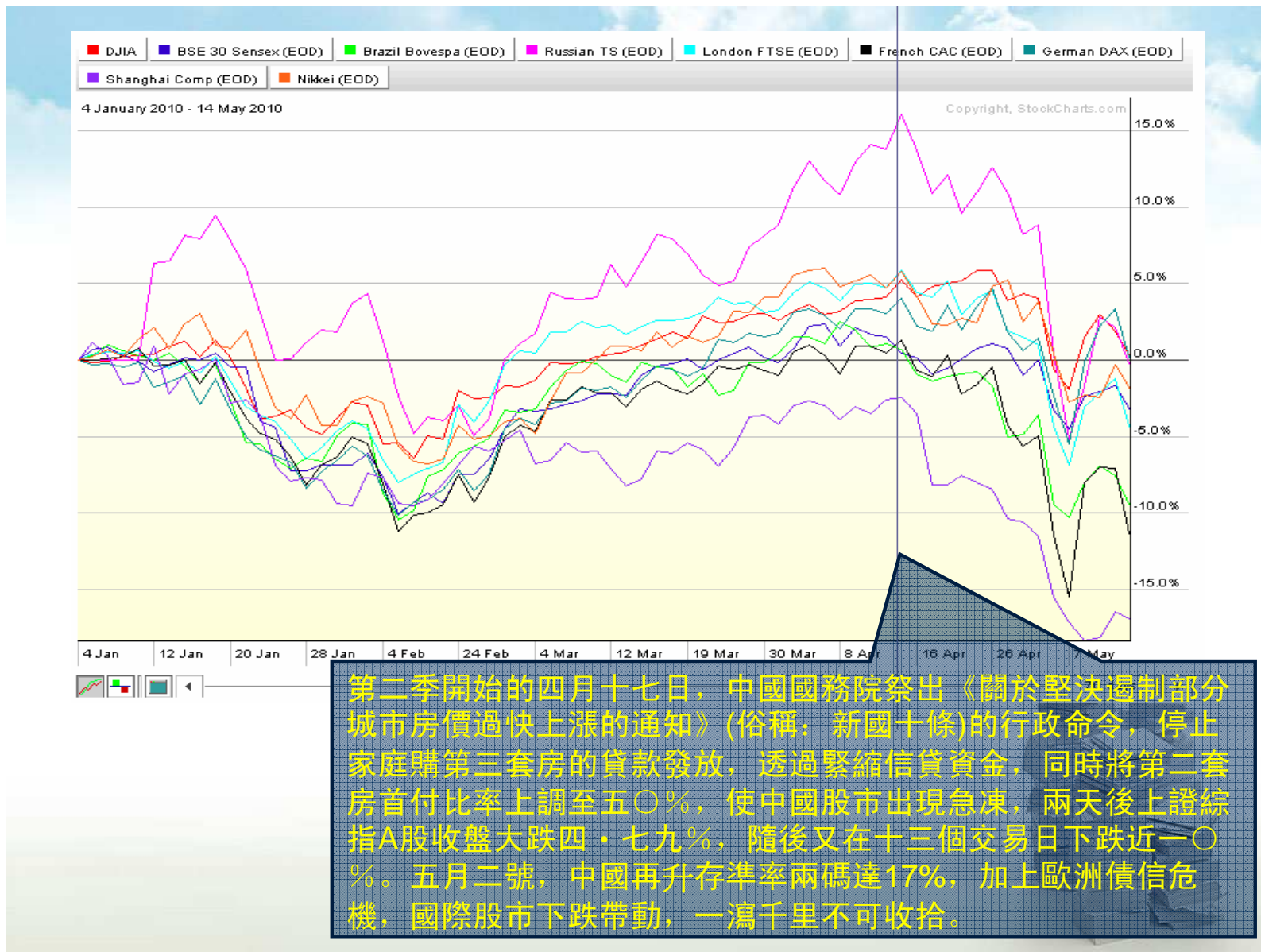
一房难求

雖然，中國從資金端下手調控，但中國人本著冒險與不信任政府的天賦，一就狠狠的再把房價拉高，等於狠狠的打了中國政府一巴掌

继一月份上涨9.5%，二月份上涨10.7%后，三月份中国房价再次上涨。

在北京的一家房地产中介连锁公司负责销售的郭先生告诉德国之声：“（房价）上涨我是感觉到了，从二月底到三月初基本就在上涨状态，现在是客户有，需求量有，但是目前房价比较高，有的客户难以承受。他等于现在是一房难求，合适的房子毕竟是少数。”

另外的一家北京房地产中介公司的杜先生也明显能够感受到房价的攀升。他说：“这个感觉很明显，我们因为是崇文区，这一块涨的可能还要高一点，现在这边就算回迁房均价都在3万了，有的甚至卖到三万五了。”



狠狠打房

陸二套房頭款 50%起跳

國務院表態「堅決遏制」首購房逾27坪頭期款不得低於30%，將打「組合拳」調控。

記者紀麗君 / 綜合報導

為壓抑銳不可擋的房地產漲勢，大陸官方再出招。對首次購買自住房且面積在90平方米(約27坪)以上者，頭期款將不得低於30%；貸款購買第二套住房者，頭期款更不得低於50%，貸款利率也不得低於基準利率的1.1倍。

當前大陸房市已經明顯過熱，根據大陸國家統計局統計，今年第一季，全國商品房銷售額較去年同期成長57.7%；3月份全國70個大中城市，房屋銷售價格較去年同期上漲11.7%，更是近五年來單月增長幅度最高。

新華社昨(15)日公佈，大陸國務院總理溫家寶本周三主持召開國務院常務會議指出，近期部分城市房價、地價又出現過快上漲勢頭，加大居民通過市場解決住房問題的難度，也增加了金融風險。因此，必須採取更為嚴格、更有力的措施，堅決遏制部分城市房價

