

谷經濟？削赤字？美陷進退兩難

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

自美國的AAA主權信貸評級被標普下調後，市場一直關注餘下的兩間評級機構態如何，直到周二（16日），評級機構惠譽發表報告，確認其對美國的AAA主權信貸評級，展望為穩定，表示美國在全球金融體系中的關鍵地位，而美國擁有極高信譽的基礎並未有改變，緩解了市場對美國評級再遭下調的擔憂。



■近期的數據繼續顯示美國經濟疲態，金融市場的下行風險仍未減退。圖為紐約證交所門外。
法新社

另一邊廂，在市場對債務問題反應過熱的情況下，歐債危機的憂慮亦迅速升溫，甚至連意大利、西班牙甚至法國亦被拖下水，逼使歐央行上週購買達220億歐元的歐元區國家國債，為央行去年實施國債購買計劃以來的最高金額，以穩定市場信心。

在未有更壞的消息出現前，市場近期的避險情緒終於穩定下來，金融市場的波動性亦減退了不少，但近期的數據繼續顯示美國經濟的疲態，金融市場的下行風險仍未減退。

美國的房地產市場依然疲弱，美國7月份新屋開工量按月減少1.5%，而美國8月份房屋市場指數為15，與7月持平，反映當地建築商信心仍處於低位，經濟不確定性令新買家不願入市。

另外，雖然美國7月份的工業生產數據以及產能利用率均略為上升，但最新的數據顯示，製造業指數由7月的負3.76，進一步下降至8月的負7.72，市場預期為回升至0的水平。

在製造業疲弱的情況下，企業還要面對通脹高企所導致的成本上升壓力，使企業的盈利受壓。美國7月份生產者物價指數（PPI）按月及按年分別上升0.2%及7.2%，均高於市場預期，主要由於煙草價格大幅上升，抵銷了能源成本下跌對PPI的影響。扣除食品與

能源，7月核心PPI按月及按年上升0.4%及2.5%，亦高於預期。

眼見經濟疲弱，美國總統奧巴馬近日透露，計劃於下月5日，發表振興經濟及創造就業的計劃，將包括要求國會延長目前的削減息稅法例，再為中產家庭減稅，以及為失業的國民提供職業訓練等，而白宮亦會考慮減低僱主所得稅和企業稅項，總金額將涉及3,200億美元。另外，內容亦包括提出一項全新的削減國債計劃，目標將會削減超過1.5萬億美元的金額。

此外，美國政府還公布了另一項針對小企業的刺激計劃。白宮宣布，推出州級小企業信貸計劃，以推動經濟增長，幫助創造就業，計劃涵蓋包括亞拉巴馬和佛羅里達等11個州，以及華盛頓特區，總額達3.6億美元。

不過，在目前美國債務以及赤字水平仍然甚高的情況下，奧巴馬政府要推出大規模的刺激措施相信會遇到不少阻力。而即使惠譽確認了美國的AAA最高主權信貸評級，但惠譽亦警告，今年年底之前將會再次對美國進行評級，一旦美國的減赤計劃沒有得到貫徹實施，美國的評級展望將會被下調。因此，美國正面臨同時要刺激經濟及減赤的兩難局面，短期內美國政府亦只可二擇其一，魚與熊掌不可兼得。

政策工具互動引領宏觀調控

廣宏證券及資產管理董事
黃敏碩

中國人行上週發佈《2011年第二季度貨幣政策執行報告》，表示穩定物價將成首要的宏調項目，另提到會按情況運用多種政策工具組合，包括利率、匯率、公開市場操作、存準金及宏觀審慎管理等，維持社會融資規模在合理水平。報告意味宏調仍未有放寬的餘地，當局屬意促使貨幣政策回歸常態。

誠言，內地通脹雖然預期在翹尾因素減少下，年內有望見頂回落，惟7月份數字創37月新高，為6.5%，1-7月份累計數字亦達5.5%，高於國家總理溫家寶早前表示的可控水平5%，有必要延續穩健貨幣政策，而各種政策工具均有其利弊之端，因此要促成調控，需要一眾工具間的相互配合，並達致平衡。

