

地緣危機持續 小心復甦受累

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

近日對金融市場最有影響的主題，必然是中東和北非地區的地緣政治局勢。的確，中東及北非局勢繼續受關注，利比亞領袖卡扎菲繼續血腥鎮壓反對派示威者。有消息指，卡扎菲更下令保安部隊破壞油管和石油設施，以震懾反對派部族，表明他寧願玉石俱焚，也不會向對方妥協。而隨著多間石油公司均停產，估計利比亞有25%油田停產，即國際石油出口市場每天減少40萬桶原油；供應意大利約10%天然氣管道的一條更需要關閉，令紐約期油升至上100美元水平樓上。

事實上，不止油價有此反應，金價亦明顯受惠，原油供應受影響的憂慮刺激油價繼續上升，市場擔心油價高企損害經濟復甦，令市場對黃金避險需求持續上升，使金價繼續向歷史高位1,434美元進發。不過，值得注意的是，油價和金價急升，但商品貨幣並無明顯受惠，反而是資金流向避險貨幣瑞郎及日圓，可見今次的商品升勢，很大程度上只是炒作危機出現，避險之使然。

是的，從美股連續第二個交易日下跌，而反映美股標普後市波幅預測的VIX指數連日來急升，先升27%，再升6%，可見投資者並不小看有關危機。這不是說去年底至今的經濟復甦受影響，短期內，大家看到的是數據

繼續改善，例如美國公布，美國1月份二手樓銷售上升幅度高過市場預期，而以銷售年率計有536萬間，亦多過市場預期的524萬間。然而，假如危機持續，民眾信心減弱，又或者油價太高，則難免影響復甦步伐。

重要的是，即使沒有上述危機，隨著復甦快過預期，則早前大家憧憬的央行持續高息為市場帶來資金供應，這一點難免落空。正如美國費城聯邦儲備銀行主席普羅索表示，若經濟復甦繼續增強，他可能改變立場並支持提早結束第二輪量化寬鬆，他並預計，美國未來兩年經濟增長率年率約為3.5%，通脹憂慮大致已消退，估計失業率將逐步下降，明年年底將跌至7至8%。

果如此，貨幣供應增幅減慢，資產價格的升值預期亦將下降，自然影響大市表現，除非剛巧受惠於避險情緒，如目前的金價或油價。事實上，不但美國如是，連英國亦如是。英國央行貨幣政策委員會2月份會議紀要顯示，三分之一的委員投票贊成在2月份加息，而其他委員亦認同加息條件增強。另外，市場對歐洲央行的加息預期亦持續上升。

由此可見，即使中東或北非危機有平息，不代表大市不跌，畢竟資金供應的因素，對資產價格升值有重大影響，如今這一因素，正好是改變中。值得一提的是，雖然按道理講，受中東局勢引發的避險需求影響，投資者繼續買入美國國債避險，但近日所見，由於5年期國債拍賣結果令人失望，令短年期國債價格不升反跌，假如情況持續，有可能危及美國的資金成本，屆時亦將加大當地加息的機會。

markto@wfgold.com



中東和北非地區的地緣政治局勢，已刺激紐約期油升上每桶100美元水平樓上。圖為法國南部的石油煉油廠。

香港樓市未屆「爆煲」時

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師
陳東岳

近日參加春茗，談話的焦點，都集中在樓市。現時樓價持續攀升，成交持續暢旺，有評論說現時樓市已接近「臨爆點」，理據是1997樓市爆煲時，樓宇交易總值為GDP本地生產總值的63.6%，現時該比率為40%。我同意此刻應懷着警惕之心，但不同意只看一項數據便斷定樓市即將「爆煲」。

評論指出問題在於相關數字均是滯後數據，事前無法得知亦無法預警。1996到1997當時忽然急升，大家在熱火朝天之下，不知已屆險境，到1997年下半年真的爆煲時，已撤退無從。