過快上漲，切實解決城鎮居民住房問題。

法國巴黎證券(亞洲)董事總經理陳興動在接受和訊網專訪時指出，這次國務院會議對房地產調控的用詞，是近年來最強烈的一次，顯示降房價已經成爲一項「政治任務」。

為壓抑房地產市場過熱，大陸國務院常務會議決定提高購屋的頭期款比例外，並提出要在房價上漲過快的城市，增加居住用地供應總量，並大幅度增加公共租賃住房、經濟適用住房和限價商品住房供應。

大陸國土資源部昨天隨即提出，今年計劃供應住房用地總

大陸近期房地產調控措施

時間	內容
2009/12/9	2010年1月1日起，個人住房轉讓營業稅徵免時限由二年恢復為五年
2009/12/14	國務院頒布「國四條」，提出將綜合運用土地、金融、稅收等手段，加強對房地產市場的調控
2009/12/23	財政部調整住房轉讓營業稅政策，購屋持有不足五年者，按售價減去購屋時價款差額全額徵收營業稅
2010/1/10	國務院公布「國11條」，嚴格二套房貸款管理，頭期款不得低於40%
2010/3/23	國資委要求78家不以房地產為主業的中央企業退出房地產業
2010/4/11	銀監會要求，銀行不應對投機、投資購房貸款，如無法判斷，應大幅提高頭期款比例和利率

資料來源：大陸歷次公布政策 林則宏 / 製表

量達18萬公頃，是去年實際供應量的約2.35倍。其中保障性住房、棚戶區改造和中小套型商品房比例達77%。

新華社指出，「中國新一輪的房地產調控行動正在加速啓動，而且力度較以往輪次更大」。新華社並表示，除提高

購屋頭期款比例、增加土地供應量，大陸政府對飛漲房價將會打出「組合拳」，近期其他相關部門還將密集推出一系列

具體調控措施。

北京師範大學房地產研究中心主任董藩預期，今年大幅度增加住房用地供應量，對於改

善目前房地產市場的供需關係，抑制開發商的「搶地」衝動，穩定公眾購房心理預期，都將具有正面效果。

2010年4月17日國務院為了堅決遏制部分城市房價過快上漲，發布“國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知”分五大項，十要點；簡稱“新國十條”

各地區，各有關部門要切實履行穩定房價和住房保障職責

增加住房有效供給

加強市場監管

堅決抑制不合理住房需求

加快保障性安居工程建設

- (一) 統一思想，提高認識。
- (二) 建立考核問責機制。
- (三) 實行更為嚴格的差別化住房信貸政策。
- (四) 發揮稅收政策對住房消費和房地產收益的調節作用。
- (五) 增加居住用地有效供應。
- (六) 調整住房供應結構。
- (七) 確保完成2010年建設保障性住房300萬套，各類棚戶區改造住房280萬套的工作任務。
- (八) 加強對房地產開發企業購地和融資的監管。
- (九) 加大交易秩序監管力度。
- (十) 完善房地產市場信息披露制度。



美國仍未復甦，歐盟也出問題，中國政府的人造雨未來會下多大？多久？

依然還是要回到政策面觀察，中國政府曾經提出一個二〇一〇年全年信貸投放量達人民幣七兆五千億（約合新台幣三十四兆六千億元）既定指標，投放比率是「三三二二」。

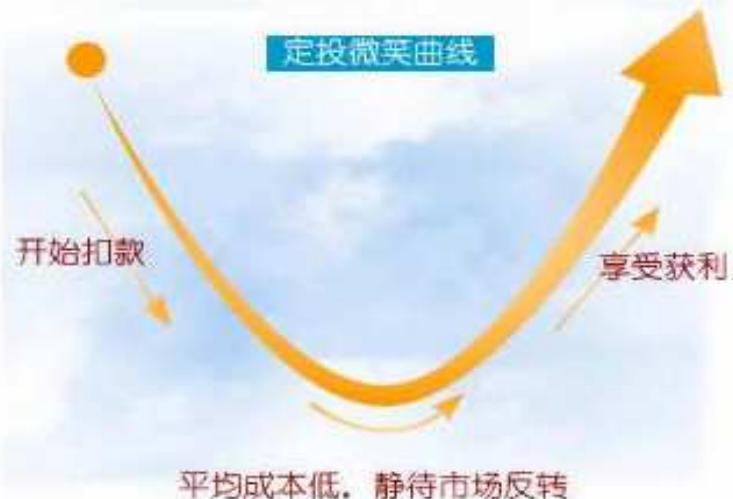
今年第一、二、三、四季的信貸投放額度分別是三〇%、三〇%、二〇%和二〇%。而從實際執行情況來看，第一季中國信貸投放量達到約人民幣二兆六千億元，實際完成信貸投放指標的三四·七%，「三三二二」的比率也迅即被改成「四三二一」。

