

2011年股票較債券吸引

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

百家觀點

展望2011年，前景仍未完全明朗。歐洲主權債務危機和銀行業焦慮不安、美國房地產市場和消費市場積弱，以及新興經濟的通脹壓力等，這些2010年的主要風險都將帶進2011年。



■有分析指，雖然短期內股票或已略呈超買，但今年股票預計將跑贏債券和信貸。

不過，從個別領先指標以及新一輪刺激措施來看，我們認為目前的經濟弱勢可能很快會告一段落。與此同時，股票估值相對債券而言亦較為吸引。因此，在增長緩慢及通脹減緩的新一年中，我們預計股票將跑贏債券。

2011年股票預計將跑贏債券和信貸，但短期內股票或已略呈超買。已發展國家增長放緩及通脹下跌，構成當前溫和通脹的環境。事實上，美國的核心通脹最近已下探有紀錄以來的最低位，產出亦已出現減速。

經濟環境亦已從通貨再膨脹轉向通縮/低通脹。除非出現大幅通縮的情況令股票受挫，否則這兩種環境都利好股票。我們認為，聯儲局公布的第二輪量化寬鬆政策以及當局預防通縮的明確決心，都意味着投資者應為未來的低通脹（而非通縮）環境做好準備。緩慢但持續的增長加上通脹低企，可為股票創造有利環境。

聯儲局所面臨的挑戰在於，要設法迫使企業以增加資本開支及聘用人手方式，將其龐大儲蓄盈餘重新投入經濟體系。但由於財政赤字龐大，無法確定企業界會否順理成章買入政府債券，所以問題就變成究竟量化寬鬆措施能否從企業界抽出盈餘，然後再重新投入經濟。股價上漲或許是令盈餘重新投入經濟的方法之一。冒險意慾回升將是這個過程的重要組成部分，所以投資者應對股票投資偏離比重。

其次，新興市場被視為第二輪量化寬鬆政策的主要受益者，市場普遍預計資本將流入貨幣估值偏低的新興世界。樂觀者認為，新興市場將再現亞

洲股市在1990年代初的經歷，股市大幅上漲並最終導致估值出現泡沫。

這就構成一個問題，即新興市場的估值是否應當高於成熟市場。新興股市的估值水平相對歷史而言（以歷史市盈率及綜合估值指數計）仍然吸引，但相對成熟市場而言已顯得過高。

國際資金部署短期來看亦呈現偏熱，去年，以美元計流入新興市場的資金已高於過去15年的任何時間。不過，環球投資者對新興股市的投資比重仍策略性偏低，只要將比重提高1%，即可為新興股市帶來壓倒性的資金流入。

以多元資產角度而言，我們對看來已偏高的相對估值並不擔心。新興市場的經濟增長勢必超越已發展國家，但風險在於2011年的通脹會否居高不下，以及各國政府會否採取收緊措施。

況且，新興市場的股本回報率高於成熟市場，而且增長前景更勝一籌，加上銀行體系健康以及營商環境有利外資小股東，均證明區內宏觀基本因素較佳。即使新興股市在2011年出現泡沫，投資者在此之前亦有足夠時間可把握機會。

哪些因素會影響股本回報率較高的優勢呢？我們認為有兩種情況。首先，假如第二輪量化寬鬆政策導致新興國家出現通貨膨脹，將侵蝕邊際利潤及股本回報率。但中國屬例外，因為這在當地尚未構成重大困擾。其次，假如環球放緩程度足以令商品價格出現大幅回落，亦會損害企業盈利及股本回報率。

港股夾在中美間 留意退市步伐

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

本周二（4日）跟大家談過，2010年已完結，踏入2011年，可以非常客觀地，把去年蓋棺論定了，談過金匯商品市場，接下來要談的是股市。

上次提到，去年匯市走勢可以看出各國經濟強弱，除了日圓之外，並無其他例外。相反，股市走勢看重的倒不是實體經濟，自從金融海嘯後，反而是資金寬鬆程度，以及退市的步伐。

經濟較差的美國，美股創兩年多高位，從股價走勢上，擺脫金融海嘯之後的陰影，道指收市去年升11.02%；標普500則升12.78%；納指升16.91%；羅素2000升25.31%，更顯出中小型的企業，受惠復甦的情況更為明顯。