年內存進一步加息機會

先說利率，國家年內已三度加息，現時一年期存款利率為3.5%，仍遠低過通脹，並形成負利率，間接增加民眾的投資意慾，為資產泡沫提供動力，央行長遠需要解決有關現象，不排除年內續有加息機會。

不過，上述提到國內通脹大有機會減慢，而加息亦會削弱市場流動性，同時增加企業的融資成本，阻礙經濟增長步伐，加上現時內地中小企融資困難的問題越見突出，繼續加息只會將問題進一步惡化，另加息也會吸引熱錢流入，打亂宏觀調控的部署，因此預期當局將審慎看待加息，不會以加息作為調控的主要工具。

另外，存準金與利率一樣，均有助控制市場流動性，惟與利率不同的是，存準金的彈性較低，不能如利率般作出差別性調整，亦會全面加大內銀的資本要求，減低內銀的貸款水平，也不能改善其淨息差及盈利能力。當局年內六度上調存準金，使用頻率顯然高於利率。存準

金對內銀營運雖有一定負面影響，惟在收緊流動性上，其負面作用較少，相信央行會較多利用存準金，回收市場過剩的流動性。

公開市場操作具靈活性

央行可依賴的政策工具，尚包括人民幣匯率及公開市場操作，其中人民幣升值，可降低進口成本，減輕進口性通脹壓力，但同時又會降低出口的競爭力。然而，國內提倡經濟結構轉型，積極加強內需，外圍經濟疲弱也正好給予國內契機，而若可以讓人民幣匯價緩慢上升，則可減少熱錢流入的速度，預期當局將支持人民幣匯率以可控的速度升值。

至於公開市場操作方面，主要見於其靈活性，可針對市場短期或季節性的資金需求，對央行票據作出回購，或透過發行不同年期的票據，調節市場短線流動性，亦是央行持續利用的貨幣政策工具。



■圖為北京中國人民銀行辦公大樓。 新華社

恐慌情緒籠罩 政府應對是關鍵

安本環球策略及資產配置主管
Mike Turner

雖然標普調低美國評級，但不代表風險已經增加，市場於降級後急跌，主要是源自恐慌氣氛。政府及貨幣管理當局無法就所需採取行動達成共識，也進一步加深投資者的恐慌情緒。不過，由於拋售潮根本無理據支持，加上經濟有機會於下半年輕微加速增長，我們對市場隨即回穩並不感到意外。

投資者對發達國家失信心

市場於降級後應聲下跌，速度快得令人驚訝，加上衍生工具市場的技術因素（投資者沽售較波動的持倉），進一步加速跌勢。不過，股市的真正催化劑是：在東西方缺乏政策協調的情況下，投資者已經對已發展國家失去信心。

展望未來，關鍵仍在於政府的應對措施。政府必須在緊縮開支與維持增長之間取得平衡，才有可能舒緩貨幣市場的壓力及捍衛信貸評級。歐元區率先面對考驗，當法國的AAA評級現已受到質疑。最重要的是，有跡象顯示市價正在反映拯救歐元帶來的潛在財政負擔。

因此，投資者開始擔心金融體系的資本不足，為資產價格帶來壓力，短期內可能威脅到全球經濟表現。銀行股或會持續被拋售，引發資金湧入政府債券避難所。諷刺的是，政府債券正是投資者一開始憂心的領域。

不過，現時似乎較難在貨幣市場集資，加息更令情況雪上加霜。由於有跡象顯示2008年金融海嘯正在重演，首要任務是打破這個惡性循環。聯儲局已經承諾於2013年中之前維持目前的低息環境，這是一個好開始，但仍有待各國之間通力合作。此外，日本政府已出手干預貨幣匯價，瑞士央行也放寬貨幣政策，但國際間仍

需加強協調。

目前市價在很大程度上已經反映這個不利環境。一些指標顯示，承擔風險意慾甚至低於2008年11月金融海嘯最嚴重之時，暗示市場可能出現超賣情況，特別是經濟有機會於下半年溫和增長，可能逃過「雙底衰退」一劫。