客觀形勢有別於九七

心懷警惕之餘，我不同意這種說法，原因是今天的客觀形勢有別於九七：(1)不再有「八萬五」，當年

直接令樓市泡沫爆破的是「八萬五」，大量超額供應令市場信心直插谷底。今天沒有「八萬五」，有的是政府步步為營，連番出招去避免樓市硬着陸。

(2)港元貶值。有人認為，今天港元的購買力，只及97年的一半，無論如何，港元兌人民幣已由當年的1:1，下跌至今天的1對0.85以下。

(3)利息低企。現時住宅按揭利息是HIBOR (0.2%)加約0.7%，總共約1%，相對於九七，是處於一個極低水平，供款容易負擔。

(4)外來資金比例趨升。近期非本地資金入市比例漸高，已佔本地樓市(尤其是豪宅)一個肯定的份量，這部分資金實力雄厚，並非靠本地入息支撐按揭供款(甚至乎不按揭)。樓市起落對這部分資金，沒有太大影響。

但不「爆煲」不代表可以安枕無憂，仍需密切注視未來美國利率走向，假如美息轉勢趨升，可能這才是撤退的訊號。

商品價格上漲 外資礦企有價

敦沛金融證券業務董事
施俊威

黃金升越1,400美元，年初熱熾的情緒未有降溫，美國經濟走進復甦越來越明顯，經過了大風大浪的投資者，對中東動亂及歐洲債困危機都過分擔憂。投資者新年大計隨即重回股票市場，債券定息收入已不再吸引，失業率向下走全面鼓舞美國信心，零售數據及GDP持續加速增長，投資者津津樂道。而在美國經濟轉好、美股升市當中，原應受惠的礦業前景卻出現看法不一，產生第一季礦業股的呆滯表現。就以銅價前景來看，市場分析已見不同的觀點。

掌管350億美元有關礦務及貴金屬投資的基金公司貝萊德BLACKROCK，對普遍資源材料未來價格都感樂觀，強調煤炭、鋼鐵及銅礦的需求。貝萊德指出礦產基本供求因素利好，銅礦更是主要需求類別之一，新興市場開始重新增持礦產產量，以備未來數季發展所用。

當然，市場聲音並非一面倒看好，否則將更令人感困惑。部分分析估計銅價已經見頂，來自中國的需求一旦持續回落，銅價難再跨高一步。當下一季的時間，銅價確實在兩度調整，市場相信紀錄高價令需求卻步，存量數字較預期高，理應支持價格走低的發展，但事實上銅價仍保持一浪高於一浪的走勢。然而，看好銅礦前景的投資者，憧憬礦商奇貨可居便可得到強勁追捧。

展望本年，全球銅產供應依然緊絀，市場估計年中將可挑戰每公噸12000美元甚至更高水平，而2月份

銅價已先行突破萬元高位，可預期的產量少配合穩定需求，加上不可預期的地震、罷工等天災人禍，推延開採工程，故此銅倉年平均存儲估計年復年地反覆回落。

事實上，礦業公司已用盡產能進行開採，若供應仍滿足不了需求，早前事故造成的供應缺口，兩年內都難以回補，價格持續上升的機會確實不少。天災在近年商品市場中實在是溢價考慮點，難以估計其影響，更是無法避免的風險。

大部分企業盈利豐厚

去年，全球最大銅產國智利出現的地震強度就刻下世界歷史，然而，科學家指出當地再出現地震的風險正在上升。種種原因都指出支持銅價前景備受看好，而通脹威脅就是這樣一層一層的傳導而來。礦業公司面對這個大時代，大部分公布的盈利都是豐厚的。全球最大礦企BHP BILLITON去年下半年載利潤達105億，按年同期增長71.5%；RIO TINTO近期表示有實質的增長，兩大礦商盈利驚喜亦附帶回饋投資者，約有150億美元的回購股份計劃將會進行。

除此以外，BHP亦表示未來5年資本投資總額高至800億美元，是非常龐大的數字。銅價急升未必是礦企暴利所在，鐵價高企更可能反映礦業公司的盈利。RIO及BHP在鋼材的營運利潤方面，對比2007年大升3倍，中國大規模加速城市化是核心需求動力，加上中國內地工資愈見上升，本地礦商成本大增後轉嫁至消費群，令海外礦企議價空間提升。

中國互聯網新貴面臨着老問題

路透專欄撰稿人
顧蔚

中國不是第一個建立推出社交網站，但可能擁有第一個社交網站上市公司人人網(Renren.com)打算赴紐約首次公開發行(IPO)，其投資人千橡互動(Oak Pacific Interactive)可能募集5億美元資金。如果人人能夠避免一些中國企業的老問題，那麼其增長潛力不容小覷。