因此，可以預見的是，未來二季信貸投放比率仍將下降，這也符合打房政策的預期，直到第四季之後，才會有所轉機。

屆時，如果房價和物價回到合理區間，明年自然萬里無雲，然而一旦有變數，則須繼續觀察。



打房，打的不是中國經濟，而是打懸殊的貧富差距！中國干預的手不收回，陸股與基本面背道而馳，短期不會改變。



研究部近期對中國持觀察甚至減碼的看法，但是對真的能長期沉的住氣的客戶，中國依然是可以考慮的標的。

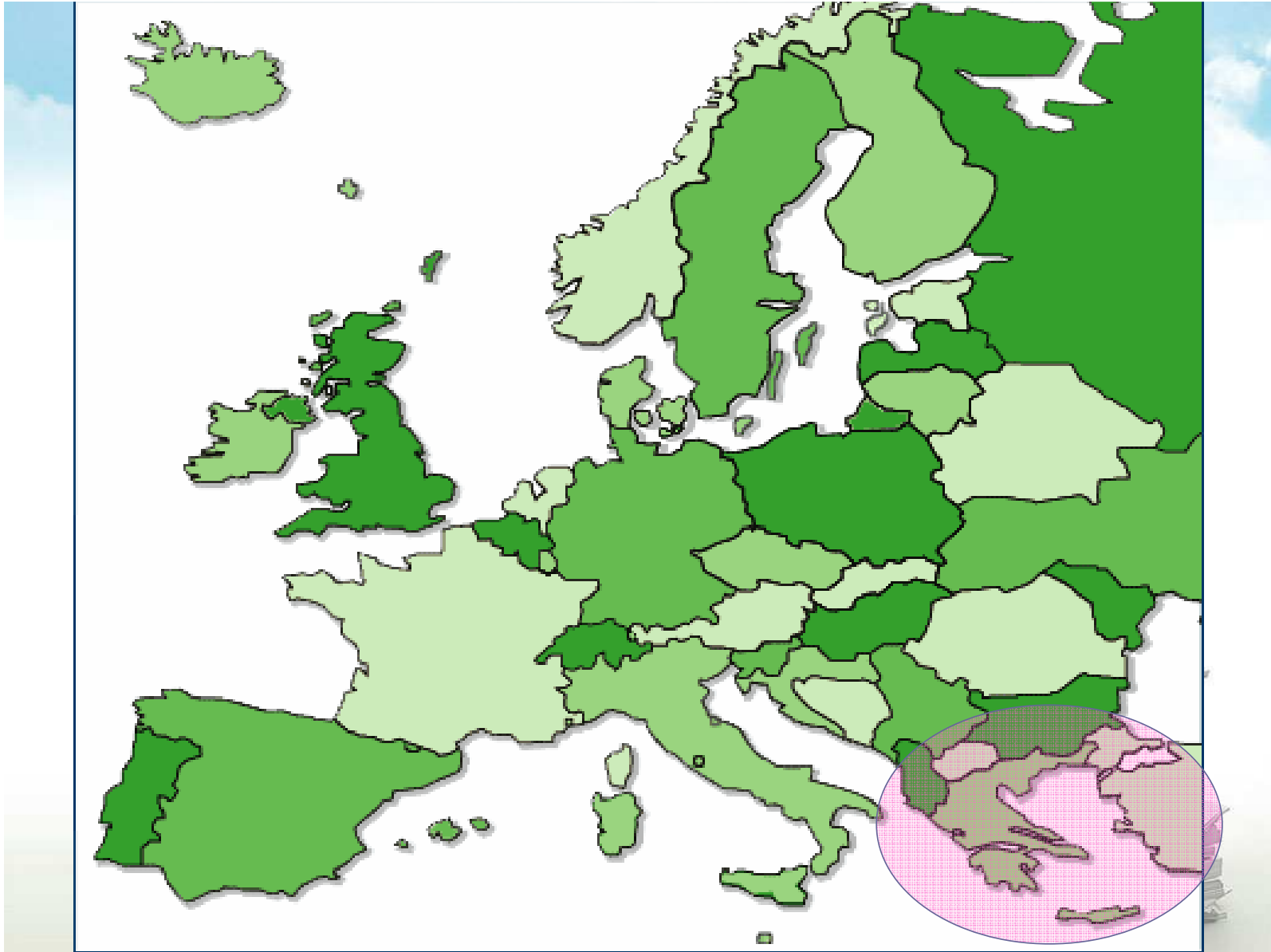




憂鬱的宙斯

希臘債務危機









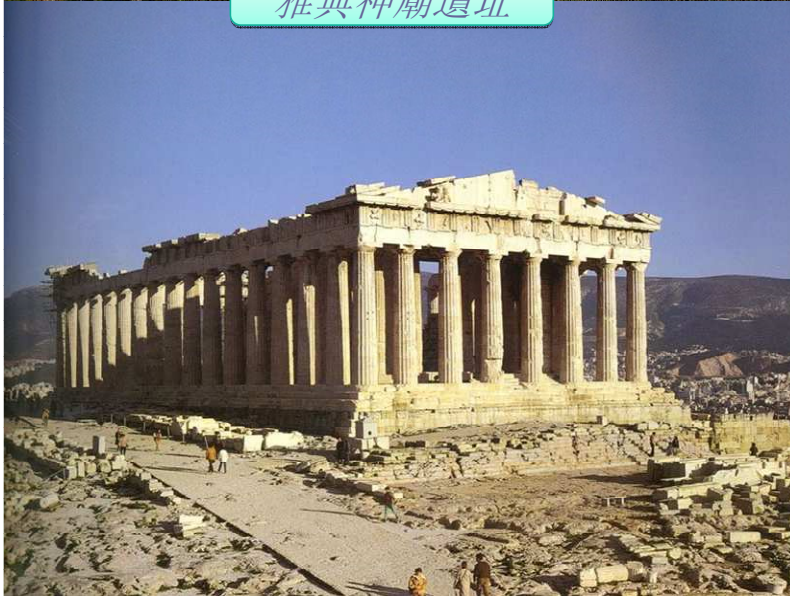
希臘，眾神的故鄉。歐洲古文明的起源地，公元前2000年前，克里特島就存在了米諾斯文化，接著開始邁錫尼文化時期(愛琴文化)。公元前800年城邦國家出現，赫赫有名的雅典、斯巴達等均為此時重要的城邦。

