

市場憧憬復甦多於憂慮危機

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

全球一體化，貿易往來如是，金融市場更是如此。隨着近幾星期的經濟數據好轉，復甦概念成為投資市場的主題。不過，這一概念興起，意味其他概念被取代。打從金融海嘯之後，這樣的觀念來來去去，本已是慣常事，不必驚訝，尤其機會往往就是這樣的一個接一個。

雖然，聯儲局主席伯南克曾表示，美國目前的增長速度，不足以壓低失業率，但美國早前公布的相關數字有明顯下降。



明顯地，打從金融海嘯後，央行狂印鈔，大家領略過2009年資產升值的好處，無不希望依樣畫葫蘆，再升一遍又一遍。然而，2010年給大家的教訓是，世事並非一條直線，如果希望以2009年的經驗倒模而得大利，則只有失望而回。

值得留意，近日開始，已經愈來愈多人看出，環球經濟復甦雖然慢，但慢是速度的問題，方向上卻肯定是朝着復甦方向走。當然，正如聯儲局主席伯南克所表示，目前的增長速度，不足以壓低失業率，但言猶在耳，美國早前公布的失業率，卻有明顯下降。雖云美國部分數據的計算方法，一直受到批評，但批評歸批評，數字是下降了。

無論如何，當復甦成為可能，而且不是遙遠的可能，則金融市場自然有反應，最直接的反應是油價和金價的分別。誠然，2010年，油價和金價均有上升，但論升幅，金價跑贏，皆因大家仍預期，央行必須繼續放寬銀根，才可能刺激經濟。這個預期之下，金價一直在創歷史高位。然而，大家可以留意，在去年下半年起，油價已慢慢在累積動力，近幾星期的走勢，油價比金價強。

事實上，金價上周五急升，正可以理解為，隨着葡萄牙、西班牙和意大利的國債拍賣理想，投資者對這些國家債務問題的擔憂並非十分嚴重，而避險情緒減少，加上人行上調存款準備金率0.5個百分點，進一步收緊貨幣政策，令市場資金的流動性

可能減少，使通脹預期降溫，由此壓低了金價。

相比之下，期油價格卻上升，明顯受惠於美國去年12月工業產出增幅超出預期的影響，市場憧憬經濟增長將會令原油需求增加，抵銷中國收緊貨幣政策的負面影響。

當然，話得說回來，經濟復甦並非坦途，仍然有變數。例如，美國去年12月零售銷售增長0.6%，小過預期；1月份消費者信心指數亦意外下跌；去年11月份美國商業庫存增幅亦小過預期，為0.2%。另外，信貸評級機構惠譽在上周六把希臘主權債務評級下調至BB+，屬於垃圾債券級別，評級前景負面，反映歐債仍未解決。此外，受昆士蘭水災影響，澳洲的煤炭出口和農作物生產將受打擊。

然而，不要忘記，宏觀數據是一回事，落到企業盈利方面，始終是更受關注。近期美股的金融股一直造好，依照以往經驗，對美股是一大支持。本周將有大量公司公布業績，包括蘋果、國際商業機器、花旗、eBay、道富、高盛、富國銀行、谷歌、AMD、大摩、美國銀行及通用電氣等，究竟是龍是鳳，稍予耐心，結果將會清楚。

但可以肯定的是，美債價格持平，沒有大波動，而恐慌指數(VIX)亦維持在低水平，證明投資者對於危機的恐懼不大，仍然是憧憬復甦的。

越南股市博要留意

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

我們認為現在是重新留意越南股市的好時機。由於市盈率低廉，以及2011年黨代會後當局可能會有更大手筆的政策行動，投資者對越南股市的興趣已開始回升。惟食品價格上漲的壓力令通脹再次攀升，意味通脹在短期內仍將困擾市場。

我們對越南的長期增長仍具信心，對當前是長線投資越南股市的入市良機亦日益樂觀。儘管我們承認通脹問題及貨幣貶值隱憂仍然構成困擾，現時的估值水平對於耐心的投資者來說已相當吸引。

