

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

歐美問題持續 市場信心脆弱

上週六美國收市後，標普宣布將美國長期主權信用評級從AAA降至AA+的消息傳出，對環球金融市場產生巨大的衝擊，股市及油價在過去幾天急瀉，道指與紐約期油均跌逾6%，VIX更由上周五的32最高升至48，升幅達50%之高。

除下調評級外，標普更將美國的評級展望列為負面，表示有可能在半年內再將其長期主權信用評級下調至AA。而標普的行動將會增加美國財政部的借款成本，對目前疲弱的經濟造成衝擊，亦使市場一直以美國國債為零風險資產的概念受到衝擊。

市場更擔憂美國評級被下調後，將會有更多機構受牽連而被下調，包括周一宣布被下調的美國政府資助抵押貸款機構房地美與房利美。美國評級被下調的影響十分大，因此多方在周一均出手穩定市場信心；奧巴馬開腔強調美國的信用仍然為世界上最佳的，亦表示會努力達成一項長期的平衡削減方案，重申美國要改革稅制，包括令有錢人交更多稅等建議。

而七大工業國財長亦表示會採取一切必要的措施支持金融穩定及增長，以提供充

足流動性來穩定市場。另外，美國聯儲局亦於議息會議後表示，維持聯邦利率於0至0.25%不變，而為了促進經濟復甦，低利率將最少維持至2013年中。此外，聯儲局亦會將現時證券回籠資金再投資的計劃延續，並會在適當時候作出調整，甚至推出新的刺激經濟措施。

然而，市場信心脆弱，環球股市反彈一天後，於周三在歐債危機的憂慮下再次下跌，繼意大利及西班牙後，焦點轉移到法國身上。法國國債違約掉期急升，法國總統薩科齊與多名部長及央行行長等進行緊急會議，使市場擔心法國評級或遭下調；而市場亦傳出法國第二大銀行法興出現財困的消息，市場對歐債危機的憂慮急升。

雖然三大評級機構於周三稍晚的時間，重申對法國的信用評級為AAA，評級展望

穩定，標普更表示下調美國主權評級，不會對其他國家造成連鎖反應，而法興亦發聲明否認不利傳言，但無法阻止歐美銀行股遭瘋狂拋售，亦加深了市場的避險風險意識。除歐美債務問題外，多方亦紛紛調低對未來經濟增長的預測，經濟前景變得悲觀，使原本高漲的避險情緒進一步升溫。

聯儲局及石油輸出國組織均預期未來幾季經濟復甦步伐較之前所預計的放緩，經濟下行的風險增加。石油輸出國組織更下調今年全球原油日均需求增長預測15萬桶，至增加1121萬桶，而明年的需求增長亦下降2萬桶至日均130萬桶，使紐約期油價格一度跌穿80美元的水平。然而，歐美債務問題均為長期結構性，要完全解決其實十分困難，在其影響下，環球經濟需要經歷一段時間的陣痛，才能再次起動。



上週六美國收市後，標普宣布將美國長期主權信用評級從AAA降至AA+的消息傳出，對環球金融市場產生巨大的衝擊。

美評級被下調 內地調控陷兩難

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國統局周內公佈的上月經濟數據，國內7月份CPI按年增長6.5%，略高於市場預期創37個月新高，PPI雖然與預期相若，惟增速較6月份的7.1%加快。市場預先預期，內地通脹有望在下半年見頂回落，惟數據表明通脹仍未有回落跡象，而通脹回落的幅度亦有待觀察，無疑是加大當局維持貨幣緊縮政策的誘因。

內地在高通脹外，亦面對經濟增長回落的風險，上月內地製造業PMI跌至29個月以來的低位，更逼近50%的盛衰分界線，至50.2%，製造業面臨倒退的境地，不少中小企更面對借貸困難及融資成本上升的困擾，影響宏觀經濟的可持續發展性。

通脹惡化勢必影響民生

通脹高企，惟經濟放緩跡象越趨明顯，令內地貨幣政策呈現兩難局面，若放寬貨幣調控，通脹勢必再為惡化，帶動食品價格，進而影響民生，但繼續實行穩健貨幣政策又會令經濟增長放緩。

