

敦沛金融證券業務董事
施俊威

百家觀點

評級機構興風作浪 亞太成避難所

美國信貸前景被調低，評級機構於市場作出相關舉動，乃是配合歐元區476億債券將於今月尾到期。評級機構不久將來大有機會下調意大利及日本評級再導致市場出現恐慌，亞洲除日本外仍是資金避難所。美國不會出現雙底衰退，美國財赤按年下降15%。美政府大推減稅方案，預期今年財赤亦會減少。預期今年美國總負債對GDP比率為80%，相對其他國家如加拿大比率82%，而日本地震後總負債對GDP比率約200%，美國市場相對偏低；美股目前市盈率為14倍，預期未來會跌至12倍。

最近中國舉行了金磚元首大會，出席的都是當今新興市場領袖代表人物，會議主旨希望制訂出新一世紀全球政經的基礎。由2009年開始，會議由金磚國家包括印度及中國在內的國家為主導。中國去年追過日本後，更正在美國之後拚命追趕，中國亦於金磚元首大會中力邀南非加盟具有深遠的意義。

從過去中國雙邊貿易數據反映，由10年前的100億美元持續上升至去年的1,290億美元，而且中國更罕有地維持貿易赤。中國經濟規模最快有望在10年超過美國，成為全球最大的經濟體，到2030年全球經濟總量將達到308萬億美元，而中國經濟規模屆時將達到73萬億美元，約佔世界經濟總量的四分之一。

印度於2012年經濟增長率則將加快到8.8%，到2030年經濟規模有望達到30萬億美元，成為僅次於美國和中國的全球第三大經濟體。印度經濟規模則將從目前的1萬億美元急速擴增到30萬億美元。未來20年內印度年均經濟增長速度有望穩定在9.3%高水平。

未來20年內人民幣將出現明顯升值同時成爲一種主要國際貨幣。人民幣兌換美元的匯率比價將從目前的6.64比1升值到4.39比1，同時印度盧比兌換美元也將出現大幅度升值，從目前的45.5比1升值到35比1。到2030年，亞洲中產階級支出將超過其他地區中產階級支出總額，成爲全球具有最強購物力的地區。亞洲使用全球66%的水泥，並購買全球43%的流動電話。

儘管美國、日本與歐洲持續具有不確定性，亞洲於2008-09年金融危機後仍持續增長，相對於其他地區，亞洲的預期增長率仍相當令人矚目。依照一年預期收益市場共識來計算，亞洲除日本外以13倍市盈率進行交易，這與同爲股評人及基金經理的筆者之觀點一致。

亞洲增長動力持續，主要原因乃因爲亞洲具備合理的人口結構、高創業率以及順應市場的政府政策，強勁資本投資趨勢爲消費產業提供巨大增長潛力。唯一投資亞洲的風險是亞洲出口趨勢屬於出口導向型，若食品與燃料價格加速上揚，中國及印度等亞洲國家將爲了控制通



中國經濟高速增長，規模最快有望在10年超過美國，成爲全球最大的經濟體，預期將持續吸引熱錢湧入。圖爲上海市容。 法新社

脹，而被迫採行大幅度緊縮貨幣政策。

印尼及馬來西亞反而受惠於油價上升，如油價升見120美元後，印尼經常帳佔GDP比率可增值0.9%，而馬來西亞更可增值3.1%，原因是馬來西亞是亞洲區內能源淨出口大國，原油、天然氣及棕櫚油佔總出口達30%，而輸家只會是中國及印度。至於中國方面，列入全球能源消費大國級別，石油的入口大國，高油價影響卻比想像的少，現

時油價在100美元，中國經常帳佔GDP比率爲4.6%，估計120美元將令比率減至4.4%。

從物價角度分析，油價到達120美元將使中國CPI年率推高1%，印尼CPI推升1.2%，而印度CPI將跳升1.3%。預期亞洲將頻頻加息解決油價只升不跌的格局，最後調息速度亦會愈見加劇。雖這情況發生可能導致股市短時間出現大幅調整，惟中長期前景理應不變。

實體經濟改善 投資者傾向樂觀

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

本周市場的關注焦點終於從中東地緣政治以及日本地震回到實體經濟。標普於周一(18日)調降美國信貸評級前景展望，觸發環球周初跌市，但美國赤字問題其實早已存在且被廣泛討論，市場因而迅速消化標準的「警告」，而環球金融市場亦隨之快速反彈。

此外，美國3月份二手樓銷售升3.7%，升幅高於預期的2.5%。以年率計爲510萬間，高於市場預期的500萬間，反映美國樓市正在好轉；而多間美國企業的首季業績亦見理想，令市場對美國經濟前景信心增強，亦加速了市場消化美國信貸評級展望被降的消息。

