

利淡紛陳 港股拋售屆尾聲

敦沛證券業務董事
施俊威

百家觀點

6月將過，炎夏初至時分，環球股市仍處冰點，整體跌勢仍未見終止，近日徘徊於經濟增長憂慮，損及投資者的前景信心。在美國聯儲局第二輪量化寬鬆即將進行倒數的前夕，6月初的時間更因美國非農業職位增長數字大不如前所困惑，投資者再陷入雙底衰退的迷思。



■為數6,000億美元的資產購置計劃將於本月底正式結束，全球金融市場憂慮加深。美聯社

綜合現時的數據及情緒看來，美國就業雖然仍見疲憊不堪，各國前導領先數據均同出現弱勢，全球增長動力短暫放緩乃不爭事實，但尚不足構成雙底論。估計將於下半年時間，全球增長可望再次加速，屆時可推升高風險資產重回周期上升的軌道，未來6-12個月仍然值得投資者所期待。

QE2的終結正壓抑着投資市場，市場都傾向持負面情緒分析，為數6,000億美元的資產購置計劃將於本月底正式結束。回看去年8月底計劃宣佈後至今，MSCI環球股市指數曾最多上升超過31%，因此QE2的變動確實觸動金融市場的神經，對風險資產及美元的前景更是關連很大。

回到QE1去年3月底完結時，全球股市及後一個月內見頂回落，環球指數更出現了接近18%跌幅才完成調整。如此看來，投資者有理由預期本月底稍後時間出現潛在沽壓。MSCI亞太區(不包括日本)指數同期亦見回落，幅度接近20%，但於5月底已見底回升，由此看來，QE2終結對亞洲

股市的影響，可能不是想像般負面，正能有待被發掘。

沒有第三輪救市的出現，簡單直接就想到「平錢」不再肆無忌憚，但亦代表決策者一定程度上認為市場已不需要「平錢」照料，至少美國聯儲局對國內商業生態投下信心票之表現。事實上，亞洲股市很多時反映貿易活動，而當中美國商業需求產生極重要的元素。另外，有否察覺到商品市場對QE2終結的反應，市場對過剩的資金將要被抽回的預期，已觸發出油價、金屬價及農產價的大幅調整，這些都正是亞洲區內高通脹的始作俑者。

若然物價與收入的差距得到喘息空間，亞洲區央行都可多點時間平衡政治壓力。預期亞洲區通脹在年中的時間可望見頂回落，這將會是亞洲股市下半年最主要的上升動力。撇下動盪的商品，QE2亦被認為亞洲區熱錢的元兇，熱錢與資產泡沫令地區政府劍拔弩張，緊縮政策接二連三推出，熱錢減少絕對可稱得上是大好事。

站於高處宏觀來看，QE2帶來熱錢機

流入亞洲，為美國經濟命危時的活命水，聯想到美元匯率的弱勢，在QE2完結後都不能有多大改善，從中長期來看，美元反彈都似是有心無力。美股近日急挫主因是數據遠遜預期，當地通脹超越預期，利淡美股及港股。美國消費者物價指數(CPI)在5月上漲0.2%，超越市場估計的0.1%，核心CPI上升0.3%，是2008年7月以來最大升幅。

歐債危機升溫，歐洲五國債務違約掉期(CDS)急升，歐元急挫，歐洲股市急跌，美匯指數急升。希臘危機惡化，歐洲官員仍未能就拯救成本達成共識，拯救方案可能要再押後至下月中才出台。穆迪威脅降低法國大銀行的評級，亦考慮把部分葡萄牙銀行分支的評級下調。

內地股市下跌，受累於SHIBOR急升及標普調低內房前景展望，但恒生指數已進入超賣區。去年11月8日的24,964點，今年1月19日的24,420點，以及4月8日的24,396點早已形成三頂下跌局面。去年8月9日的21,802點現成為恒指支持位，港股初步見底。

美復甦乏力 外界量寬憧憬未息

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

憑藉QE1及QE2，美國經濟總算從金融海嘯中走出谷底，而全球股市亦都因為資金流動性大增而揚升了不少。不過，QE2將於本月底結束，從近期美國經濟數據看，除了通脹升溫外，美國的經濟增長有放緩的跡象，而就業數據亦不理想，樓價亦可能再次向下，促使市場慢慢響起美國量寬計劃可能持續，QE3或會出台的呼聲。在面對眾多負面因素下，美國將會採取甚麼進一步行動，而未來將會何去何從？

