

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

多國增長放緩 復甦多障礙



美國最近公布的經濟數據欠佳，顯示復甦步伐障礙多。圖為美國一家服裝店。 彭博社

隨着通脹升溫，多國早已開始貨幣收緊政策，以對抗通脹對本國經濟的打擊，由發展中國家所帶起的加息周期，已漸漸傳到已發展國家，歐元區已於4月頭率先上調息率，但美國仍然將利率維持於歷史低位。另一方面，美國聯儲局已準備將美元用以對抗該國通脹，但導致全球通脹的急升的第二輪量化寬鬆措施結束。

在通脹威脅但沒有了量寬的支持下，當地政府能否維持美國的經濟增長步伐，仍有待觀察，但從近期疲弱的經濟數據看來，應會困難重重。美國里奇蒙聯邦儲備銀行公布，5月綜合製造業指數為負6，低於4月的正10，指數由4月的正數轉至5月的負數，反映美國製造業活動由擴張轉為收縮。另外，服務業活動的擴張亦有所減慢，服務業收入指數從4月份的28降至9。

此外，美國商務部公布，4月耐用用品訂單由升轉跌，為自去年10月以來最大跌幅，按月減少3.6%，跌幅高於預期的2.5%，而3月則為上升4.4%。至於扣除國防的耐用用品訂單亦減少3.6%，跌幅亦高於預期的0.4%，創2009年1月以來最大跌幅。至於扣除運輸和飛機的耐用用品訂單，分別減少1.5%和2.6%，同樣差於市場預期。

在目前的環境下，美國經濟對全球的影響仍很大，但已比從前為低，美國的經濟欠佳亦未必反映全球的經濟情況，但若果歐元區以至中國的經濟數據亦發出相若的訊息，則需要加倍小心。

匯豐中國製造業PMI預覽報告指出，5月份中國製造業

採購經理人指數(PMI)預估的初值數據下滑至51.1，為去年7月以來最低，亦較4月終值的51.8有所回落，數據反映中國製造業擴張勢頭進一步減慢，內地經濟將有可能面對「硬著陸」的問題。

歐元區方面，市場研究機構Markit Economics公布，歐元區5月製造業PMI初值降至54.8，服務業PMI初值降至55.4，綜合PMI初值降至55.4，均弱於市場預期，反映歐元區的經濟擴張勢頭亦正在減慢，同樣發出經濟增長放緩的訊號。美國、中國及歐元區的經濟數據均出現放緩的訊號，而經濟合作及發展組織(OECD)發表的半年度經濟展望報告中，亦表達出同樣的擔憂。

經濟合作與發展組織周三表示，雖然維持對全球今明年經濟增長預測於4.2%和4.6%不變，但卻警告，在油價及其他大宗商品價格上漲、美國和歐元區部分國家公共財政惡化、日本受地震影響再次陷入衰退以及中國經濟增長放緩幅度高於預期的情況下，經濟復甦可能會脫離正軌，進而有一段時期內造成低增長與高通脹並存的滯脹局面。面對多國不明朗的因素，環球經濟復甦之路充滿障礙，未言樂觀。

監管趨緊 內銀好淡交集

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

央行於上周再宣佈上調存款準備金率，大型金融機構的比率升至21%，再創歷史高位，為年內第5次上調，亦是近半年第8次，合計上調4%。存準金再度上調，意味銀行的貸款能力進一步受限。

貸款息率具議價能力

不過，央行在過去半年同時四度加息，加上企業貸款需求依然強烈，間接提升了內銀在貸款息率上的議價能力，利好淨息差，但淨息差的上升，能否抵銷借貸能力減少的不利，成為一眾內銀所需要面對的問題。另內銀經過去年的集資潮後，資本水平得到提升，但不少內銀在首季季績中所報告的資本比率，均出現回落，內銀前景難言一片光明。

銀監會公佈的《商業銀行主要監管指標情況表》顯示，內銀首季整體淨息差由去年第四季的2.5%，升至首季的2.6%，撥備覆蓋率亦由217.7%，升至230.2%，但資本及核心資本充足比率就分別錄得0.4%及0.3%的按季跌幅。

除此之外，有關當局對監管要求趨趨嚴緊，亦是內銀業的另一憂慮。被稱為「中國版《巴塞爾III》」的新監管指標於月初出台，在資本充足率、撥備率、槓桿率及流動性等方面，加強對內銀的

規範，其中系統重要性銀行的資本充足率，在2013年底前，需超過11.5%，非系統重要性銀行的比率，則要在2016年年底前，提升至10.5%以上，又同時加入如流動性覆蓋率(LCR)及淨穩定融資比例(NSFR)的新指標。

再融資機會不能排除

就資本充足比率而言，大部分大型銀行的資本充足比率，只略高於當局的新規定，新規定的實施日期雖仍有一年多的時間，但若內銀資本充足比率續降，內銀第二輪融資的機會不能完全被排除。