美匯弱勢支持股市造好

然而，美匯的持續弱勢亦爲支持環球股市造好的原因之一。美匯近期弱勢的原因，主要由於希臘財長指日前債務重組謠言可能涉不法操控行爲並下令進行調查，使歐債危機暫時舒緩。此外，歐元區數據亦普遍表現良好，歐元區4月綜合採購經理人指數初值爲57.8，高於預期的57.1，同時，歐元區2月貿易赤字收窄至15億歐元。另外，歐洲央行委員默施管理委員會委員默施(Yves Mersch)表示，即使銀行業發生更嚴重的危機也不會改變加息計劃，指維護價格穩定是歐洲央行的唯一使命，令市場風險偏好回升，使美元兌各主要貨幣紛紛走軟，美匯指數更進一步跌穿2009年底74.17的低位，創兩年半新低。

美匯弱勢，除有利股市外，亦令以美元計價的商品價格變得相對便宜，使資金流入商品市場，令油價從低位

反彈至110美元以上。除原油外，黃金及白銀價格亦受通脹預期升溫所支持，而繼續創新高。

仔細一看，油價升跌除受資金流向影響外，原油的供需關係亦爲一重要因素，而原油供需關係則可從原油庫存數據反映出來。由於美國原油進口量減少且煉廠產能利用率提高，令上周美國原油庫存意外地減少230萬桶，而預期爲增加130萬桶。汽油庫存減少160萬桶，略低於預期的減少175萬桶；餾分油庫存減少250萬桶，而預期爲增加15萬桶。

各國央行應對通脹壓力

無論如何，全球的通脹壓力正在逼使各地央行作出應對；泰國及瑞典在周三(20日)均宣布加息。而即使是過往憂慮會出現通縮並因而推出量化寬鬆的美國，其3月份的通脹率亦高達2.7%；而由於能源價格普遍上漲，加拿大的3月份通脹率亦高達3.3%，爲近兩年來最快增速。各地通脹率不斷上升，反映通脹問題嚴重。正因如此，原本市場預期美國的貨幣寬鬆政策將會於6月收緊，令資金泛濫的局面，與目前可望舒緩的情況相比，可謂另一回事。尤其上月日本突然發生地震，逼使日本推行量寬政策，使資金再度泛濫，金錢的實際價值繼續下降，亦爲近期的金銀價帶來支持。隨着商品價格急升，最能受惠的還是以出口商品爲主要經濟活動的國家，因此商品貨幣澳紐加亦不約而同創出新高。

綜觀上述各資產市場的變化，投資者對實體經濟復甦和通脹升溫的跡象，有樂觀感覺，不難理解，亦因此，近日VIX指數反覆回落至金融海嘯以來偏低的15水平，亦完全可以理解。

趁高推盤 黃金周搶出貨

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師

陳東岳

復活節加上五一黃金檔期，一手新盤勢必積極促銷，近期發展商厲兵秣馬，戰戰已經拉開，我出席多場發展商的說明會，親身感受到當中的激烈氣氛，代理界都摩拳擦掌，準備在黃金檔期大展身手。

復活節是香港長假期，港人會聯樓，五一黃金周是內地長假，又會有國內同胞到港旅遊兼聯樓，故此這段時間是兵家必爭的賣樓黃金檔期。

這段時間推出的新樓盤包括：長實尚城、新地瓏璽和星堤、恒基尚匯、嘉里現崇山、信和帝峰皇殿、英皇「港島·東18」、九建北角區曉峯、華懋御豪門等。

有論者認爲發展商踴躍推盤是因爲政府主動賣地壓樓市，兼且銀行加按息，恐怕後市調整。我部分同意這些顧慮，發展商在商言商，貨品製成後，時機成熟，在

較高價位推出應市，符合經營原則。這段時間所見，發展商的確在支付代理佣金以至吸引買家的優惠等方面均較爲進取，務求在激烈競爭中勝出。

我並不同意樓價將回落這個看法，始終就算直接賣地，仍需經過二至三年建築期始能推單位出市場發售，銀行加按息亦應只在一個窄幅之內，美國、日本及歐洲經濟仍未復甦，今年大幅加息機會不大。兼且香港的特殊情況，自從廢除遺產稅以及近期定位成離岸人民幣中心後，資金流入情況持續上升，置業對抗通脹預期勢必延續下去。