我們可以回頭看看近期美國的數據。5月份生產物價指數僅按月上升0.2%，相比4月份的0.8%，升幅有所收窄，反映了最近商品價格回落，令原材料價格的升勢有所緩和。不過，美國5月份的通脹則繼續升溫，經季節性調整後，5月份通脹按月上漲0.2%，按年則上升3.6%，核心通脹按年上升1.5%；而5月份扣除能源和食品價格的核心通脹按月上漲0.3%，為2008年7月以來的最大升幅。

美國5月份零售銷售按月下跌0.2%，雖然跌幅小於市場預期，但為11個月以來首度下跌，反映出美國消費者的支出有減少的跡象。

美國的製造業活動亦有萎縮的跡象，美國紐約聯邦儲備銀行6月份製造業指數為負7.79，遠低於市場預期的正12.5，亦較5月份的正11.88大幅下跌，為去年11月以來最低。另外，房地產市場更再次向下，美國6月NAHB樓價指數為13，差過預期，亦為去年9月以來的最低水平。

非農就業數據令人失望

此外，美國5月份的非農就業數據亦令人失望，5月份非農就業人數僅增加5.4萬人，大幅低於市場預期的增加16.5萬人，創下2010年10月以來的新低，而5月失業率更回升至9.1%，為今年以來的高位。

通脹升溫，但製造業活動增長放緩，樓價再次回落，而失業率亦見回升，引發市場對經濟增長速度將會減慢的憂慮，都可能促使美國或需要進一步刺激經濟措施。

上述美國經濟數據，都顯得十分疲弱。加上美國國債亦出現違約的風險，美國財政部長蓋特納警告，如果國會不提高債務上限，到今年8月2日，美國政府將面臨債務違約風險；而歐洲債務危機有惡化的跡象，上述的利淡因素將有可能成為QE3的導火線。

歐盟各國財政部長於周初在布魯塞爾召開緊急會議，討論再次對希臘進行救助以及對希臘債務進行重組的方案。然而，由於分歧嚴重，各國財政部長沒有達成任何協議，只能於下周的財長會議繼續討論。

希臘政局不穩增添不明朗

歐元區財長仍然未能就希臘的新一輪援助貸款達成共識，而希臘與希臘亦爆發衝突，總理帕潘德里歐更提出內閣改組，為希臘債務問題帶來更多不確定性。

另外，評級機構標普更將希臘長期主權信評級從「B」下調至「CCC」級，為全球國家最低的信貸評級，評級前景為負面；而穆迪更警告可能調低法國多家銀行的信貸評級，反映歐債危機的風險正不斷增加。

當然，隨著QE2結束的日子逐漸逼近，美國下半年的貨幣政策將會對全球經濟影響重大；在眾多不明朗因素下，外界始終抱有一絲希望，認為伯南克或會在下周的聯儲局議息會議上一改口風，為QE3留下後路。

現開始放鬆宏調仍為時過早

匯豐中國經濟

內地5月通脹反彈至本輪周期高點5.5%，並可能在未來幾個月繼續上行。整體經濟工業增加值以及消費數據繼續回落，但投資增速依然強勁，說明緊縮超調的觀點缺乏依據。現在就放鬆政策顯然為時過早，決策層應保持目前的緊縮力度幾個月方可能在下半年見到通脹壓力明顯放緩。

5月消費物價指數創34個月來新高。季調後的環比增速從4月的0.3%加快至5月的0.5%。CPI反彈的主要原因在於食品價格增速超預期，從4月的11.5%上行到5月的11.7%，季調後食品價格環比僅回落了0.3%，低於長期平均的-0.7%。非食品價格也有所加快，從4月的2.7%至5月的2.9%，顯示上游原材料以及居住價格上漲壓力已部分傳導至下游消費價格。工業生產者出廠價格與4月持平(6.8%)，高於市場預期。環比增速從4月的0.5%略放緩至5月的0.3%。其中生產資料和生活資料價格增速均與上個月持平。

5月工業增加值略放緩至13.3% (4月為13.4%)，也好於市場預期。季調後的環比增速有所加快，從4月的0.9%至1%。分行業看，重工業從4月的14%放緩至13.5%，輕工業則從4月的11.9%反彈至12.9%。其中受汽車生產增長的影響，交通運輸設備生產從4月的9.7%放緩至5月的7.8%。但發電量、粗鋼以及鋼材產量都分別有所反彈。

首5月投資增速快超預期

社會消費品零售增速從4月的17.1%略回落至16.9%。季調後的環比增速仍然保持在1.28%的水平，與4月基本持平。扣除物價因素的消費品零售增速創三個月來的新低，5月為11.4%，較4月下降0.4個百分點。儘管受物價高企以及房地產調控政策影響，消費增速有所放緩，但仍然保持平穩。分產品看，汽車、珠寶、傢電以及傢具銷售有所回落。分地區看，農村消費略有加速，而城市消費稍有回落。