此外，上半年內地GDP增長達9.6%，與「保八」的下限仍有一段距離，無疑是給予當局放鬆調控的空間，市場亦一度對此抱有憧憬，但通脹顯然為當局所慮，調控壓力尤在，貨幣政策可謂步入進退維谷之

地。

再者，地方債問題揮之不去，今明兩年就分別有24.49%及17.17%的地方債餘額到期，加重地方的財政壓力，而由於內地現時在融資上出現困難，地方在再融資時，融資成本會大增，為地方的前景再添陰霾，亦左右貨幣政策的去向。

另一方面，美國最近被標普下調主權評級，為史上首次，並引發環球股市震盪。內地股市雖仍處於半封閉狀態，惟美國評級遭降，加深當地經濟放緩，以至是進入雙底衰退的機會，不利國內出口及企業盈利，而市場避險情緒增加，亦促使資金撤離高風險投資市場，利淡內地股指。

更甚的是，若美國最終因為經濟考慮而再推寬政策，將再為全球商品價格注入動力，增加國內進口性通脹壓力，以及宏觀調控的複雜性，加深內地宏觀經濟及A股的整固。

深化積極財政刺激內需

當局雖一直希望透過刺激內需，接力帶動經濟，並藉以減少投資及出口對GDP的貢獻，降低國家財政壓力，以及對外的依存度。不過，內地消費增長受累通脹，在計入物價上漲因素後，增速不甚理想。面對現時複雜的形勢，當局或可深化積極財政政策，鼓勵國民增加消費，作為推動經濟的救命草，並同時加強對物價的監控。

出口佳未反映歐美債務影響

中信證券研究部

中國海關總署8月10日發佈數字顯示，2011年7月份中國對外貿易進出口總值為3,187.72億美元，比去年同期增長21.5%。其中，出口1751.28億美元，增長20.4%；進口1436.44億美元，增長22.9%。當月貿易順差314.84億美元。

出口再創新高、進口有所反彈。7月份，中國出口金額和進出口總額均創出了3年以來的新高。其中，7月出口同比增速達到20.4%，高於我們預期的15.4%和市場平均預期；進口同比增長22.9%，略低於我們預期的24.5%。出口增速大幅超出預期，導致貿易順差超預期增長，314.84億美元的貿易順差為2009年2月以來的最大值。

美需求疲弱勢將構成拖累

歐美債務危機的影響尚未暴露導致出口超預期。分國別來看，7月份中國對美國、日本、歐洲的出口增速分別為：9.5%、27.2%、22.3%。美國經濟復甦的下行風險逐步增大，經濟增速放緩，就業市場和房地產市場依舊低迷。美國需求的疲弱拖累了中國對美國的出口增速。中國對歐盟的出口增速在7月份有較為明顯的回升，由上個月的11.4%，上升至22.3%，與整體出口增速大致持平。目前，歐債危機的影響還處於金融經濟層面，歐盟需求下降對於我國外需的衝擊尚未完全顯露。此外，由於日本的災後重建開始提速，因災斷裂的產業鏈得到修復，日本需求回暖引致中國對日出口增速有較為強勁的上升，27.2%的增速是自2001年以來對日出口的最大增速。預



圖為上海洋山深水港集裝箱碼頭的集裝箱堆場。 新華社

計隨着汽車、電子等優勢產業加速恢復，中國對日出口還將會進一步走強。

進口增速小幅反彈。7月份的進口增速有所反彈，表明國內需求基本穩定。從7月份進口商品的結構來看，大豆、鐵礦砂、原油、汽車及底盤的增速分別為：46.4%、30.5%、52%和33.5%，均高於整體出口增速。主要商品的進口出現較快增長的原因有三：第一，存在基數效應；第二，我國的需求依然較為穩定，引致對進口商品的真實需求，數量因素對於進口金額均表現為正向拉動作用；第三，大宗商品價格依然處於歷史高位，反映為價格因素對於進口總額有較強的拉動。