樓價高企令上車一族望樓興嘆，已演變成民生問題，港府出招壓樓價已不止是宣諸於口，而是連連出招，有不達目的誓不罷休之勢。縱然如此，在不會大幅加息以及新買家進場的背景下，樓價在今年後市或會橫行甚至窄幅上落。

內需強勁 6年首現季度逆差

大成基金

基金點評

商務部數據顯示，今年1至3月全國進口總額達到4,006.6億美元，創季度規模歷史新高，增長32.6%，6年來首次出現季度逆差。對此，大成基金認爲，今年首季出現貿易逆差，重要原因是因爲一季度是很多企業原材料進口的高峰，而全球通脹時代資源品增速較快，推動了進口產品的價格，雙重作用力導致逆差出現；另一方面，這也顯示了中國內需的旺盛對推動進口增長的作用。

大成基金稱，從目前情況來看，全年貿易順差收窄的趨勢應仍將延續，而這應該視爲外貿政策「穩出口、擴進口、減順差」的效果初顯。已經公佈的經濟數據顯示，一季度經濟增長保持平穩，從生產法看，第一、二、三產業增加值分別增長3.5%、11.1%和9.1%，佔比分別爲6%、49%和45%，因此第二產業是一季度經濟增長的主要動力；而從支出法看，最終消費、資本形成、淨出口分別拉動GDP增長5.9、4.3和-0.5個百分點，因此內需強勁是一季度經濟增長的主要動力。

大成基金指出，一季度CPI同比雖然繼續增長，但從增速來看有所緩解，可看出政府嚴控漲價的措施對控制一季度物價過快上漲起到了重要作用。考慮到未來三個月翹尾因素依然存在，因此二季度CPI同比增幅應該仍維持高位，甚至可能創新高。

然而，隨着經濟的穩健復甦和政府一系列新的民生政策的逐步實施，市場消費動力在經過一段調整之後重新復甦。3月份，社會消費品零售總額同比增長17.4%，環比增長1.34%。一季度，社會消費品零售總額42922億元，同比增長16.3%。其中，限額以上企業(單位)商品零售額同比增長22.5%。城鎮消費品零售額增長16.4%，鄉村消費品零售額增長15.8%；商品零售38139億元，增長16.5%，其中，汽車類增長14.2%，傢俱類增長24.5%，家用電器和音像器材類增長20.5%，石油及製品類增長37.6%。可以明顯看出，不管是同比，還是環比，消費增速都已強勁反彈。

綜上所述，二季度以後，若通脹水平如預期一樣在見頂後趨於平穩，市場中那些受益於擴大內需、結構轉型的長期發展戰略，具有業績支撐、符合經濟增長基本規律的行業和個股值得積極關注。

亞洲經濟增長光芒驟減

交通銀行香港分行環球金融市場部

劉振業

近年來，常言亞洲市場經濟增長強勁，就算通脹持續向上，但因歐美市場復甦步伐不穩，資金擺放在亞洲市場絕對安全。然而，以上說話也許是反映投資者去年的心態。雖然3、11日本地震後，資金似有返回亞洲之勢，不過縱觀年初至今，亞洲股市表現仍然落後於西方。除了資金輪流炒外，還有什麼原因令資金對亞洲國家若即若離？

沒錯，亞洲國家增長是好，只不過驟見轉向之象。多個亞洲國家增長其實早已在去年第一及第二季見頂，現時只剩下印度、印尼及菲律賓經濟仍能平穩增長，其餘已見力有不逮。相反，歐債危機緩解，美國經濟復甦明顯，這與亞洲經濟步伐放緩有明顯差別，而且極有後來居上之味道。既然如此，不難明白為何聰明資金在年初曾轉戰西方。

經濟增長放緩，阿拉伯國家動盪持續推高食品及燃料價格，一切一切都似乎衝着亞洲國家而來。正常情況下通脹上升會減低債券吸引力。過去兩年，通脹向上，熱錢驚怕外圍復甦步伐不穩而流入亞債推高債價。奈何，當一切似乎理所當然之時，內裡已暗藏殺機！

美國量化寬鬆催生通脹

其實通脹與亞債價同時向上並不是近年獨有現象。就以新加坡、台灣與泰國通脹與十年期債息情況而言。2002年，新加坡與泰國曾經在通脹持續向上下錄得大量資金流入債市，孳息率隨即被大幅壓低，債價抽上；其後三地亦在不同時間出現此情況。不過，最後都有一個共通點，通脹與債價齊上不會維持很久，最後都是分道揚鑣，即通脹及債息齊上。