跟上個月類似，1-5月投資增速加快至25.8%，超出市場預期(25.2%)。扣除物價影響的實際增速也從1-4月的18.4%略加快至1-5月的18.8%。季節調整後的月環比增速從4月的1.95%放緩至1.02%。

拉動投資的主要力量在於地方政府投資的加快，前五個月增速達到了28% (1-4月為27.4%)，中央政府相關項目僅微增0.3%。分產業看，第二產業投資增速從之前的24.5%加快至26.3%。三產中房地產投資從之前的34.3%加速至34.6%，可能與保障房相關投資加快有關。

5月數據顯示，通脹壓力依然高企，自去年10月以來一直保持政策目標4%之上。而6月由於基於數效應的影響可能繼續上行至本輪周期的高點接近6%的水平。食品價格連續5個月保持兩位數的同比增速，對通脹上行貢獻超過60%。前瞻地看，近期肉蛋價格上漲、旱災以及水災對蔬菜及糧食產量的可能影響都可能對未來食品價格構成上行壓力。此外，非食品價格也仍然居高不下。

物價走勢存諸多不確定性

儘管仍然未來物價走勢仍然存在諸多不確定性，但緊縮政策顯效，貨幣供應以及信貸增速放緩，總需求降溫以及出口增速回落，都意味著通脹壓力可能在未來幾個月見頂回落。與此同時，還需要強調，儘管工業增加值增速繼續溫和放緩(部分原因在於短期庫存調整)，投資以及工業環比增速都有所回落但仍保持平穩，對經濟硬着陸風險的擔心顯得缺乏依據。

決策層繼續保持緊縮力度的前提下，總體經濟增速仍可能小幅回落，這無疑有助於抑制通脹的政策目標實現。目前17%的信貸以及15%的廣義貨幣增長都有助於支撐9%左右的GDP增速。工業生產可能在2-3個月的庫存調整結束後有所反彈，此外，保障房建設提速也都有助於為總需求提供支撐。通脹壓倒增長仍然是政策的焦點，緊縮政策仍應繼續保持幾個月不放鬆。預計還會加息一次25個基點，準備金率調整100個基點。

內地經濟硬着陸風險惹關注

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

紐約大學經濟學教授魯賓尼表示，內地經濟漸漸依賴出口及固定資產投資，其中後者已佔約一半的GDP比重，或導致大量銀行不良貸款，以及產能過剩，令中國經濟在2013年後有「硬着陸」的風險。

事實上，自金融海嘯推出4萬億刺激經濟方案以來，內地已慢慢浮現出多個經濟隱憂，包括上述提到的不良貸款及產能過剩。此外，內房在宏觀經濟中有重要的地位，當局着力打壓內房，亦會影響經濟增長，增加硬着陸的機會。

央行早前發表《2010中國區域金融運行報告》，指出在人民幣各項貸款中，平台貸款所佔的比例，不超過三成，以去年47.92萬億的人民幣貸款餘額計，意味平台貸款或超過14萬億。值得注意的是，平台貸款在監督上存在一定困難，資金去向及用途均存在不確定性，這無疑是增加了貸款轉壞的風險，若宏觀經濟稍稍出現偏差，或會引發貸款質素轉壞，以及銀行體系不穩，後果難以估計。

現時有關當局正嘗試理順平台貸款，另一方面則不斷深化內銀資本比率的要求，銀監會最近公佈正修訂《資本充足率管理辦法》，有指

《辦法》的徵求意見中，將對銀行同業的資產風險權重作出上調，由以往的低於兩成，增加至兩至五成。當局雖然不斷加強內銀監管，惟措施能否在危機爆發前實行，防患於未然，現時仍難以以下結論。

房企資金鏈受累調控

此外，內房價格升勢不止，對民生構成壓力，迫使當局調控，惟內房價格未有在當局的調控下回落，現時只在成交上出現萎縮，市場仍處於觀望期。資產價格高漲，惟市場承接力不足，勢必令房企的資金鏈轉轉出現問題，這由房企紛紛以高息發債中可見一斑。

隨著房企資金壓力日增，房地產相關貸款的質素亦會受牽連。再者，內房又關係到建材、內銀及家電等行業，若然內房景氣受累，眾多行業亦難倖免，並進而拖累經濟增長。

產能過剩短期難解決

至於產能過剩及過度投資，已非新鮮之談。當局雖已透過併購整合，力圖提高行業集中度，淘汰落後及小規模之企業，以提升生產效率，但產能過剩涉及行業結構調整，屬於中長期規劃，成交需時展現，非一朝一夕所能完全解決，過程中也有機會遇到來自行業本身的阻力，影響整合進程。