高通脹問題困擾越南已有一段時間，政府在應對上的一次通脹周期時就曾犯下錯誤。由於河內政府維持利率於過低水平上太長時間，通脹在2008年8月飆升至28%。投資者擔憂當局這一次可能也無法及時行動，因而將導致2008年的高通脹問題再次上演。

分析普遍認為當地通脹見頂

儘管當地經濟的訊號普遍看好，但通脹仍然令人困擾。11月份的消費物價指數較上月升高1.9%，令2010年初至11月份的指數升幅達到9.6%，全年預期則為11%，超出政府8%的目標。

由於洪水造成的供應短缺推高食品價格，以及

越南新年之前需求出現季節性大漲，通脹預計將在短期內居高不下。不過，分析師大都認為，通脹已接近見頂，越南應不會重蹈2008年通脹失控的覆轍。

近期基本利率上調顯示，當局的政策立場正從支持增長轉向宏觀經濟穩定。此外，於2011年1月1日生效的新越南國家銀行法，允許越南央行更加獨立及更加注重抑制通脹。只要消費物價指數回落到7%至9%，都將被視為利好市場。

2010年年初至第三季，越南的本地生產總值按年上升6.5%，符合當地政府的增幅目標；至第三季，越南經濟按年增長加速至7.2%，高於上一季的6.4%。在穩健信貸增長、外國直接投資持續流入和旅遊業繼續復甦的支持下，經濟增長動能在去年第四季維持強勁。

股市估值顯著低於亞洲市場

越南政府最近將2010年的實質本地生產總值增長預測從之前的6.5%上調至6.7%，並表示2011年的經濟增長也將超越原先所料。當局最新透露，2011年的實質本地生產總值增長目標為7%至7.5%，並預計2011年的人均收入可從上年的1,160美元升至1,300美元。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。

以市盈率和市賬率計，越南的估值顯著低於亞洲市場和一般新興市場。胡志明指數基於過去四季每股盈利的歷史市盈率為10.6倍，比摩根士丹利亞洲(除日本)指數的17倍低38%，亦比摩根士丹利新興市場指數和前沿市場指數分別低27%和32%。胡志明指數的歷史市賬率為2.0倍，比亞洲(除日本)的平均2.3倍低15%。

正如越南轉變政策的結果可能帶來風險，這亦有可能成為股市的催化因素。儘管在過去，政治對於股市氣氛的影響作用不大，但這次年輕一代的領導人(目前的15個中央政治局委員中，有6人在2011年1月的新一屆黨代會時將因為達到年齡上限而退休)卻有機會推動越南更加快速變革，或者為未來的政策締造新方向。可以肯定的是，新領導層將為中央政治局帶來新的見解與觀點。



越南政府最近將2010年的實質本地生產總值增長預測從之前的6.5%上調至6.7%，並表示2011年的經濟增長也將超越原先所料。

人民幣「走出去」邁出重要一步

路透專欄撰稿人
John Foley

熱點透視

買下谷歌或者高盛需要多少人民幣？根據人行1月13日頒布的試點管理辦法，可能很快會允許中國企業使用人民幣直接購買境外資產和公司。儘管存在諸多限制，離全球湧現大量人民幣計價交易還很遙遠，但此舉可謂是邁出了重要一步。

中國希望人民幣成為全球性貨幣，並且已經放鬆了若干嚴厲限制以證明這一點。首先，中國允許外資持有人民幣存款，使用人民幣買賣商品。去年10月，約有103億美元國際貿易以人民幣結算；香港的人民幣存款總額去年11月則達到2,800億元(折合約420億美元)。6個月前，該兩個數字還是微不足道。

人民幣境外投資是明智的跟進舉措。在2004年以前，中國的境外投資還可以忽略不計，但是到了2009年已經達到560億美元。在更強的開拓冒險精神以及政府放鬆監管推動下，這一數字或將快速增長。同時，如果投資流向已經從中國進行購買的企業和國家，那麼通過併購外流的資金可能借助貿易回流內地。