其他利好因素包括油價最近回落，表示消費開支可望回升。其次是日本最近公佈的工業產量數據顯示供應開始恢復正常。美國的按揭比率也下降，意味著消費者的可用現金增加。固定投資的加速折舊扣減快將結束，應可推高未來數月的資本開支。此外，中國於7月份錄得兩年來最大貿易順差，反映全球貿易狀況並無受到太大打擊。

然而，經濟仍然面對信心疲弱、美國就業市場呆滯及消費者去積化等問題，與過去20年比較，大環境的風向轉變將會更快更急，因此政府必須迅速應對。

股票收益率遠高於債券

如果經濟真如我們所料好轉，目前的跌市將為投資者帶來一個短暫入市機會，可以趁低吸納一些估值變得便宜的優質股。股市的市盈率正處於歷史低位（雖然市賬率不若市盈率便宜），股息回報率也相當吸引。在大部分情況下，股債收益比都高於1，表示股票的收益率遠高於債券。舉例而言，雖然在全球銀行業之中，澳洲銀行所受打擊最輕微，但它們的收益率仍高達9%，顯示市價已經反映溢利大跌的隱憂。

因此，雖然債務危機仍未解決，通縮威脅也依然存在，但市場已經消化這些利淡因素，有可能於目前較低水平回穩（即使過程中走勢可能較波動）。不過，隨著我們邁向2012年，全球經濟的命運端視乎各國政府能否作出適當應對措施。

市況波動 優質股低吸良機

美盛資產管理香港及中國投資團隊主管
陳麗絲



■圖為內地股民。 美聯社

美盛集團旗下投資公司美盛資產管理香港認為，儘管市場處於不明朗的時期，而且波幅持續高企，但香港及滬深股市的前景未受影響。從宏觀層面來說，市場將注視宏觀領先指標，以評估中國的經濟狀況。至於微觀層面，以12個月的基礎計，現時的高質企業展現現價值，為投資者提供增持的良機。

市場何時見底暫難預測

雖然預測市場何時見底非常困難，但在最近的跌市期間，我們對建立持倉仍感樂觀。我們預計脆弱的市況和投資者的避險僅屬暫時性，市場將於其後回升。

樓市調整後漸復回穩

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

繼九肚山地皮以低於市場估值下限成交後，近日二手屋苑減價搶訂售消息不絕。另一邊廂，由於內地銀根稍鬆，內地資金重投港樓，跑馬地、貝沙灣、太古城等錄得大額成交，當中The Hampton更創出藍塘道一帶新樓價新高，料市場調整過後漸復回穩。

港府表示今個財政年度第二季，會按原定計劃推出土地售賣。看來雖然今次賣地成績欠佳，特區政府透過增加住宅用地供應去平抑樓價的決心並未動搖。根據地政總署網頁，今個財政年度已一共推出15幅地皮，全部成功為市場吸納，總地價為413.7億元。當中10幅住宅地，1幅酒店地，其餘為商業或商貿用途，充分證明市場正面回應政府直接賣地。第二季內尚有8幅土地將如期出售，包括北角油街、將軍澳66A區、元朗洪水橋以及港鐵的南昌站地盤等等。

近期國際經濟形勢急劇變化，投資決策者面對投資環境轉變，都會思量，為未來投資策略重新部署，一般來說，在未有確定新方向之前，都是以不變應萬變。此時此刻，面對地價連建築費達數十億元的巨額投資，發展商有所遲疑，並不代表已經看淡樓市前景。

置業18主席
張肇柱

市場矚目的北角油街地皮於今日截標，雖然受到外圍經濟影響，加上早前沙田九肚山豪宅限量地以市場預期下限成交，但由於地皮位處港島臨海地段，未來10年難得一見，相信地皮仍吸引不少財團入標競逐。

上週政府推出沙田九肚山豪宅限量地拍賣，卻撞正環球股市波動，加上地皮在發展有限數量下，令身價受壓，須由拍賣官警告才有財團出價，最後地皮以底價成交，市場擔心將影響日後推出地皮的身價。