物價將回落 A股拐點將現

大成基金

《基金點評》

國家統計局6月14日發佈了5月宏觀經濟數據：5月CPI同比上漲5.5%創年內新高，環比上升0.1%，與4月基本持平；PPI同比增長6.8%，也與4月份持平。大成基金認為，數據基本符合預期，宏觀經濟正處於經濟回落向通脹回落的傳導期，下半年通脹將有所回落，經濟增長將觸底回升，投資者不宜對經濟增長過度悲觀。而市場對經濟前景的悲觀判斷，反而為投資者創造了不錯的建倉機會。

大成基金認為，CPI繼5月創出新高後，6月將再創新高，但這已是強弩之末。央行6月13日公佈的數據顯示，5月新增貸款增速明顯放緩，反映嚴格的信貸控制及存款準備金率連續上調等緊縮性措施已經生效。由於銀根緊縮，固定資產投資施工項目和新開工項目都受到了影響，工業增加值增速和PMI指標進一步下降，

整個經濟正在全面回落。下半年，隨著緊縮性宏觀政策對實體經濟傳導的逐步到位，整體物價水平將逐漸回落。

5月份數據顯示固定資產投資增速放緩，而且工業增加值也低於預期。市場及決策層關注的重心將從通脹轉向經濟增長。不少投資者開始擔心經濟會硬着陸，但大成基金認為，上述數據的確反映經濟已經放緩到非常低的水平，但多項領先指標顯示，經濟回升趨勢明顯，硬着陸是低概率事件。數據顯示，6月上旬全國發電量1,297億千瓦時，同比增長13.4%，按此推算，6月份工業增加值的增速將在14.5%左右。此外，5月份房地產銷量出現回升，貨幣信貸環比增速也在上升。

大成基金認為，在當前宏觀環境下，宏觀經濟政策進一步收緊的概率明顯降低。通脹及緊縮性政策等壓制市場的利空預期逐步明朗，市場迎來了階段性的政策真空期，加上市場修復行情的展開，後市將會出現階段性的恢復回升走勢。

政府應優化公屋政策

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

政府在拍賣完波老道住宅地後即宣佈今年7月至9月季度主動推地可建6,000伙私人住宅，金管局同步下調1,000萬元以上住宅按揭至五成，兼且收入來源非來自本港的人士，按揭最少再減一成。

增加住宅地供應，配合進一步收緊按揭，目的是遏抑樓價升勢，即時已收到效果，近日一、二手樓交投均轉趨淡靜，部分藍籌屋苑如沙田第一城甚至太古城，均傳出估價不足，買家需要「抬錢上會」的情況。

有人揶揄政府直接推地為推高樓市的「幕後黑手」，我不認同這個說法，因為推地是增加供應去滿足市場的需要，是市場有強勁的需求才會推高樓市。以拍賣方式去賣地是價高者得，拍賣過程中激烈競投會做成抬高地價的客觀效果。今次港府選擇在拍賣波老道地皮之後宣佈新措施，在時間上巧合地令人有政府「救火」之猜想。各界對新措施眾說紛紜，有人認為出招無效，亦有人雖然認同增供應，但認為收緊按揭對港人不公道，因為

內地人很多不用按揭，收緊按揭只會令港人換樓難，做成客觀效果是，樓價回落益了內地人少了對手，更易買樓。

保障港人置業權利已成熱門話題，財爺出席立法會財經事務委員會時指出，政府會朝這方向研究，但香港過往從未限制任何人買樓，這涉及重大政策改變。香港已成中國人的市場，對港樓的需求，來自內地人士部分不斷增加。限制外來買家是壓抑需求的行為，經濟理論是增加供應去滿足需求，但香港過去十年，基本上是沒有就長遠土地供應去作開發的策略，在找到設法可去增加長遠土地供應之前，限制外來買家應是權宜之計。當「上車盤」部分尤為重要，讓年青人有希望搭上車的機會。

特區政府近期對「復建居屋」亦已轉口風，「居屋」本身是一種資助房屋，卻不是人人可得，符合資格者仍需幸運中籤。我認為更加應盡快檢討的是公屋政策，增加能夠滿足現代社會基本生活質素的要求，包括社會設施和面積等考慮，為港人提設足夠「質」及「量」的安全網是目前首先要做的事。