中國資本賬戶有待開放

有買賣才能達成交易。現在尚不清楚哪些賣家將願意接受人民幣支付。中國的資本賬戶實際上仍然關閉，因此人民幣並不容易跨境回流。一

些新興市場的企業或政府可能接受人民幣，或許他們認為這樣會獲得中國的優惠待遇。

其他方面，除了將其放入低收益的存款賬戶，人民幣還真沒有什麼可用之處。銀行正在創新更多以人民幣計價的投資產品，來努力解決這一問題。但這是需要時間的。去年11月發行200億元人民幣債券，但與香港同期新增600億元人民幣存款一比，相形見绌。

但是，對於大多數人民幣持有者而言，主要吸引力在於單方面押注其升值。這絕對說不上是國際化應有的精神。



中國希望人民幣成為全球性貨幣，陸續放鬆若干嚴厲限制。

中國企業轉型慢易遭「滑鐵盧」

資深財經評論員
肖林

2011年全球併購將成為經濟復甦的活躍因子。對於中國擁有品牌的企業來說，有機遇也有挑戰，如不盡快轉型，一旦被別人握著「命門」，很可能遭遇「滑鐵盧」。

這不是預言，是擺在中國企業面前很現實的問題。近日，第一財經報道日化行業內資品牌曾經走俏市場的「小護士」，因與外資合作再次面臨市場危機。可以說這只是併購領域最新的案例。全球併購日趨活躍，併購中到底有多少陰謀和陽謀很難弄清楚。市場也只能是在事件發生之後造成不良後果，才能進行評判。

據新華社報道，2010年全球併購交易數及交易總額均比2009年有大幅提高，其中新興市場的併購交易總額創下歷史新高，可以預見今年乃至今後幾年，全球併購將會更加頻繁。中國企業在此輪併購浪潮中，假如轉型太慢，不把護牌重心前移到研發，恐怕諸如日化行業多個品牌的遭遇還會不斷上演。

研發投入不足成為通病

從目前公開的信息分析，小護士的併購案產生目前的結果不是偶然現象。以日化企業為例，外資企業在併購中幾乎都是重視前端市場的研發，及品牌創新和營銷；品牌和不斷更新產品無疑是進入市場最好的通行證。而和小護士一樣，中國內資企業一直重視後端市場營銷，即與分銷商分利。品牌研發投入不足是很多內資企業的通病。看上去這只不過是中外企業不同的品牌經營方式，但是一旦出現併購，雙方的優勢和劣勢盡顯，尤其是以外資為主的併購案，更是如此。其實，市場理解的民族品

牌不斷被外資冷凍的事件，大多屬於此類護牌觀念上的衝突。

有媒體報道強身併購大寶，大寶的銷售額也不斷下降，儘管大寶期間也在開發新品，其速度顯然不如外資品牌自身來得快。可見，「冷凍」只是一種形象說法，民族品牌在併購中失手，關鍵是護牌方式以及路徑和全球化公司有差異。

主動走向國際步伐過慢

併購是一種經濟現象，這幾年中外品牌只要出現併購案，市場就會為民族品牌擔憂，幾乎成為一種難以撫平的心理現象，其根本原因還是研發能力和速度不能適應變化的環境。說到底我們幾乎一直是被動適應外資併購，主動轉型向跨國公司邁進的步子走得過慢。尤其是很多技術含量並不高的產品。

最近，商務部研究院研究員、北京新世紀跨國公司研究所所長王志樂提出一個觀點，中國大公司要盡快向全球公司轉型。筆者以為，向全球公司轉型包含兩層含義，一是公司戰略要有全球視野，二是品牌研發起點要和跨國公司同步。數息和遺憾都是沒有出路的。從國家層面來說，保護名品牌的方式很多，這不是閉關自守，而是維護內資企業的正當利益。其實，哪怕是市場經濟的國家，對於品牌的維護，政府也絕不是我們想像那樣「大撒把」的，否則美國硅谷崛起就不會如此神速。不過，最近有消息稱，國家科技部等15個部委日前宣布，將結合國家「十二五」規劃，聯手推進中國日用化工品產業整合和科技創新，培育在高科技支撐下的日化產業集團。