公元前300年，北部的馬其頓城邦亞歷山大帝橫空出世。





雅典神廟遺址

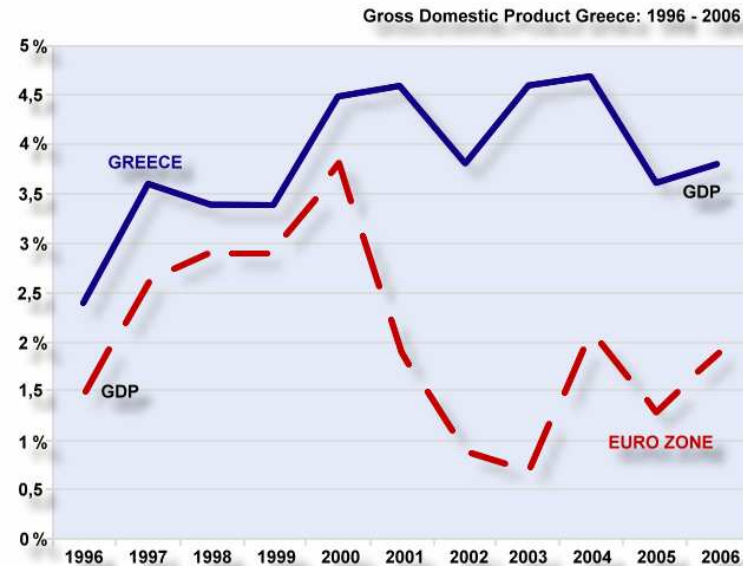


現代雅典學院的正門

歷經了兩次世界大戰，以及一次的內戰，希臘共和國在1975年建立。1977年選舉的結果使得左派勢力增長但是並未使政局混亂，希臘政局自此安定。而於1981年希臘正式加入歐洲共同體（EC）。

自2002年1月1日起與其他「歐元區」會員國同步採用歐元取代舊制希幣成為新流通貨幣。

旅遊業是支柱產業，占希臘GDP以及外匯收入的很大一部分（15%左右）。希臘是歐盟經濟援助的主要受惠國，受歐盟援助的資金大約佔總GDP的3.3%，在過去幾年中希臘經濟穩步增長。



然而，希臘2010年需要償還的債務約550億歐元，超過國該歲入稅收，償債能力備受質疑。



希臘打入垃圾債 葡國遭降評

標普可能再降評等 債信風暴恐蔓延全歐 西班牙、愛爾蘭等短債大跌 歐股重挫

編譯陳家齊 / 綜合外電

希臘紓困案陷入僵局，標準普爾公司把希臘債信評等打入垃圾等級，並調降葡萄牙信評兩級。希臘債信危機可能擴大成全歐風暴，拖累全球股市，歐股跌幅達3%，歐元也應聲重挫。葡萄牙公債，西班牙、愛爾蘭與義大利債券價格遭受重擊。

標準普爾公司27日宣布，希臘主權債信評等降為BB+，成為「投機級」的垃圾債；葡萄牙評等降兩級至A-，再掉四級就會進入垃圾等級。標準普爾並表示可能再降兩國債信。

這是歐元國家首次遭打入垃圾等級。歐元應聲重挫，對美元大跌1%至1.3255美元。希臘2年期公債崩跌，殖利率衝破17%。美股在房市傳佳音下依舊重挫逾1%，道瓊工業指數大跌131點至11,073點。

法國巴黎銀行信用分析師吉利爾說：「問題正迅速蔓延到葡萄牙、西班牙、愛爾蘭與義大利。當希臘正在焚燬，德國卻在束手旁觀。」包括德國、西班牙、葡萄牙等歐股27日

全面大跌近3%，希臘股市更重挫逾6%。

德國政壇表態要希臘債投資人付出代價，使希臘尋求的450億歐元紓困案陷入更濃疑雲。基民黨發言人巴特勒說，持有希臘債的銀行應該分擔希臘的紓困成本，「也就是說，買希臘債的人將拿不回百分之百的面值，可能只拿到八成或七成。」

基準的希臘10年期公債殖利率26日已暴漲90個基點（0.9個百分點），27日再漲13個基點至9.63%，與同等的德國公債利差擴大到6.7個百分點。

葡萄牙已是投資人關注的「希臘傳染病」重災區，葡債27日同步重挫。10年期公債與德



債利差增至258個基點，創加入歐元來的空前水位。而同屬高赤字的義大利、西班牙與愛爾蘭2年期短債殖利率，也出現20、16與52個基點的增幅。

根據CMA Datavision公司的報價，擔保希臘債的5年期信

用違約交換（CDS）合約價格，暴增至814個基點的空前高點。這表示要擔保1,000萬歐元希臘債，必須繳付81.4萬歐元的「保費」。

梅克爾即將在5月9日面臨地方選舉考驗，德國選民一面倒

反對紓困希臘。在歐盟安排的300億歐元紓困計畫中，德方需承擔84億歐元，是最大出資國。德國發行量最大的畫報（Bild）27日頭版標題寫說：「為什麼我們要替希臘奢侈的退休金買單？」

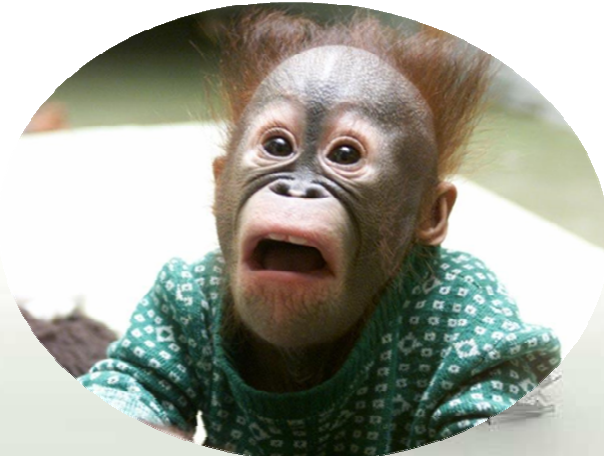
現代希臘神話

截至今年2月份，希臘的債務高達2940億歐元，按希臘人口1100萬左右計算，人均負債2.67萬歐元左右。希臘的公務員人數比例之高以及工會勢力之強大，赫赫有名。

準時上班的公務員可以領取獎金，遲到的公務員不一定會被扣薪，每年保證14個月薪資，獎金另計。

希臘公務員的未婚或離婚女兒，仍然可以在父母死後繼續領取他們的退休金。

希臘政府一直想要賣掉負債累累的國營奧林匹克航空公司，卻遭到工會的阻攔。後來終於脫售成功，但條件卻是提供高額賠償金和重新雇用4600多名職員。



希臘經濟學家：三大因素釀成希臘債務危機

希臘經濟和工業研究基金會負責人斯圖爾納拉斯說，**政府財政多年來超支、公務員隊伍龐大、偷逃稅現象嚴重**是三大重要因素。

基于政黨和工會組織的壓力，希臘政府多年來過量增加公共支出，過度提高工資和養老金等社會福利待遇水平

僅政府部門嚴格意義上的公務員數量就佔希臘全國勞動人口的10%。如果算上養老金管理機構等一些公共部門的從業人員，這一比例會更高，龐大的公務員隊伍帶來巨大的財政負擔。