未來出口增速料將呈現回落態勢。從領先指標來看，7月PMI新出口訂單指數回落，而新訂單指數上升，說明未來外需將會繼續弱於內需。我們的判斷是，隨着債務危機的不利影響在實體經濟逐步釋放，歐美經濟體的復甦勢頭會持續走弱，中國的出口增速將會呈現回落態勢，預計下半年出口增速為15%，全年出口增速為19.7%。而進口增速將受到價格回落和內需保持穩定兩個方向的作用，未來增速將會小幅回落，預計全年進口增速為24.6%。

市場動盪的真正原因

西方資產管理投資長
Steve Walsh

標準普爾在8月5日星期五將美國債信從AAA調降為AA+。在8月8日星期一，該機構進一步調降一系列仰賴美國聯邦政府支持的證券評級。這些行動對市場而言並不意外，因為標準普爾早已透露出採取這些動作的跡象，在7月14日，該公司將美國展望列入負面觀察名單，並指出調降評等的機率大約是50/50。儘管如此，我們仍認為美國國庫券是全世界最安全及流動性最高的資產之一。

憂慮成熟經濟體前景悲觀

從過去幾天的股市大跌，和美國國庫券價格同步上揚的情況看來，市場看法顯然與我們相同。雖然美國的財政和政治問題為近期最熱門議題，但我們並不認為它們是造成近日市場震盪的主要原因，它們只是形成困擾市場和投資人的「憂慮之牆」中的一項元素。我們相信市場和投資人的疑慮主要來自於對成熟市場經濟成長感到悲觀，以及對歐元區周邊國家的擔憂，而不是來自於美國被調降信用評等這件事。

最近經濟數據的負面表現抑制了市場對經濟復甦的信心。這種投資情緒的變化被許多人解讀為二次經濟衰退到來的跡象。的確，最新的GDP數據顯示，2011年上半年美國經濟成長率低於1%，而最近製造業和就業市場的數據也令人感到失望。

我們認為（伯南克似乎也這樣認為）這些事件以及其他短期因素如日本地震、油價高漲和中東政治動盪等的綜合影響將市場悲觀情緒推到最高點。但我們已經看到了日本復甦的跡象，油價也出現明顯的回檔。雖然我們不認為經濟會大幅成長，但我們相信2011年下半年經濟可望恢復溫和復甦的走勢。其他人則認為這些事件會導致美國經濟成長持續疲弱不振。但至少，若考量市場特定債券類別的

利差呈現擴大，加上10年期公債殖利率降低到2.4%以下，選擇性小幅增加風險的佈局其實具備不錯的報酬潛力。

雖然我們期待經濟反彈，但我們也注意到下檔風險確實已經增加。儘管如此，企業資產負債表非常穩健，企業也累積了充足的現金。其次，我們也看到了「消費者資產負債表」的改善，一般消費者已經在過去3年降低了個人債務水平，且個人儲蓄率也上升到將近6%。這都是支持我們認為消費者支出緊縮應屬暫時現象的證據。

雖然已開發國家的財政失衡壓抑了經濟成長，但新興市場的成長依舊強勁。雖然這些國家的成長將因為美國景氣趨緩而受影響，但來自美國的出口年增率仍超過了15%。儘管如此，不利於經濟成長的長期利空因素依然存在，包括美國和歐洲的財政整合和全球持續進行中的去槓桿化。整體而言，雖然短期內經濟成長明顯趨緩，市場信心也受到動搖，但全球經濟並沒有出現任何結構性的改變。銀行和企業的金錢依舊充足，油價下滑，利率降低，股價也來到更具吸引力的水平。這些因素都顯示經濟成長率在未來應可回復到一個較溫和的水準。

資金求保障流向美國庫券

「憂慮之牆」第二個最重要的因素就是各國政府將會如何因應歐洲周邊國家債務危機的不確定性。市場尤其擔心這些國家是否會犯下政策上的錯誤，導致對其他國家和市場的連鎖效應。這些問題使得資金為了追求保障而流向美國國庫券，導致美國利率下滑，和風險資產表現欠佳。

西班牙和意大利要穩定其債務水平可能要花上許多年的時間。我們並不預期歐洲金融穩定機制能夠在不造成危機的情況下持續擴大。因此我們預期市場將會持續震盪，並出現更多系統性壓力點。歐洲國家的最高決策者是否有政治上的決心持續建立一個財政同盟則仍是一個未知數。（原文較長，本報有刪節）