事隔一周，北角油街地皮(前身為政府物料倉庫)截標，現規劃作綜合發展項目，將計劃提供住宅、酒店及寫字樓，地盤面積約8.4萬方呎，指定作酒店或非工業用途，最高樓面面積為75.56萬方呎，其中酒店部分總樓面面積不可多於32.29萬方呎，其餘的可建樓面面積為43.27方呎，視乎市場需要，用

儘管現時的市況波動，加上已發展市場的增長和需求前景疲弱，但中國內地及香港兩地正以穩健的步伐增長。已發展市場的經濟放緩，對兩地的投資前景影響有限。中國的財政狀況較三國集團顯著優越，而且外債水平非常穩健。

雖然通脹是主要風險，但預期整體通脹數據將開始回落，而鑑於中國在去年收緊政策，美盛認為一旦環球經濟帶來衝擊，令內地經濟增長減慢，中央政府亦有能力應對。有關發展最終為政策官員提供不同的方式，調整經濟增長的步伐。若環球經濟顯著放緩，或會迫使中國提早放寬政策，以抵禦經濟下調的影響。

中企盈利增長仍然良好

近日的市場走勢主要由風險重新定價所致。儘管企業的基本因素及預期現金流仍然強勁，但投資者日益趨險。中資股的企業盈利增長仍然良好，特別是以前地為主的行業。股價進一步調整應為長線投資者提供更佳的預期回報。

雖然自市場下調以來，我們的投資組合並無重大變動，但我們將密切注視情況，以吸引的估值加入優質的公司。行業方面，我們繼續對以當地業務為主的行業持偏重比重，並迴避較外在因素影響的行業。此外，盈利前景強勁及周期性較低的企業將會造好。現時公佈的業績將會反映管理層對未來數季的指引。儘管賣方分析員可能調低盈利預測，但我們預期調整幅度屬可接受範圍，並認為目前的市場估值仍然吸引。

特區政府關注樓價影響民生，今個財政年度自行直接賣地，取回土地供應話事權，配合徵收額外印花稅、收緊樓按以及取消房地產作為投資移民的項目，以及研究復建居屋等一連串措施，目的是要壓抑樓價的升勢。樓價高上車難已成民生課題，九肚山賣地價回落，對市場已經造成一定的調節效果，部分業主心態轉淡，願意減低叫價，樓價整體回落5%後，已見漸有承接。

業主減價漸見承接

筆者贊成港府第二季繼續按原定計劃賣地，但仍需密切觀察未來市場變化。環球經濟短期波動會隨時漸漸明朗化，目前本港經濟基礎穩固，聯儲局已宣佈短期不加息，但美國提高國債上限後，勢將大印銀紙，未來通脹威脅仍然很大，投資房地產或貴金屬等是對抗通脹的傳統智慧。

政府透過增加供應去滿足市場需求，符合基本理論，現時所出售地，要2至3年才能推出住宅應市，未來兩年仍很大機會是低息兼高通脹的環境，要遏止投資者對樓市的過熱額外需求，穩定的土地供應是最重要一環，無論誰是下一屆特首，都應該堅持把關。目前要做的，就是多花心思在長遠土地供應策略方面。

油街地皮料反應理想

作非工業用途，如寫字樓及住宅等。由於地皮位置優越，項目在設計較具彈性，而在定位上，油街與九肚山地皮不同，兩幅地皮難以相題並論，雖然歐債危機、環球股市波動等因素揮之不去，但地皮發展潛力優厚，港島區供應向來匱乏，而油街地皮過去亦曾多次獲財團「試勾」失敗，預期無阻財團入標意慾，甚至成為兵家必爭之地，積極在區內「插旗」。

其實，早前已有不少發展商表示對地皮有興趣，尤其於區內有發展經驗的相信更感興趣，其中沿北角海岸線，最富發展經驗的莫過於長實和系，鄰近油街地皮的藍籌屋苑城市花園及和富中心，近年落成的海逸君錦酒店等均由長和系所發展，而恒基、太古、信和等亦不容忽視。

現階段討論地皮花落誰家言之尚早，但相信地皮將吸引多家財團入標，預期發展商須以較理想的價格，才可突圍而出投得觀地，而地皮日後落成推出市場，令區內供應量增加，有助舒緩港島區供應，並令市場得以長遠穩定的發展。