相反，實體經濟增長最快的龐大經濟體，非中國內地莫屬，但去年上證綜合指數累計跌幅為14.31%，而深證綜合指數則升7.45%。

至於近在眼前的香港，無論經濟或股市，都是介乎中美之間，大家看看指數表現，恒指去年升5.32%，國企指數去年跌0.79%，跟中美的指數一比，即可見到端倪。而同

樣明顯的是，純從指數計，內地股市的影響所及，恒指跑贏國企，亦可看到內地股市受壓的影響。有了這個概念，應該有助理解目前港股，就是夾在中美之間的角力場。

「1月效應」非必然難作準

回顧完畢，既已踏入1月，不妨順帶一提，一如既往，總有不少人談論到所謂1月效應，並以此推論斷全年升跌。傳統上，關於這個1月效應，其實有多個不同版本的說法，但可以肯定的是源於美股。其中一個版本，也是最初出現的版本，所說的是，假如1月份股市向上，則全年向上機會較大。這是根據當年美股的數據得來的，是偶然性而非必然性的規律。

奇怪地，這個1月效應之說，不知怎地，在某些香港投資者的演繹中，變成覺得1月例旺，就如大家期望新年假期過後開紅盤一樣。

無論如何，大家喜歡這些什麼效應，原因只是希望，單憑少數訊號，即可知悉全年如何，一葉知秋。然而，今年承受着金融海嘯後救災和退市的平衡這個大難題，退市快慢比傳統上的經濟復甦或企業增長，可能更影響股市升跌。如此一來，單憑1月的升跌，不易作準。

人力資源行業逆市發展

敦沛金融分析員
郭子聰

自去年12月起投資者或會留意到一個現象，就是在恒指走勢趨於疲弱時，美國標普500指數卻持續創出新高，而其中個別行業股份表現突出，回報更是跑贏大市。

Robert Half International是其中一隻表現不錯的股份，該股自去年8月底低位開始計算，至今升逾4成，而單是去年12月累積升幅更超過10%。Robert Half International是全球其中一間最大的人力資源公司，亦是標普500指數成份股。

這或許令讀者覺得奇怪，美國失業率在經濟衰退過後仍未見回落，更是聯儲局再推第二輪量化寬鬆政策的原因之一，因此不少人一直認為就業情況甚為惡劣，而人力資源行業應是當中最受打擊的行業之一。

市場憧憬行業盈利改善

該公司股價向上，其中一個主因是公司盈利狀況有所改善，而投資者對其前景亦趨於樂觀。事實上，該公司最近公布的季度業績較09年明顯改善，截至去年9月底的9個月每股盈利，較09年同期增加8成，雖然這與07年仍有明顯差距，現時盈利水平不及07、08年的四分之一，但市場相信盈利回升趨勢仍可持續，更預測在今年盈利回升逾8成後，2011年盈利再升逾倍。

當然，有投資者或會質疑該公司業務不是只在美國，其他市場或許對盈利有更大贡献。然而，如果參考其他同業公司，結果亦類同。參考標普超級綜合人力資源及就業服務指數，去年9月初至今回報逾4成半，同樣遠高於同期標



■雖然美國失業率遲遲未見回落，但人力資源行業卻未有受嚴重打擊。

資料圖片

普500指數的約21%。個別股份方面，則可參考SFN Group, Inc. SFN Group是一間主要於美國和加拿大經營人力資源業務的公司，其股價表現亦與Robert Half 甚為相似，而市場預期公司今年扭虧為盈後，2011年每股盈利將有近5成的增長。

由此可見，投資者並不是單對個別公司的前景看好，而是對整體人力資源行業感到樂觀。當然，除此之外仍有一個重要的因素，就是現時經濟缺乏增長的環境反而促進了人力資源行業的發展。

事實上，在經濟較艱難的時候，企業才需要更花心思於資源運用方面。不少企業現時仍未對美國經濟增長前景恢復信心，因此更靈活的招聘方法對企業來說相對受落。透過這類型的人力資源公司，企業本身可減省自行聘請人力資源職員和相關廣告費用，並將資源放到其他工作。此外，人力資源公司具有的專業知識，亦可為欲招聘的企業提供意見。總括而言，雖然這種招聘方法並不一定適合所有企業，卻為人力資源行業在逆市下提供了發展機會。

新興市場資本管制料將升溫

路透社專欄撰稿人
Jim Saft

熱點透視

為抵禦來自美國、歐洲和日本的寬鬆貨幣政策的衝擊，新興市場國家紛紛採取保護措施，2011年將看到新一輪的資本管制措施出爐。短期而言，此舉提高了發生貿易和匯率衝突的機率，到頭來人們可能還是覺得最好別出現這種情況。