阿拉伯政局動盪當然是再次拉高亞洲通脹的一

大原因。不過，催生這股通脹動力的更可能是美國量化寬鬆。沒有量化寬鬆的配合，油金以至全球實體資產價格何來會長升長有？

現時美國量化寬鬆可算達到聯儲局初步目的(推高通脹或消滅通縮可能性)，這從近月來美國長債息升速高於部分亞洲國家可見一斑。債息上升反映通脹，亦可預見息口走向。

全球國家以至歐、英都現通脹，美國出現明顯通脹只是時間問題，筆者相信其加息之路亦不會遠。

美國加息後果是什麼？亞洲市場一向對資金進出極爲敏感。若果大家對亞洲股、匯市熟悉的話，兩者的相關性遠高於歐美大國。當海量的美元因不同理由(包括加息)撤出亞洲市場，其影響將不限於股市，匯價亦會跟隨回落，投資者不得不察！

奈何，伯南克對通脹仍然無動於衷，筆者亦無可奈何。雖然隨着資金回流，第二季亞洲市場或許會再次造好，不過，如上文所言，通脹持續向上加上下半年美國加息風將起，投資者在第二季亢奮後，應否續買亞股？還需三思！

或會受惠於資金流入而再次看好，但歷史已證明債息與通脹最終都是殊途同歸，現時亦難見此勢。現在若硬要以亞洲經濟增長強勁作爲買入亞債原因的話，就真是與市場對着幹！通脹飛升，亞國加息趨勢持續，過去由熱錢帶動的亞債，會否繼續共同進退？相信不會吧！

提防「追兵」須識落車

綜合以上分析，現時投資者對亞洲資產的熱情仍在，第二季亞股反彈及亞債價格回升已可見一斑。不過，亞洲國家經濟始見掉頭跡象，通脹高企之餘，後面亦有「追兵」，此乃現時投資者擔憂所在。仍炒亞國復甦概念？坐尾班車不是不可，不過大家要懂得落車！

人民幣離岸市場資產增長加速

德意志銀行大中華區首席經濟學家

馬駿

未來五年中，不斷增強人民幣的國際計價、貿易結算、投資和儲備貨幣的功能，逐步實現人民幣國際化，是中國金融改革的重要目標之一。在此過程中，香港人民幣離岸市場是實現相關改革的理想試驗田。目前香港人民幣離岸市場發展面臨的瓶頸是，在過去的14個月中，香港人民幣(負債)規模快速增長6倍到4,000億元，然而可供選擇的人民幣資產非常有限，資產存量(債券和貸款)僅約800億元。

目前市場上一種相對悲觀的看法是，由於缺乏具有吸引力的人民幣資產(或人民幣金融產品)，未來香港人民幣離岸市場將難以繼續快速發展；即使存款能成長，但由於缺乏有理想收益的產品，投資者和金融機構也難以在離岸市場的發展中獲利。

兩大因素看好市場前景

相對這種看法，我們對未來離岸人民幣資產的增長和離岸人民幣市場的前景則更爲樂觀。兩個主要理由是：第一，根據我們對44家在華跨國公司的調研的結果，我們認爲，未來伴隨着人民幣FDI政策的放開，外資企業對人民幣貸款、發行人民幣債券和股票的需求將快速上升，從而會加速離岸市場上人民幣資產的形成；第二，境外機構在

香港借人民幣，兌換成第三國貨幣並在中國境外使用的「第三方使用」渠道也將打開，在中長期會成爲離岸市場上人民幣資產形成的重要推動力。

我們預計到2012年底，香港的人民幣資產規模有潛力從2010年底的水平增長10倍到7,000億元；人民幣產品的平均收益率將明顯提升；受益於此，香港銀行的人民幣業務淨息差可以從目前的20個基點上升4倍到80個基點。

港人幣存款兩年內可增5倍

我們預計香港人民幣存款規模將從目前的4,000億元上漲到2011年底的1萬億，到2012年底可達到2萬億元。香港人民幣存款的主要增長來源有兩個：一是人民幣貿易結算的持續流入。假設國內進口商向海外支付人民幣的月度增速保持在10%的溫和水平，那麼2011年由人民幣貿易結算帶來的資金流入規模也會是2010年的3倍，達到1萬億元。

二是隨着人民幣貸款和債券發行規模的擴大，人民幣存款的貨幣乘數將會上升。理論上講，由於香港金管局規定的人民幣存款流動性比率爲25%，因此存款的貨幣乘數最高爲4倍，但現實中，一些存款和債券會在香港之外流動，因此實際的乘數效益可能會是2倍左右。如果假設2012年人民幣貿易結算繼續增長30%，帶動存款增長到1.3萬億，存款乘數效應爲1.5倍，則到2012年末，香港人民幣存款規模將達到2萬億。(三一)