據估計，希臘政府因偷逃稅行為每年損失的稅收至少相當于國內生產總值的4%。



希臘同意大減支出 敲定金援

接受三年縮減400億美元新方案 換取1,600億美元金援 希臘總理呼籲民衆「相忍為國」

編譯廖玉玲 / 綜合外電

希臘政府2日和國際貨幣基金（IMF）和歐盟達成協議，接受三年縮減300億歐元（400億美元）的擲節支出新方案，並呼籲希臘民衆要有「相忍為國」的準備。歐元區財長2日召開緊急會議，將同意金援希臘三年1,200億美元（1,600億美元）。

希臘財長帕帕康斯坦丁努2日在記者會上說，金援方案的協商很棘手，1日晚間已完成，「我們的選擇不是讓國家崩潰，就是用困難的措施進行艱難的財政調整，換取史無前例的援助。」

他說，到2014年必須讓希臘的預算赤字降到國內生產毛額（GDP）的3%以下，符合歐盟規定，今年要讓預算赤字從去年占GDP的13.6%減少五個百分點，大於先前希臘規劃的四個百分點。

歐元區財長2日齊聚布魯塞爾，預料將為金援希臘案背書

，金援規模預估在1,000億到1,200億歐元。德國總理梅克爾表示會努力讓紓困資金在7日前到位。德國紓困希臘的方案需經國會同意，才能啟動。

歐盟外交人士透露，歐盟訂7日或8日舉行高峰會，確認金援希臘的方案生效，提高這份方案的重要性。

帕帕康斯坦丁努指出，希臘的債務到2013年會膨脹到GDP的140%，2014年後才會開始下降。預估今年經濟萎縮4%，明年萎縮2%。大約三個月前，雅典當局才說今年經濟預估僅萎縮0.3%，2012年就會讓赤



多謝相救

歐元區財金首長2日齊聚布魯塞爾討論援助希臘方案，希臘財長帕帕康斯坦丁努（右）特別在會前向歐洲央行總裁特里謝致意。（美聯社）

字比重降到符合標準。

為「拯救國家」，帕帕康斯坦丁努表示增值稅將分級調高，增幅從半個到兩個百分點不等。

燃料和菸酒的消費稅要調高10%，奢侈品的稅率會增加，賭博所得也將被課稅。

最嚴苛的措施將針對公務人員而來，他們每年多領兩個月的紅利薪水將取消。

民間企業的紅利不會縮減，但薪資將凍結三年。勞動市場將自由化，提高僱主裁員的權力，資遣費則將減少。

所有退休人員，不論是從公

家或私人機構退休，如果每月的退休金超過2,500歐元，將少領兩筆額外紅利薪資。新的退休制度將規定至少滿60歲才能退休，從2011年以後，女性公務人員的退休年齡將增加到和男性同僚一樣。



希臘舉措

過去其他國家遭遇類似的問題，通常以大幅度的貨幣貶值為因應，但歐盟國家卻無法比照辦理

削減公務人員的薪資和退休金，每年多領兩個月的紅利薪水將取消，國會議員的津貼也將取消，希臘將在14個月內將公務部門支出減少80億歐元。

加值型營業稅將從原本的21%調升至25%，還燃料和菸酒的消費稅要調高10%，奢侈品的稅率會增加，**賭博所得也將被課稅。**

民間企業的紅利不會縮減，但薪資將凍結三年。勞動市場將自由化，提高僱主裁員的權力，資遣費則將減少。

所有退休人員，不論是從公家或私人機構退休，如果每個月的退休金超過2,500歐元，將少領兩筆額外紅利薪資。



希臘工會遊行抗議緊縮政策



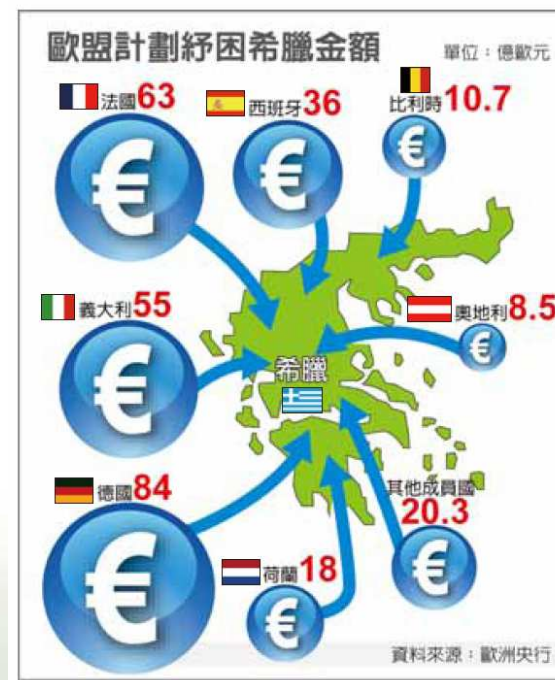
約一萬五千名抗議者昨湧入希臘雅典國會廣場，抗議政府在債務危機下被迫縮減預算，特別是公務員受害最深，其中數10人遭警察正面丟擲汽油彈，鎮暴警察則以催淚瓦斯反擊，想要驅散民眾。

非救不可?

