

就業數據欠佳 美債上限反見契機

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

美國上周五公布的就業數據意外地轉差，一反過去兩週製造業與零售數據好轉、ADP私營機構就業數據大幅攀升所推升的市場樂觀情緒，再次引發市場對美國經濟復甦步伐放緩的憂慮，而金融及商品市場亦首當其衝，上周五美股、歐股及油價紛紛告跌。不過，事情總有兩面，就業數據欠佳，反而能驅使共和黨妥協，使兩黨加快就提高美國債務上限達成共識，解決美國的當務之急。

上周四公布的6月ADP私營機構就業職位增加了15.7萬個，大幅高於預期的增加7萬個；而上月首次申領失業金人數為41.8萬人，較之前一周經修訂後減少1.4萬人，亦較預期的42萬人為低，一度使市場憧憬美國上周五公布的6月份非農就業數據及失業率將會較預期理想。然而，事與願違。

美國勞工部上周五公布的數據顯示，美國6月非農就業人數僅增加1.8萬人，為自2010年9月以來最小升幅，亦大幅低於市場預期的增加10.5萬人；而5月非農就業人數亦由5.4萬人向下修正為增長2.5萬人。若從美國非農就業數據細項看，美國6月私營部門就業人數僅增加了5.7萬人，大幅低於市場預期的增加13.2萬人，更為2010年6月以來的最小升幅；而6月製造業

就業人數雖然較預期的增加5,000人為高，但亦只為增加6,000人。

私營機構招聘員工的意慾不大，而美國各級政府在削減開支和減少赤字背景下，亦不得不削減人手，進一步推高失業率。6月份美國州政府和地方政府共削減了2.5萬個工作崗位，聯邦政府則削減了1.4萬個工作崗位，使當月美國各級政府削減的工作崗位高達3.9萬個。

就業市場疲弱，更令原本在2010年11月份9.8%的高位，降至今年3月份8.8%的失業率，回升至6月份的9.2%，使美國失業率已經連續29個月在超過8%的高位徘徊，創上世紀30年代大蕭條以來高失業率延續時間最長紀錄。而在房地產市場持續疲弱的情況下，失業率再次回升，使美國的

經濟再次步入衰退的可能性增加。

市場對美國經濟前景的憂慮增加，奧巴馬亦表示，美國經濟未能創造足夠職位，要全面復甦仍需要一段時間。而奧巴馬更以此作說辭，指出提高舉債上限的談判陷入僵局，將會影響商界投資和招聘的意慾，呼籲國會盡快達成共識，消除這種不明朗因素。

而在失業率高企的情況下，美國民眾目前最關心的是創造更多就業崗位。一旦提高舉債上限的談判達成共識，美國便能夠通過加大政府投入，增加基礎設施投資以及促進出口，從而增加就業職位，刺激私營企業的招聘意慾，因此欠佳的就業數據無疑為民主黨增加了政治籌碼，亦為共和黨提供了一個不錯的下台階。



分析認為，就業數據欠佳，反而可能驅使共和黨妥協，使兩黨加快就提高美國債務上限達成共識。圖為美國財政部大樓。 法新社

亞洲股市現買入機會

施羅德亞洲區證券產品管理總監 (日本除外)
盧堅志

種種跡象顯示2011年將成為阻力重重的一年，全球經濟面臨接踵而來的考驗。全球經濟增長前景仍然不穩定，目前的問題是各國政府還會推出多少經濟刺激政策以維持經濟正增長。儘管亞洲經濟成為近幾年經濟刺激政策的受益者，但代價是通脹壓力持續高企。

繼2010年強勁增長後，2011年亞洲經濟的增速可能會放慢。雖然尚無跡象顯示通脹會在短期之內消失，但這一問題將在中國逐漸得到緩解，尤其是進入到年末之時。目前，解決通脹問題仍將是政府考慮的首要問題，區內央行的強硬態度亦可能持續更久。儘管經濟可能面臨下滑，亞太地區(日本除外)仍然有一些值得關注的增長機會。

優質股為基金持倉對象

大部分市評及經濟分析師均認為本年度全球經濟僅能錄得輕微增長。因此，投資者正在尋找盈利前景利好的優質股。在一段時間內，優質股持續為市場帶來回報，而優質股正是我們基金的主要持倉對象。由於全球經濟持續不穩定，我們將繼續看好這些優質股的盈利前景。