再者，內房受調控，料影響內銀與房地產相關的貸款，而發展商資金鏈受影響，亦有機會累及貸款質素。

總括而言，內銀受惠淨息差回升，惟信貸緊縮及監管風險將續成其隱憂，可謂好淡交集。然而，內銀中長線料可受益國家經濟發展，股價料反覆，但這正好給予中線低吸之良機，其中大型國有銀行由於存款基礎較大，加上在推動宏觀經濟發展具有重要地位，客戶也以國企為主，受緊縮措施拖累程度較少，前景相對較為看好，可留意建行(0939)及工行(1398)。

反觀中小型銀行一方面受制信貸緊縮，客戶亦集中於中小企，同時亦受大型銀行的競爭，營運相對困難，當中較為可取的有民行(1988)及信行(0998)。

價升量跌 銀行現估價不足

置業18主席
張肇柱

本港樓價高企為不爭的事實，部分屋苑呎價已升過97年高峰期，甚至創屋苑歷史新高，在樓價不斷上漲的同時，近月多間銀行相繼調高同業拆息按揭(H)息率，令市民供樓負擔百上加斤，增加入市的難度。

縱使政府去年多次出手亦無阻樓價升勢，其中年底推出額外印花稅後，令短線投資者離場，將持貨單位轉售為租，間接造成屋苑盤源不足，部分屋苑出現旺價不旺市，近日有屋苑因價升量跌，而影響銀行估價，甚至出現銀行估價不足的情況。

與此同時，近月多間銀行已先後調整同業拆息息率，令過去低息優勢逐漸消失，供抵過租的情況將愈來愈多，影響租客入市意慾；此外，一班早於一、兩年前入市、享用低息的業主，若換樓時須「放棄」低息，而轉用較高的息率，相信換樓意慾亦因而削弱。

港府應開發新市鎮應付需求

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師
陳東岳

樓價居高不下，「上車難」是社會關注的話題，港府透過增加土地供應、徵收額外印花稅、收緊按揭等招數，似乎仍無法收到預期的效果。最近出席專業人士的聚會，大家都關心這個話題，你一言我一語，意見紛紛，有幾點和大家分享。

首先，「中國的香港」概念，內地改革開放以來，實行中國特色的社會主義，實際上是13億人口的市場經濟，富起來的同胞愈來愈多，而香港物業對內地人來說，是假如能夠負擔得起的話，都想沾手擁有的。近年香港樓市愈貴的新樓，國內人佔的比例愈高。這是一個不可擋的趨勢，香港樓市相對於這股龐大潛在買家巨潮，畢竟是一個小市場，處於被動地位。

近期港府直接推地拍賣，發展商們積極競投，

今時今日樓價急升，吸引部分市民以公屋作「踏腳石」，日後「享用」免補地價「優惠」購入居屋，據房屋署資料顯示，公屋輪候冊累積申請已超過97年水平，今年3月底有約15.24萬宗，較去年同期增2.33萬宗，增幅18%。

在公屋輪候冊中，未滿30歲的單身申請，已累積近3萬宗，新增申請增加23%，創歷年來新高；而新增的年輕申請者中，不少剛滿18歲，一些仍在求學未曾踏足社會工作的學生，以「零入息」申請公屋資格，藉此在日後工作後，得以綠表價購入居屋單位。

面對樓價高企，息口仍有上調趨勢，市民入市前須作出審慎考慮，除了衡量個人負擔能力時，亦要預留資金作準備，以免銀行估價不足及加息而失去預算；另外，針對市場對住屋的需求，政府年內推出不少中小型地皮及「限呎地」，然而，該批地皮「限呎」而不「限價」，日後單位推出之時，售價或會偏離市場心目中的上車盤，但相信上車盤增多，對紓緩中小型單位樓價有一定的幫助。

曾請教一位老牌發展商高層，為何發展商這麼積極？他說市區觀地大部分是前朝遺下的政府宿舍用地，每一塊都有獨特的質素，賣一塊少賣一塊，今天如不爭取，明天還有沒有同等質素的觀地出售？筆者說：勾地表不是還有很多地賣嗎？卻被反駁：最重要的是港府在長遠增加土地供應似乎沒有甚麼策略。

很多發展商近年在新界部署收購地，同時聘用專家組，在各個專業包括交通運輸、環保評估、地方人士支持等各個環節上，都兼顧及提供解決方案，然後向政府申請發展。這股動力都在民間，但反為港府在長遠發展新界方面，政策側重環保而有欠發展前瞻性。多次提及，應及早利用各個中港新舊口岸，發展成衛星城鎮，配合道路交通以及集體運輸系統的建立，更需要及早長期規劃和建設。