中國收藏品泡沫 凸顯通脹挑戰

路透社專欄撰稿人
顧蔚

熱點透視

繼去年的綠豆與海帶泡沫後，中國的過剩流動性轉向高端市場——藝術品和珠寶。這類資產需求大漲，最初可能是源於投資者擔心通脹與美元貶值侵蝕財富，但眼下則更像是一種投機性的狂熱。它顯示出，收緊信貸並拉低股市的信貸緊縮並未完全奏效。

近來美國信貸評等被調降，且中國7月通脹率升至6.5%，使金幣與黃金飾品受到熱捧。官方統計數據顯示，中國珠寶銷售今年跳增49%至160億美元。更激進的買家則正囤積書畫、郵票和紅酒，指望稍後轉手獲利。這已導致藝術品市場狂漲。中央美術學院稱，2010年中國藝術品市場成交額增長了41%至260億美元。

滬綜指市盈率居歷史低位

收藏品價格高昂，而目前股票則顯得低廉。中國滬綜指市盈率

九肚山地皮「一口價」非偶然

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

沙田九肚山住宅用地由信置、嘉里以及萬泰所組成財團以55億元一口價投得，平均呎價5,332元，遠低於市場估值。有傳媒問因為何？我回應說這塊地本身的條件和恰巧賣地前出現的環球經濟形勢波動陰霾，是導致今次拍賣成績的主要原因。

九肚山地皮在建築及發展方面的限制較多，令項目設計需更花心思，比如限建最少970個單位，令項目與原九肚山的洋房別墅定位有出入。另外，綠化要求汽車出入口較狹窄，而車位數目不及一比一及需負責一幅大斜坡的維修保養，亦是發展商需要顧慮的。最不幸的是，拍賣前一連三天，股市一共跌了差不多3,000點，市場瀰漫一片不明朗氣氛，發展商抱觀望態度重新部署是可以理解的。

有較極端人士甚至認為發展商已轉變態度，開始看淡樓市。在我來說，現時樓市是否已轉勢是言之過早，尚待進一步觀察。但

（市盈率）僅為11倍，居歷史低位。相比之下，日股日經225指數為14倍，英股富時100指數為15倍。因預計通脹可能侵蝕企業獲利，中國投資者對增長感到悲觀。對眾多企業需要增資的揣測，使股票魅力被進一步削弱。對社會穩定的擔心使得金幣等便攜的財富儲藏方式可能會越發受到歡迎。

收藏品泡沫凸顯了中國政府在抗通脹上面對的挑戰。收藏品市場的繁榮進一步證明，經濟體系中仍有過多貨幣泛濫。過去10年間，中國信貸成長一直穩步超出國內生產總值（GDP）增速。中國可能加息，但會讓人擔心，這可能吸引更多外資流入，特別是在美聯儲表示將把近零利率至少再維持兩年之後。

實體經濟投資機會匱乏

幸好如果收藏品泡沫破滅，對整體經濟影響不會太大。但泡沫存在的本身是一個警示訊號，說明中國對實體經濟的投資機會開始變得匱乏，而投機衝動達到新高。

有一點很明顯的是，今次有三家發展商合組財團投地，本身已是減低風險的做法。既可降低每家公司的投資風險，又避免出現住宅用地無人競投的尷尬場面。今次成交平均呎價是5,330元，比早前牛潭尾另一幅住宅的6,548元低，雖然兩塊都是新界地，但一般估計沙田區地價應比元朗區的地價高，但今次出現反差，或多或少反映了發展商更趨謹慎，尤其是涉資巨大的項目，以比較保守的態度去研究及計算出價。

樓市轉勢仍然言之過早

想多說一個拍賣九肚山地時的細節，有評論問在最後階段，為何拍賣官不把每口價調低至2,000萬或3,000萬，藉以吸引其他競投者出價？我想說兩點：第一，拍賣官事前已知悉署方所定下的底價，只要有人出價達到該底價，而經詢問後，無其他人再出價，拍賣官便有權決定出售。第二，就算拍賣官不減低每口價，競投者亦有權即場徵詢拍賣官，把每口價調低，但今次沒有人這樣做，故此以底價出售亦沒有問題。