過去20年，亞洲股市56%的回報來自股息。我們認為，股息將成為判斷亞洲公司業績的一個越來越重要的指標，亦日漸成為投資者關注的因素。

股票的估值方面，我們在區內擁有23名分析師，對亞太地區(日本除外)市場800隻

股票進行評估。分析團隊的主要研究是評估股票的「合理估值」。

「合理估值」是我們對公司股票目前合理買價的評估。評估基金持股中買價高於「合理估值」的股票比例是我們判斷目前市場股價是否過高的指標。最高的時候——2007年，我們評估的中國股票中有93%的股價估值過高；而一年後——2008年股價則變得低廉很多，這些股票中僅有4%的股價高於「合理估值」。

目前，除部分股票的估值高低較為明顯外，大部分股票估值既非過低亦非過高。鑒於全球經濟持續不明朗，我們預期年內除下時間市場會繼續存在波動，股票表現則「因股而異」。

消費股定價過高須提防

從投資主題角度來看區內的形勢，消費將繼續成為投資者最為關注的主題。然而，這個主題在過去幾年一直備受追捧，導致大部分從中受惠的股票已定價過高(儘管近期已有所回落)。但這並不意味著現時應完全放棄該主題。

投資者應開始着手關注亞洲消費主題中較為冷門的方面。例如，觸覺敏銳的地產股票基金或會投資於區內的零售行業，從而受惠於增長迅速的中國奢侈品消費。舉例而言，地產公司香港置地地產向路易威登的香港旗艦店出租舖位，可從大量來港旅遊購買奢侈品的中國消費者中受惠。其次，鑒於人們持續購買最大宗的消費品——房屋，地產市場的住宅分部亦是受惠於亞洲消費主題的另一個方面。

當心希臘穿上AAA評級新衣

彭博專欄作家
Jonathan Weil

結構性融資搞得希臘陷入大難臨頭的地步。那麼希臘再度指望結構性融資來拖延時間，似乎也恰合理所當然。

去年早期加速希臘債務危機的這個導火線揭露出一件陳年往事。早在十年前，希臘政府利用詭異的衍生性金融商品交易來掩飾國家財政的真相。如今，則是希臘的債權人憑空想出的古怪的金融工程，希望歐盟對於希臘破產能呼一聲，閉一眼。

結構性融資這個名詞看起來有些複雜，其實定義很簡單。就是把一項交易改頭換面的藝術，通常是為了達到想要的財報或稅務結果。

比如說，一家上市公司需要資金而又不希望資產負債表暴露出過多的負債，大可以把借來的貸款設計成貌似股權的東西，儘管其本質就是貸款。同樣的，希臘不想足額還清債務，就設計出一種東西，外表看起來像是足額清償債務。

於是就有了法國銀行業提出「自願」展延希臘債務的計劃。「自願」，為了這些有限的，似乎等同於「強制」。

根據法國所提出的第一項方案，希臘2014年6月前到期的公債，債權人將至少展延70%，把舊債換成30年期新債。剩下的，債權人拿到現錢。新債券的年息預定為5.5%至8%，取決於希臘在給定年份的經濟表現。

希臘政府會把債券持有人30%的投資拿去借給特殊目的機構(SPV)。SPV將購買30年期、AAA評級的零息公債。SPV將擔保萬一希臘債務違約時新債券的本金。基本上，持有希臘無擔保公債的投資人在求償順位上低於持有擔保債券的投資人。依據法國的第二項方案，債券持有人把希臘至少90%舊債換成5年期新債。年息為5.5%，可是沒有擔保。

以客觀標準來看，這兩項方案都構成債務違約。希臘這個走投無路的國家最後給予債權人的是新債券而不是現金，與當初債權人購買公債的原意不同。再說，過幾年後，哪

個國家還會有AAA評級？連美國看起來都岌岌可危。

歐洲領袖一直請求信評機構讓希臘債務展延的計劃過關，可是到目前為止，沒有用。標準普爾表明，可能把這項計劃視為債務違約，不過或許只是暫時性的。

入違約評級 金融系統勢崩盤

還是有其他選項。希臘公債最大的持有人歐洲央行一再表明，希臘公債若打入違約評級，就不能被歐洲央行接受為貸款擔保品。不過，朝令可以夕改，為的是讓歐洲央行得以繼續貸款給希臘銀行業，以免該國金融系統崩盤。