人人網擁有3,000萬活躍用戶，通過付費廣告及遊戲業務等來賺錢。千橡互動旗下亦擁有一個類似美國Groupon的團購服務網站，基於第三季度數據來看，人人網2010年廣告營收或會達到6,000萬美元，雖然遠不及Facebook的5億用戶和每年逾10億美元的廣告收入，但也是一個不錯的開頭。

人人網有兩大利好條件，首先中國在線廣告和遊戲市場潛力巨大。據Boston Consulting數據，中國網民平均每天在線時間為2.7個小時，而美國不過0.4個小時。中國2.35億網民中，有一半已經開始喜歡上使

用社交網站。

其次，海外社交網站只能在門外張望。網絡審查或許終有一天會阻礙用戶增長，但目前這種壁壘反而提振了中國版YouTube、谷歌和Twitter等本土公司的業務。

人人網的風險其實是老問題，比如激烈的國內競爭。開心網(Kaixin001.com)就是一個很受白領人群歡迎的競爭對手。人人網現在看來是「中國的Facebook」，但也不排除有一天成為「中國的Bebo」。另外政府干涉還並不僅限於屏蔽內容，監管者本身也可以成為一個競爭者。中國移動和華新華社2月22日宣佈推出一個網絡搜索引擎，下一步難說會推出社交網站了。

阿里巴巴(1688)還給我們上了另外一課，超高速的增長可能會妨礙誠信經營，網絡企業亦是如此。阿里巴巴更換了公司執行長，因發現大量銷售員工為追求業績容忍欺詐。這難以從IPO招股書中預測到的，但那些看好中國互聯網快速發展的投資者們，還必須警惕現實世界的多種風險。

資金鏈緊絀 民企營運困難

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

為實行人民銀行今年的政策目標：「抑信貸」、「堵熱錢」和「防通脹」，中國央行自2010年以來已經8次上調存款準備金率，現時大型金融機構的存款準備金率已經高達19.5%，再次創下歷史高點。中國人民銀行行長周小川在出席G-20會議期間表示，央行將會運用所有政策工具對抗通脹，包括存款準備金率、利率和匯率。而為配合縮減信貸量及維護銀行體系，近日國務院批准了銀監會四種監管銀行業的工具：槓桿率、資本充足率、撥備率和流動性監管。

人行收緊銀根效應不容忽視

事實上，在人民銀行8次上調存款準備金率後，累積效應絕對不容忽視，在最近一次便已凍結市場資金達5,400億元，扣除存款量後，實際回籠貨幣約1,900億元。內地資金鏈已經開始出現緊絀，部分商業銀行陸續調高借貸利率，其中屬於中央政府調控之一的房地產市場，二套房貸利率上浮。據市場情況顯示，現時內地二套房房貸為基準利率1.3倍的申請已經排滿，預期利率將繼續上浮。

存款準備金率上調及調高基準利率等貨幣收緊政策在2010年下半年轉趨頻密，理論上已從市場抽走逾萬億資金，但內地股市自去年9月至今仍然錄得約8%的升幅，在資金環境變得較為嚴峻的情況下，支撐股市的應該是投資者認為內地股市估值仍然處於低位和企業盈利增長等因素。

但明顯地，內地債市便沒有這種優勢，綜觀內地市場，銀行及金融機構相繼推出短期產品吸引資金，相信會是內地債市資金鏈緊縮風險的先兆，在通脹夾擊的情況下，投資者預期收益率提高，即使央行放慢提高基準利率的速度，市場利率也會持續攀升，除非

中央政府有更明確提高匯率的意向，內地企業向外發行人民幣債券的息率亦會亦步亦趨。

在資金鏈緊絀的情況下，經營環境最受影響的莫過於民營企業。在以前的文章已有論及，一直以來，民企的借貸息率均高於央企，尤其在資金鏈緊絀時，民企的弱勢會更加明顯。勞工成本每年以雙位數的增長率上升、商品及原材料價格上漲和人民幣兌美元升值等因素，大大地削弱了外銷的競爭能力。「十二五」規劃時中央宣佈的七大戰略性新興產業均需要重量的基礎建設及資本投入，對大多民企而言難以進入，內地有消息指，現時121家央企中已有接近六成投資在新興產業。