熱錢或扭曲本土經濟發展

有多個新興市場國家已開始實行資本管制，包括印尼、泰國、巴西和韓國，她們通過限制交易對象、設置條件及交易成本的方式，對資金流入本國進行限制。這樣做的動機很簡單：遏制那些主要源於發達經濟體超寬鬆貨幣政策的「熱錢」流動，這些熱錢可能會扭曲流入國的經濟發展；至關重要的是，還會推高其本幣匯率，並降低國內產業的競爭力。

我們一直知道資本管制能夠讓一國對其經濟形態施加更大的影響。但至少到最近，這種做法一直欠缺合法性，主

要是因為資本管制給其他國家製造了損失，而且很容易連帶着引發貨幣戰、報復性關稅以及所有會議大蕭條變得如此猛烈的災難性後果。

資本管制容易引發貨幣戰

現在就連IMF也承認資本管制可以在經濟管理中發揮作用。歐洲中央管理委員會成員諾亞諾這樣的重量級人物亦發言，他說的不是必須揚棄資本管制，而是必須通過國際合作來實施管制。

我們可以辯稱，國家在經濟管轄層面實行的經濟行動主義在各領域都在增強，而資本管制只是其中的一種形式。量化寬鬆、外匯干預和歐洲援助基金又何嘗不是經濟行動主義？隨着時間的前行，這些措施大概只會增無減，而且估計會產生更多的衝突。後危機時代一個具有諷刺意味的現象是，政府不成比例地倚重經濟行動主義，同時忽視有效的銀行監管。

放寬規定要比設置新規定來得容易。雖然量化寬鬆推高了資產價格，但解除資本管制可能最終成為一項不朽的寶貴遺產。

「十二五」經濟目標轉移的用意

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

以前提過，中央政府正努力把經濟轉型的契機，農村居民佔內地人口比例較大，中國經濟能否從出口主轉變成內需主導或綜合型經濟，城鄉居民收入的分配成為關鍵。但處理這個問題是困難的，因為提高農村居民收入，最簡單的方法是提供農產品價格的上升空間，但這會為內地帶來嚴重的通脹風險，增加宏觀調控的難度。

過往，內地以GDP較快增長為全國一致的經濟目標，是因為通過較快的經濟增長，才能確保充足的就業人口，達成中央的「維穩增長」。但隨着收入差距愈趨明顯，工業及出口增速轉慢，已累積龐大的外匯儲備和人民幣升值趨勢，如何切實以內需帶動經濟增長是中央需要處理的工作。

趨緊縮貨幣政策為通脹減壓

「十二五」規劃將於今年3月份公布，可以見到，中央的兩個主要目標是：（1）經濟結構的轉變和（2）GDP增長主導轉移至居民收入增長主導，而居民收入不僅是一個經濟問題，也是社會和政治問題，具有更深層的複雜性，所以收入分配改革將成為今次五年期改革的重點。

近日，根據內地的消息，「十二五」規劃的經濟目標已經初步確定為「城鄉居民收入年增目標7%，與經濟增7%的年均目標一致」。據了解，所謂收入年增7%是以平價計算的，若算上通脹預期後，增速將會更高。在「十一五」規劃中，居民收入增長目標為5%，而經濟增為7.5%。若這個目標議題屬實，反映了中央政府更傾向於把居民收入較快增長定為經濟目標；同時，中央亦預算未來五年的經濟增速將會放慢，或以較樂觀的

說法，中央把經濟增速目標降低，是為了提示較緊縮的貨幣政策為未來通脹減壓。

地方政府收入過分依賴賣地

2010年，剔除物價因素，城鎮居民收入實際增長10%，農村居民收入增長8.9%，而全年GDP增長為10.2%。按這些數字來看，去年的居民收入大概是與經濟增長同步的，但過往的傾向是，農村居民收入增長一直較慢。

實際上，過往以較快的GDP增長定為經濟目標，導致了地方政府過分依賴賣地收入來提高經濟增長速度。據中國房地產信息的數據顯示，2010年全國土地成交金額前20名的城市共成交近1.24萬億人民幣，增長達34%。另有數據顯示，2009年土地出讓金已經佔到地方政府財政收入的46%，以2010年的土地成交金額增長率計算，該比率很可能已經高達60%，顯示地方政府的財政收入絕大地依賴了房地產市場，這將會引致協同效應，為內銀資產質素帶來負面影響，亦是內地經濟結構轉型的一塊攔路大石。