這場大戲另外一個配角就是國際掉期交易協會(International Swaps & Derivatives Association)。這是一個由大銀行組成的協會，決定什麼才算已經債務違約，目的是決定是否要付錢給購買希臘掉期合約(credit-default swaps)的買家。該協會駐倫敦顧問David Geen說，可能不會把希臘展延債務視為債務違約。當然，該協會可以決定其會員想要的結果。無疑，他們共同的私利將佔據上風。

大家都知道遊戲規則，就是沒有遊戲規則。歐洲政治領袖無所不用其極想要把歐債危機歸咎於標準普爾、穆迪投資者服務公司等信評機構。5月法國總統薩科齊和德國總理梅克爾致函歐盟主席，要求調查「信評機構在擴大歐債危機當中可能起到的作用」，並提出「增進信評等市場競爭」的新建議。

同樣也是這批政治人物後來支持法國的銀行展延希臘債務的計劃，這項計劃還需取決於信評公司來決定希臘債務展延的擔保品是否合格。薩科齊等人根本不在乎前後邏輯是否一致。他們的目標一直是要保護希臘有清償能力的法律擬制，其實大家都知道這是謊言。就像所有騙局一樣，局內的人都相信騙局時，結構性融資就能發揮最大效用。對於希臘這個案例，顯然大家都不相信。因此，趕緊承認希臘無法償債，然後處理善後才是上策，而不是以拖待變。

下半年政策或現局部放鬆

大成基金

基金點評

中國國家統計局上週六公佈的數據顯示，中國6月份消費者價格指數較上年同期上升6.4%，升幅高於5月份的5.5%，6月份PPI上升0.3%，升幅與5月份持平。大成基金認為，儘管近期消費物價及生產材料價格屢創新高，但在下半年回落將是大概率時間，宏觀經濟政策也將出現結構性放鬆。

食品價格同比大幅上漲14.4%，成為拉動6月CPI上升的主要動力，而豬肉價格的同比漲幅更達57.1%，拉動CPI上漲1.4個百分點。

大成基金認為，通脹周期性波動被食品價格主導，而食品價格又受到豬肉價格的明顯影響。儘管豬肉價格上漲可能還會持續一段時間，但隨著生豬供應在價格上升的驅動下逐步增加，豬肉價格的回落只是時間問題。不出重大意外，食品價格及豬肉價格可望在下半年回落。

貨幣供應量依然是通脹的領先指標，歷史上貨幣供應量的變化最終都會帶來CPI的同步變化，只是每一次時滯略有不同，部分行業的供給問題只會延遲通脹回落的時間，隨着需求回落向各個領域傳導，通脹回落是下半年

的大概率事件，甚至不排除在4季度會出現通脹大幅回落的現象。

從自上而下的角度看，大成基金傾向於認為生產資料價格的上升過程可能已經臨近尾聲，隨後PPI將轉入趨勢性下降過程。中國和全球經濟周期日益增強的同步性暗示，分析中國經濟的宏觀趨勢越來越需要具有全球視野。

大成基金認為，全球工業增速將出現趨勢性下降；加之發達經濟體深陷債務危機，全球同步放鬆貨幣刺激經濟的可能性很小，因此生產資料價格的上升壓力將出現趨勢性消退。

近期經濟快速下滑以及資金面異常緊張的現象已經引起了政府部門的重視，從各個部門近期的表態和動作來看，政策再次出現了搖擺。各個部門對於正在出台的緊縮政策開始發生分歧，政策是否緊縮過度的質疑聲開始出現，預計未來政策有望在下半年出現拐點。

在當前通脹未明顯回落但是經濟已大幅下滑的情況下，政策短期的轉向可能是通過結構性放鬆來實現，可能扶持的方向包括：民生、內需、新興產業、中小企業等。如果政策出現放鬆跡象，國防軍工、新興產業、有色、銀行等板塊將受益資金面轉向。

泰下屆政府會拉高食品通脹嗎？

路透專欄撰稿人
Clyde Russell

熱點透視

泰國當選總理英祿(Yingluck Shinawatra)承諾將把支付給該國米農的價格提高一倍，這是否會加劇亞洲的食品通脹呢？短期來講，答案是肯定的；但中長期來說卻不是，因為英祿領導的下屆泰國政府所規劃的慷慨補貼政策，恐與一些嚴酷的經濟現實相衝撞。

的確，為泰黨贏得大選後米價是上漲了。指標100%B級大米在周日大選後跳漲至每噸545美元，比選舉結果顯示為泰黨獲壓倒性勝利之前的價格高出3.8%。

有人擔心，如果新政府迅速實施政策，泰國米價恐最高漲到每噸870美元。這比大選前價格高出67%，而且考慮到泰國每年1,000萬噸的大米出口佔到全球總量的三分之一，並不精通經濟學的人也能預見到這可能引發通脹壓力。