因此，希臘與歐盟、IMF達成協議並不讓人意外，因為若不援救希臘，歐元體系有可能整個瓦解。

希臘分別積欠葡萄牙和西班牙的銀行近100億美元和860億美元，希臘一垮等於葡、西兩國跟著遭殃。

德國銀行和法國銀行在西班牙的曝險總額分別達2380億美元和2200億美元，而西班牙雖積欠義大利310億美元，但財政狀況搖搖欲墜的義大利也積欠法國5110億美元，



貸款擔保品最低評等規定放寬

歐央行接受希臘公債

記者劉聖芬／綜合外電報導

為幫助希臘早日度過債務危機，歐洲央行將不顧希臘的主權債信評等已被標準普爾調降為垃圾級，而願意接受所有的希臘公債做為貸款擔保品，以對希臘以及歐洲其他銀行業者挹注資金。

繼希臘周日與歐盟及IMF達成為期3年的貸款紓困協議後，歐洲央行周一宣布，其貸款擔保品最低評等規定將暫時不適用已發行或新發行的希臘公債。

皇家蘇格蘭銀行駐倫敦經濟學家培盧佐指出，希臘紓困案扮演要角的歐央行，顯

然是為防範希臘公債恐再遭其他評等機構降級，導致該央行無法對希臘銀行融通。

信評機構標準普爾公司已在上周將希臘主權債信評等降至垃圾級，這是自1999年歐元問市以來，首見歐元區國家遭此待遇。一旦穆迪投資人服務公司與惠譽比照辦理，則歐洲央行依的規定將不得再接受希臘公債做貸款擔保品，然而這樣恐使希臘問題惡化。

歐洲央行在其發出的聲明中表示，「歐洲央行管理委員會已評估紓困方案，並認為是適當的。」該央行並指出，這個正面

評估與希臘政府強力承諾徹底執行該方案中的緊縮支出條件，是該行宣布放寬擔保品門檻的基礎。

歐洲央行周一的放寬動作，可能維持希臘銀行取得流動性的管道暢通。希臘的銀行約持有400億歐元的公債，分析師認為希臘公債占其中絕大部份。高盛集團的經濟學家舒馬克說，「他們要確保希臘銀行的融資管道不會成為這場危機的一大問題。」

歐洲央行已在金融危機肆虐期間，將擔保品門檻調降至等級達BBB-以上。在危機來襲前，該行只接受評等達A級以上的擔保品。



失色的歐元

=垂危的鬥牛士=



今年初，南歐四國爆發債信危機後，被戲稱為「歐豬」(PIGS)的四個國家——葡萄牙、義大利、希臘、西班牙中，繼問題已經全盤浮現的希臘之後，最令人擔憂的就是西班牙。

西班牙，浪漫的鬥牛士之國。

海權時代曾經雄霸大洋，無敵艦隊梭尋四海，與葡萄牙揭開了大航海時代的序幕。



西班牙，這個加入歐盟、歐元區之後，從南歐窮國一夕之間經濟成長率一直高於歐洲水平的國家，原來也是打腫臉充胖子的結果。

服務業占西班牙近七成**GDP**比重，而其中最重要的兩大支柱為營建業和觀光業，分居一五%與一〇%，這回也成為金融海嘯以降之下，首當其衝的產業。

觀光：航空業者窮到付不起油錢

主要都靠外人來消費的觀光業，更是被金融海嘯牽連。西班牙每年吸引五千萬人次觀光客，多次蟬聯全球第二大觀光目的國，僅次於法國。過去二十四個月，卻只有七千七百萬名遊客到訪。觀光業出現了過度舉債擴張的大輸家



二〇〇七年，彗星航空（Air Comet）成立，是西班牙往返拉丁美洲間的第二大航空公司。同年十月，彗星航空宣布了驚人的購機案，打算花七十五億美元（約合新台幣二千四百億元）向法國空中巴士訂購六十一架飛機，包括四架A380s。

去年耶誕節前夕，彗星航空卻突然宣布倒閉停飛，西班牙政府還花了六百三十萬歐元，租了四架飛機，疏運七千名準備搭機回家過耶誕節的旅客。

原來金融海嘯後，彗星航空的財務問題去年初便已浮現，除了一月跳票，四月已付不出員工薪水；十二月更因無力支付一千七百萬歐元的飛機租用費給德國北方銀行。

給德國北方銀行原本好心要讓彗星航空多飛幾天，疏運耶誕節旅客。但西班牙交通部調查後表示，彗星航空當時根本財務困窘到連油錢和停機費都付不出來了！



營建：短視及無管制，吹起大泡沫

西班牙的住宅需求高達三分之一，是來自英國、德國人來置產及自由化後的嬰兒潮購屋需求。近十年來，北非等外來移民的住房需求從三%大增為一〇%。建商的預期心理作祟，使得營建業拚命向銀行搬錢蓋房子。

寬鬆的金融體系推波助瀾，歐洲央行規定，各國銀行間拆借的利率就是一%，使得西班牙地區性的儲蓄銀行也看準房市前景，向歐元區銀行借錢，並以二%到三%的低利拚命借錢給建商，甚至無擔保也可貸款，想在房市榮景裡分一杯羹。



房價越炒越高，西班牙民眾也樂當投資客，二套房、三套房，自助租人兩相宜。民眾向銀行貸款，銀行向歐洲央行或者他國銀行借錢。

西班牙外債一發不可收拾，西班牙人借的外債，幾乎跟**GDP**一樣多，而其中六成是房貸。

當時機好時，拚命借貸擴張賭未來。

而然西班牙一年的房屋需求，約在四萬到五萬套。但去年一年卻蓋出了九十萬套住宅！



cnsphoto

市場供過於求，房價崩跌，銀行隨之收縮資金，連帶牽連企業，無法獲得資金，因此許多企業裁員或倒閉，西班牙今年的失業率已經飆升到二〇%，更導致許多中小型儲蓄銀行被房貸壞帳拖垮。惡因生惡果，循環不已。