新市鎮的開發，是應付未來世紀新增房屋土地的答案，包括來自本地及內地人士部分的需求。

新興市場能源板塊前景看好

敦沛金融證券業務董事
施俊威

市場短期走向總是受情緒推動，近日出現在過去兩年以來，其中一個較大型的調整市，天然資源及能源股都有資金撤出的蹤影，然而從基金流轉數據中，EPFR統計指出整體資金仍持續淨流入股市內。數據反映出近日投資者棄投商品、能源、公用及科技類股，轉向醫護及生化科技類別股份，按星期計以上兩組行業股份吸資水平更創出了紀錄。除此以外，金融及房地產基金都有穩固的資金吸納。

事實上，早前天然資源及能源價格已走進金融海嘯後的高新區域，持續的不明朗地緣局勢加上突如其來的大天災，都對全球資源供應構成影響；另一方面新興市場需求卻沒有止息的跡象，商品價格見調整的開端，可能令新興市場爭奪資源的情緒更為高昂。

俄羅斯基金受資金追捧

根據EPFR報告指出，新興市場基金連續6星期成功吸資，近星期流入金額達12億美元，而數星期總額更吸入150億美元。在一貫的通脹威脅及全球經濟增長放緩困擾下，新興市場確有持續吸引資金注入的魅力。但若細看國家基金的分類，四大金磚國的前景卻較模稜兩可，反映此刻投資者信心仍未見回復，而本年強者俄羅斯基金卻在近日商品價急挫中仍意外地受資金追捧。

本年至今俄羅斯基金更只有一星期的淨流出，猜測投資者視商品市場調整為吸納良機。EPFR指出韓國及越南兩地國家基金吸資較穩定，同期相對拉美、亞洲(不包日本)及中國股市卻有較大額的外流，印度再次加息及中國央行高調收緊貨幣政策出台，阻礙資金流入的信心。然而亞太區基金已見終止4

星期的撤資，情況不是想像的惡劣。

抗通脹金融產品獲青睞

美國股市年初至今表現強悍，淨吸金額高達350億美元，相對優於去年同期流入的189億，更遠勝前年的淨流出281億美元。但若察看債券基金的一組數字，卻見資金持續從歐美債市撤出，能夠吸資的債券只有高息、浮息的環球新興市場債券產品，傳統上抗通脹的效能亦較顯著。

歷史上，美匯指數主導新興市場資金的進出。當美元兌主要貨幣維持強勢，投資者則會減少投資新興市場資產，2008年就是很好的證明，而美匯弱不禁風時卻是新興市場飽吸資金的好日子。來到本年全球貨幣政策風雲變色，如果美匯本年或來年隨QE完結又或是美國利率走向逆轉而回復強勢，新興市場現有的財政實力及經濟增長寬度。

石油期貨價格波動幅度近日大增，價格雖向淡發展，觸發點可能是芝加哥商品交易所提升期油交易按金25%所致，原油重回100美元的關口以下作喘息。期貨合約的按金原是市場內投資者在合約到期前所付的保證金，結算所收取並藉以確保合約可有效進行交割，免除買賣雙方違約的風險，因此按金要求一般都可滿足每日市場價格的上下。

而從參與者的角度來看，按金亦是進入市場的門檻，因此交易所往往藉此壓制熱錢投機的活躍度，減少各方的持倉量亦減少投機者的槓桿倍數。現時情況看來，交易所內的投機成分可隨按金提升而減去不少。從過去兩周油價的升跌，可見油價升至2008年後高位114美元後，急速下墜至94美元，波動速度叫監管機構有所顧慮。當然，香港股票市場亦有相關新興市場能源股份，包括經營巴基斯坦油田的聯合能源(0467)及哈薩克斯坦油田的東方明珠(0632)。

大地震致使日經濟再陷衰退

穆迪主權風險部高級副總裁
Tom Byrne

上周四，日本政府公佈第一季度該國經濟萎縮，GDP按照年率計算下降3.7%，反映了3月11日大地震和海嘯的嚴重性。經濟萎縮程度顯著超過了經濟學家預測的1.9%-2.3%，而且這種情況可能會持續至本季度。自2010年第四季度日本GDP下降3.0%之後，大地震已造成GDP連續兩個季度下行，並導致日本在10年內第三次陷入經濟衰退。此外，日本內閣下調了對2010年第四季度GDP的預測。從經濟和政策影響的角度來看，上述局勢具有負面信用影響。

災後重建和賑災支出最終將使經濟增長在今年後期和2012年實現反彈。但地震造成的產出與收入的損失規模可能已經壓低了日本經濟未來增長的軌跡，限制了日本經濟的長期增長率(目前在1%左右)。

面臨挑戰勢將加劇

因削減大東京地區電力供應所造成的衝擊雖然是暫時性的，但是因為遭遇供應鏈中斷的日本企業會面臨永遠失去全球市場份額的風險，這才具有更大的破壞性。此外，地震抑制了個人消費，加劇了通貨緊縮對經濟的壓力。2011年第一季度，按照年率計算的名義GDP下降了5.2%。過去10年裡，只有在2008-09年全球金融危機和2001年經濟衰退期間，日本經濟的萎縮程度才超過這一水平。



圖為東電位於東京的總部。 美聯社