恰逢玉米和小麥等其他糧食價格放緩之際，米價若跳漲將意味着亞洲食品成本會全線走高。英祿當選甚至可能為食品通脹上演一宗「黑天鵝事件」，即意想不到的事件給市場帶來極端後果。

好吧，上面說的這些都是假設亞洲米價可能遇到的最糟糕情形。雖然泰國新政府無疑將向米農支付更高價格，但很可能經過較長一段時間以後，這些補貼不是被證明無法持續下去，就是被該國政府，而非亞洲大米消費者所承擔了。

澳門樓市調整後有力再上

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

面對持續升溫的住宅樓市，澳門特區政府於四月份加碼推出一連串的打壓措施，期望住宅樓價會受挫。措施包括了開徵樓宇特別印花稅，收緊住宅按揭成數，規範樓花買賣立法等等。

澳門金管局指引銀行對本地居民購買樓宇最高只可獲7成按揭，非澳門居民只可按5成；另一方面，向賣方徵收特別印花稅，即樓宇在一年內轉售須付樓價20%特別印花稅，兩年內轉售付10%，以此增加成本。同時，頒布規範「樓花」買賣措施及制定《規範樓花買賣法律制度》法案，規範樓宇需要完成臨時登記和完成地基或地庫工程後方可發售。這些措施公佈後，濠江樓市急凍，成交量出現減少的現象，這證明政府的打擊樓價方法已收到短期的效果！

其實回顧澳門今年的首兩季住宅樓市可以發現高樓價已令買家變得小心。在澳門首季，住宅單位的成交宗數只錄得約4,550個，相比2010年第四季回落超過10%。但在4月中，樓市出現了小陽春，成交宗數急增至3,485個，比三月份高了35.5%以上，這純粹是買家爭取於印花稅條例實施前成交。筆者預料第三季的成交宗數會回復正常，維持在2,000-2,500宗的水平。

如以住宅樓價來分析，2011年首季澳門三個島的平均樓價都錄得不俗的升幅，澳門島上升25%至平均價3452/平方米，氹仔島上升16%至3103/平方米及路環島上升5%至6269/平方米。但從樓宇面積來分析，則以中小型住宅單位(即小於100平方米)的升幅驚人，如一房單位(即小於50平方米)的上升達74%和中型單位(即50-100平方米)上升達57%，即這些單位在過去一年內已升過50%以上，令澳門上車一族置業會困難。特區政府推出非常措施，落實

興建1.9萬個公屋單位和積極尋地加建經屋！

從住宅走到其他種類物業，讀者也不難發現澳門非住宅物業也一片好景！如今年首季，甲級辦公物業分別錄得70.5%升量及77.8%升價的良好勢頭。現時甲級辦公樓租金已企穩在17-19元/平方米和售價2,100元/平方米，這主要得力於過去幾季都有超過700間新公司在澳門註冊和大量海外房產基金進入這個市場。再者店舖市場的成交宗數和金額於今年首季錄得歷史新高，分別價量上升了53.3%和39.7%，而價量比升得快說明價格持續升溫。訪澳旅客同時報喜，首四個月已上升66%至8.77百萬人次，而三月份酒店入住率已到82%，可以預計今年的酒店入住率及入住時間維持於83%和1.5晚以上。展望下半年，澳門樓市溫和調整後可以接力再向上，讀者不妨留意以下幾類物業。

停車位投資機會不俗

讀者應不容忽視澳門停車位的投資機會，如在新口岸填海區，停車位已升到約一百萬個，一年內已上升50%，而另外兩個外島的停車位也昂然升了40%。根據預計，全澳共有4萬個車位，而居澳人士習慣開車上班，令需求持續。再者，停車位的投資金額不大且管理容易，這吸引了不少小型投資者入市。

另外澳門政府鼓勵工廠的改造以紓解住宅樓宇的短缺供應量。政府估計澳門共有約九十幢工廠，約40幢已超過30年，這是一個巨大的商機！政府承諾會加快審批工廠改造成小型住宅單位，從原來需要255天減少一半至118天，如果新造的住宅的七成單位小於60平方米。

展望下半年，澳門的樓市應可以接力再向上，而特區政府從多方位立法肯定會將濠江樓市帶上另一個更加法治健全的平台，投資大可以從中找到不少商機啊！