另一方面，隨著近日財政部公佈的數據顯示，全國國有企業2010年實現利潤19,870.6億元，同比增長37.9%，但納入國有資本經營預算收入的金額只有440億元，約2.21%。而按國資委的說法，央企去年歸屬於母公司的淨利潤為5,621億元，測算國有資本收益為600多億元，以2010年的上繳紅利比例10%-15%來看，仍然遠低於國際市場上市公司股東分紅比例為稅後30%-40%，以前亦有提及，現時國內民企向股東分派約50%-60%的淨收益。為此，國資委副主任寧解脫說央企分紅比例將會逐步提高。

分紅水平升 央企成長率降

事實上，為推進中國經濟體系改革，央企必須進一步提高分紅，好讓中央加大對民間發展的支出，上繳紅利增加，國家可以實行利益再分配。但在這一趨勢下，紅利發放增加，央企成長率將會下降。近年央企實行「出走」政策，據國資委透露，境外經營效益較好，境外資產的利潤便佔了2009年總利潤的37%。由此可見，雖然央企幾乎於國內橫行，但利潤效益增長已漸見飽和，央企的利潤增長預期會逐步下降。

內需消費題材仍為長線佳選

摩根資產管理投資資訊總監
桂永昌

我們預期，2011年仍會是波動的一年，我們的投資策略會繼續着重以長線投資、主題式增長為主題，例如：亞洲內需。眾所周知，亞洲消費者冒起，已成為環球其中一個最具增長潛力的主題。亞洲有近39億人，約佔全球人口六成。這個全球人口最多的地區正邁向較以消費為主的生活方式，意味商機處處。我們深信，若依循這優質長線投資主題，應能把握其中豐厚的長線增長潛力。

亞洲城市化趨勢成增長動力

無可否認，隨着亞洲消費者變得富裕，他們意欲提升消費層次的心態，亦會愈來愈明顯。他們會希望購買一些更優質的產品，或開始使用一些以往從未用過的服務。未來十年，預計亞洲將有上億人口晉身中產階層，而一些可滿足新一代中產需求的企業，將是值得投資的對象。加上，亞洲城市化趨勢，仍將是區內投資的主要動力。儘管這項投資主題已廣受追捧，我們仍會致力把握其優厚前景。

而亞洲企業不斷成長發展，當中不少企業更會致力於建立行業領導地位，並因而加快業內整合。在揀選行業及股類時，應留意一些有潛力透過與同業整合而壯大實力的企業。

至於風險方面，亞洲多國普遍出現通脹，當中部分國家的股市表現更因此受拖累。亞洲央行亦明白通脹所帶來的風險，所以已開始收緊貨幣政策。到2011年下半年，通脹風險應會減退。雖然亞洲出現通脹並不罕見，但與此同時，發達國家卻面對通脹風險。這種特殊情況或會擾亂資

金流及貨幣表現，因為低息國家(美國、歐洲及日本)的投資者會將資金轉投利率較高的新興市場，而亞洲去年便因此成為主要資金投放目標。

若今年環球資金流入額高於去年水平，將有可能導致資產泡沫而有礙亞洲經濟穩定。亞洲政府將抗拒資金過度流入，部分國家亦已採取措施以管制資本和限制價格。有見及此，我們只會投資於一些不易受政策干預及管制影響的行業和企業。

另外，歐債危機尚未解決，若情況進一步轉壞，或會對環球股市造成較大影響。然而，亞洲受歐債危機的影響應會較低，但投資不應忽略這點。

事實上，許多亞洲其他國家當中，現正受惠於中國日益龐大的內需市場。以一家韓國化妝品企業為例，他們的主要顧客便是已較富裕的中國女士。另外，在新加坡經營博彩及度假業務的企業，同樣地，他們的主要服務對象是中國遊客。

印尼消費股不再廉宜換馬

雖然印尼的消費概念股仍屬吸引，但鑑於某些消費股在去年顯著上升後，估值已不再低廉，我們正努力發掘其他估值較合理的消費概念股。此外，我們正將焦點轉投印尼的地產股。縱使目前較難在印尼找到流動性良好的地產股，但相信當地地產市場將在今年蓬勃發展，我們留意一至兩家印尼地產企業的股份。

至於印度，我們看好當地基建主題，原因是考慮到印度第十一個五年計劃(2007-2012年)對基建的重視，以及總理辛格在2009年春季以大比數當選後，已將經濟重點轉向基建投資。官方目標是在2012年前將基建投資佔本地生產總值的比重增至9%，或五年內投資約5,000億美元。