過去炒高房價的榮景，造就了虛胖的GDP；**高負債，高失業率，甚至高齡化**，都啃噬著這個國家的生命力，蠶食著未來的生產力。

未來的幾十年，西班牙人都要背負著這些沉重的原罪生活下去





股神的 回顧與展望

2010年巴菲特股東大會

由NordriDesign提供
www.nordridesign.com



超越過去的第一季季報

波克夏二零一零第一季的成績，受益於景氣回升，波克夏今年第一季獲利達三十六億美元擺脫去年同期虧損十五億美元的衰退，更超越二〇〇七年第一季二十五億美元的水準，算是相當亮眼的表現。

○九年年報數據，波克夏公司股票帳面價值激增了二一八億美元，創下历史新高，改寫了○六年增加一六九億美元的紀錄，每股帳面價值成長的幅度則達到一九.八%，直逼巴菲特掌管波克夏期間創下的最高複合年報酬率二〇.三%。

第一季主要獲利來源是旗下的美國鐵路公司 **Burlington Northern Santa Fe** 及私營飛機公司 **NetJets** (私人飛機租賃公司)。



波克夏在今年二月完成公司成立以來最大購併案，砸下四百四十億美元（約合新台幣一兆三千億元），將全美第二大的鐵路公司——伯靈頓北方聖塔菲（**Burlington Northern Santa Fe Railway**），納入了集團版圖。

當初巴菲特併購 伯靈頓北方聖塔菲 的原因

- 一、看好美國經濟的復甦
- 二、油價高漲的趨勢
- 三、鐵道低碳的運送能力



高盛沒有錯！交易行為沒不妥

提問一：請問你們對高盛涉嫌詐欺醜聞案的看法？
每年在股東年會時，你們都會放映所羅門兄弟證券
（**Salomon Brothers**，波克夏曾在一九八七年投資所羅門兄弟證券，但在其公債醜聞之後出清持股）醜聞案爆發時期，波克夏赴國會作證的紀錄片，你在影片中說：「員工為公司虧了錢，我可以諒解，但若員工的行為，影響了公司整體的聲譽，我會變得很無情……。」你投資的投資銀行高盛，目前也捲入醜聞中，聲譽受到極大影響，你的意見如何？是否會賣掉高盛持股？

巴菲特於2008年9月敲定50億美元購買高盛特別股，而當時正是雷曼兄弟崩盤的時候。



巴菲特答：我看了美國證券交易委員會（Security Exchange Commission，SEC）對高盛的指控，我不認為高盛在交易行為上，有任何不妥，也不認同SEC對高盛證券所做的指控……，這個事件，並不會影響波克夏對高盛的支持。

波克夏與高盛做交易的歷史可以回到四十四年前，在波克夏一路成長過程中，高盛確實提供不少幫助。我們雖然一直有生意上的關係，但彼此完全獨立，如果高盛想要賣空波克夏，他們沒有義務，也沒有必要告訴我們，可以任意進行，反之亦然。我看不出來，SEC憑這點指控高盛不是，有任何的基礎可循。

投資人或者投資機構，必須了解自己所交易的標的。了解自己的籌碼，並且對自己的交易行為負責。



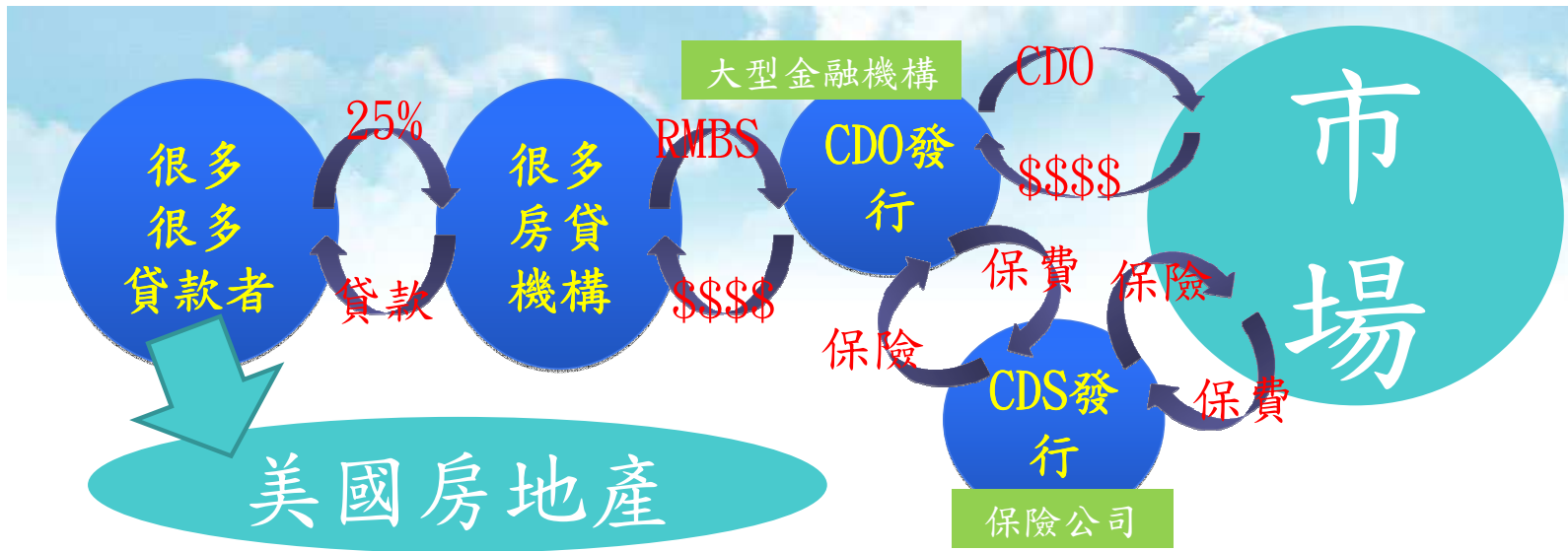
在美國證交會的起訴書中，出現了**高盛**，**ACA公司**，**荷蘭銀行**，**保爾森基金**，**德國工業銀行（IKB）**，**蘇格蘭銀行**六家**企業**，同時，出現了三個產品 - 次級房貸證券化產品（RMBS）、複合型擔保債權憑證（ Synthetic CDO），以及信用違約產品（CDS）。