實現全國消費推動經濟增長

所以，在這個關鍵的轉型過渡期，中央要向地方政府顯示出明確的，以「非GDP增長」為首要的經濟目標，目的就是要地方政府推動新增職位，而這也是中央大力推動農村現代化發展的主要原因。因為，要實現全國性以消費推動經濟增長這一目標，在內地大部分地區根本未可能做到，基礎建設投資仍然是主要的經濟基礎。

從歷史角度，大部分國家的發展都是以房地產投資開始，這是基礎建設組成的首個階段，但當地產市場發展到一定程度，配套及其他商業的投資便要開始注入，為新經濟增長帶來動力，全國性的消費經濟模式只會在此後才正式出現。

本港貿易難保去年增速

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員
應堅

2009年香港進出口分別下跌11%及12.6%，低於全球平均水平，去年首10個月則分別上升27.2%及24.6%，略高於全球平均水平，香港貿易在金融海嘯中表現良好，進出口排名分別全球第9及11位，較之前提升4位及2位。去年第三季淨商品出口對香港經濟貢獻了3.8個百分點，也是多年來少有的好成績。香港最大的貿易夥伴是中國內地，去年佔進出口總額的48.7%，遠超排在第二位的美國（8.3%）。內地對香港貿易影響越來越大，但要關注兩大趨勢對香港貿易所構成的不利影響。

一是內地貿易方式正在轉型。從1998年到去年，內地加工貿易佔比重從53.4%降至39.2%。由於珠三角加工貿易是內地加工貿易最重要的組成部分，且經轉口港的商品中，相當大比例用於港資企業，加工貿易增長放緩，有可能會拉下香港貿易增長速度。從1999年至2009年，香港輸往內地的產品涉及外發加工的比重由52.6%降至33.7%，而內地輸港產品涉及外發加工亦從82.7%大幅回落至49.9%。受勞動成本、原材料價格、匯率及歐美市場等多重因素影響，港資企業經營日益困難，加工貿易前景不明朗，香港轉口貿易受到一定的負面影響。

內地貿易重心逐漸北移

二是內地貿易重心逐漸北移。香港曾是內地最重要的轉口港，而珠三角進出口在內地也是首屈一指，但近年來地位都持續下降。1995年廣東省佔全國對外貿易總額的37%，超過京、滬、魯、江、浙五省市總和（36.7%），2009年後者的佔比已升至52.4%，而廣東省則

降至27.7%。出現有關情況的原因是：長三角及環渤海灣一般貿易增長很快；上海等地的貨櫃港迅速崛起；珠三角調整產業結構，部分加工貿易向外轉移；以及兩岸實現了大三通。因此，北移趨勢不僅不會逆轉，還會進一步演化下去，不利於香港轉口貿易的發展。

但是，香港貿易亦受到另一個變化的正面影響。金融海嘯後，內地積極擴大內需，使外貿形態開始發生變化，並已在香港貿易數據上有所體現。去年首10個月香港從內地進口反彈小於整體進口，而向內地出口反彈卻大於整體出口，說明作為一個轉口港，香港為內地市場組織貨源，由海外輸往內地的功能增強。香港已在全球建立起廣泛的商業網絡，香港貨櫃港國際航線更密集、更合理。未來內地消費規模的擴大、消費水平的提升，將令香港轉口貿易不斷受益，從而抵銷其他不利因素的影響。

離岸貿易突破地域限制

內地擴內需還令香港離岸貿易獲得更多發展機會，成為轉口貿易並列的主要貿易形式，甚至因其靈活性而避開一些不利因素影響。2009年，離岸貿易跌幅小於轉口貿易，所涉及的貨物價值達3.26萬億港元，超過轉口貿易三分之一。離岸貿易的確存在一些不如轉口貿易的地方，但卻能突破地域的限制，故發展空間更大。

整體評估外部貿易形勢及內部貿易結構變化，未來香港貿易所受到的壓力不小，尤其是今明兩年要面對一些不明朗市場因素的影響，故要保持去年的增長速度存在困難。不過，內地經濟快速增長的基調沒有改變，對外貿易（尤其是對區內貿易）仍有望保持兩位數增幅，香港因與內地緊密的經貿聯繫而受惠，預計今明兩年出口仍有溫和增長。（四之四）