這應該說是中國日化企業的福音，不過在併購大浪打來時，維護中國品牌絕不只是日化行業之需。

香港地產市場回顧及展望

威格斯資產評估執行董事、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

2010年是香港房地產市場快速上升的一年。去年，本港樓市所有類別物業都升溫，這主要是得力於經濟全面復甦，利息長期低企，內地經濟繁榮使個人與企業「自由行」增加，資金充斥市場及政府各類利好的房地產措施，如活化工廈、工業用地住宅化等等。不過，樓價過高令本港居民置業困難，政府審時度勢下不得已於去年下半年推出連串措施以穩定市場，防止樓市過熱造成失控的資產泡沫，不利本地經濟持續發展。

政府出招 樓市兩極化

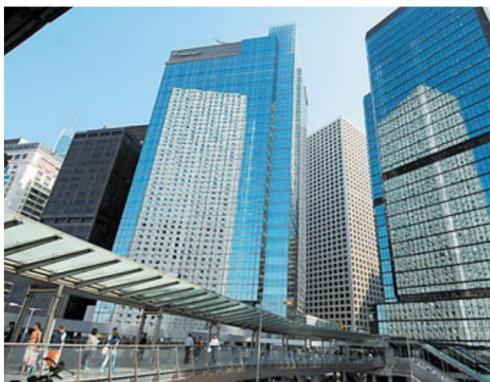
至去年11月，政府推出打擊炒樓措施，令短期炒賣成本大增，相關活動即時停止，出現了短期的價量雙跌的局面。不過，當適應了這些新措施後，市場走向兩極化，有割價求租者，亦有屢創新高的成交案例。

回顧2010年，本港各類別房地產都錄得可觀的售價和租金升幅。其中，中小型住宅和豪宅價格上升了約19%及20%，租金則上升了約13%及19%；而整體工廈價格和租金也錄得15%和5%的升幅。不過，表現最好要算是甲級辦公樓和整體商舖。甲級辦公樓方面，售價和租金分別大升了25%及23%，尤以中環的低空置率更推高同類指數30%及28%。另外，整體店舖也表現突出，售價及租金分別上升了25%及18%。

中小型炒家轉戰工商舖

基於大眾民生的長遠利益考量，政府推出了連串樓市降溫措施，從稅收、按揭成數、按揭利率和嚴厲規範房地產出售資料多方面下手，目的是抑炒風，優化市場和公平分配房地產資源。短期炒家知道住宅的炒炒成本大增，紛紛拋售手中住宅單位，轉戰工商舖市場。這些中小型炒家資金實力有限，便將回籠的資金放入工廈、乙級辦公室和旺區的蚊型商場舖位，故工商舖市場出現了短暫「小陽春」。

政府的有力介入住宅市場，基本上會改變今年樓價走勢，



資金充斥市場，中環區甲級寫字樓售價和租金今年表現料將一枝獨秀。

預測中小型住宅售價將會持平，豪宅則仍有10%升幅。受益於本地經濟向好和短期住宅供應量不足，租金料仍然向上，中小型住宅和豪宅料仍有5%和10%的上升。

中環甲級寫字樓前景俏

反過來說，辦公室和商舖市場將會是2011年的明日之星，預測全年甲級寫字樓售價和租金分別可升20%和18%，而乙級應可跟隨大市走勢而向好，售價和租金可升17%和14%。其中，尤以中環地區一枝獨秀，優越的地區位置、金融/高端專業服務的高度集中和超低空置率會進一步推高價格和租金升25%和20%，頂級的辦公室租金更會重返02年水平，每平方米售價可望突破3萬元。

大眾市民如要分享這類升幅，應留意相關的收租股、零售股和持有升值商用資產的金融股。讀者也不可忽略工廈，2010年工廈物業市場表現突出、交投活躍，未來仍可看好，主要利好因素包括工業用地減少、利率低企、回報高、活化工廈計劃的刺激和中資熱錢逐漸流入這個市場！