ACA公司：非常出名的**CDO**的資產管理公司，以及針對 **CDO** 進行保險的信用**CDS**的出售者，**ACA**的公司於 **2007**年申請破產。原因是其所擔保的**CDO**的產品價值大幅下滑。

高盛高層表示，鮑爾森基金曾經“協助”ACA 的公司挑選 CDO的產品底下的基礎產品 -- 次級房貸債券（RMBS）。

但是，ACA拒絕了大量的鮑爾森基金挑出的債券，選擇了符合自己選擇條件的債券，打包成為CDO並且對這個CDO發行CDS。





ACA的公司隨後將CDS經由荷蘭銀行賣給高盛。荷蘭銀行在當中加了幾十個基點，之後，高盛再將這張CDS轉手給鮑爾森基金。

隨後，高盛還將 CDO的產品出售給其它投資者。包括德國工業銀行（銀行 IKB）買下的1.5億美元產品。



巴菲特認為，美國政府對高盛這樣的告發，反而讓波克夏得益，因為，本來高盛只要隨時拿出五十五億美元（本金五十億美元加上一年股息五億美元），就可以贖回波克夏持有的高盛特別股及認購權證。但我認為，經過這個事件之後，高盛會因此延遲向波克夏買回股票及權證。



光是高盛特別股的現金股利，每秒鐘就有十五美元（約合新台幣四百七十元）進波克夏的口袋。我愛死高盛特別股這筆投資了！

當我們坐在這裡，時間滴答滴答、一秒一秒過，每一秒就有十五美元進我的口袋！



景氣復甦力道明顯，美國仍有潛力

提問：你如何看待美國經濟未來前景及美國公司的投資價值？現在看來復甦力道仍弱，大家都還怕怕的，應該在這時候進場買股票嗎？如何克制恐懼的心理？

巴菲特答：我們在幾個月之前，確實觀察到經濟已經開始復甦，其影響也開始逐漸擴大到其他的領域中，在三月及四月，經濟復甦的力道變得更明顯，像我們投資的鐵路產業，因為牽涉到各種不同的產業及領域，因此對上揚的力道，感受比較深刻。但距離幾年前的好光景，還有一段距離。

展望未來十至二十年，我仍然認為，投資股票的獲利，會比債券或單純持有貨幣好得多。美國仍是相當有潛力的國家，盛宴還未結束。



希臘危機是「實驗」！ 沒有貨幣工具救財政，要怎麼落幕

提問：請問如何看待希臘債信危機？

巴菲特答：

我認為，希臘的債信危機，確實是一項特別的挑戰，希臘加入歐元區後，**已經無法靠印鈔票挽救自己的經濟危機**，對全球金融來說，這都是一項前所未有的「實驗」，希臘政府在沒有貨幣政策工具的情況下，必須解決國家財政困窘的問題。

在我看來，這像是一齣大戲（high drama），我實在不知道這齣劇應該如何結束。**如果我是觀眾，我不會選擇進電影院**，像希臘政府赤字已經達到國內生產毛額（GDP）的一〇%，肯定無法持久，早晚會發生問題！



美國聯邦政府債務雖然高，但因為我們向別人借來的錢，是美元，是美國政府自己印製發行的貨幣，問題就不大。

答：

我認為，只要美國GDP繼續往上成長，目前聯邦政府就還得起債，目前的負債就不會形成大困擾；但如果GDP停止上升，或反而出現衰退，那麼就會出現問題了！



「通膨怪獸」快來了！ 低利率環境，不會長期持續下去

提問：請問您對通膨看法如何？

巴菲特答：

這點我回答起來，可能會比較不客觀，因為我一直認為，各國政府這樣花錢，一定會引發通膨的問題。

最近來看，通貨膨脹到來的可能性越來越高了，不只是在美國，全球其他地方也一樣。

極度低水準的利率環境，不可能毫無限制的長期維持下去，政府也不可能毫無限制擴張赤字。政府砸太多錢下去了，現在要斷奶，其難度，比當初振興方案下猛藥要高得多。



貨幣匯率長期趨貶 / 通貨膨脹將侵蝕實質購買力

巴菲特與曼格對通膨重新降臨的戒慎恐懼，首先表現在匯率問題上。巴菲特直指，“某些國家”的匯價是需要調整的，不過並沒有指出是哪些國家。

被問到希臘債信危機與歐元風險時，孟格直率地指出，身處在全球政府競相擴張信用的時期，希臘爆發的問題，只不過是主權債務危機的序曲而已。

巴菲特則補充，無論是美元或英鎊，他對各國貨幣匯率都抱持著長期趨貶的看法。

巴菲特和孟格對全球投資市場的核心看法，相當明顯，就是要提醒投資人，務必小心即將可能發生的通貨膨脹。



市政債券沒問題！ 連鎖效應大，聯邦政府不會袖手旁觀

地方公債(Municipal Bonds)是州立和地方政府、所屬機構為了籌措各項公共事業所需經費而發行的債務證券。收益用來支付投資人債息。

提問五：去年你們看好美國的市政債券（municipal bond），但美國地方政府財政極度惡化，應該如何解決？

巴菲特答：

我當初確實有點高估市政債券的投資價值，但我以為，對於全美各地發生財政困窘的地方政府，聯邦政府終究不會棄之不顧。你看，美國政府連通用汽車（GM）及其他瀕臨倒閉的企業都救了，市政債券若發生問題，其引發的連鎖效應，不會比企業小。



謝謝各位!

