

情緒變樂觀 惟仍存暗湧

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

上周，德法終於就解決歐債危機的計劃達成共識，並承諾在月底前制訂解決方案，擴大歐洲金融穩定機制亦順利獲得所有歐元區成員國通過，G20更於周末呼籲歐盟盡快解決歐債危機，亦承諾保證歐洲銀行業有充足資金，使市場憧憬歐債危機能得到解決，抵消了評級機構下調歐元區部分國家以及銀行的消息，支持環球股市、商品及歐元匯價上升，VIX指數更是8月3日以來首次收低於30的水平。

除歐債危機有望解決的利好消息外，美國經濟數據優於預期，亦成為刺激股市及商品價格上升的因素之一。美國上周新中領失業援助人數降至40.4萬人，低過市場預期的40.5萬人，按周減少1,000人。而9月份零售銷售按月升1.1%，更是7個月以來最大升幅，優於市場預期的上升0.7%。另一方面，9月份進口物價按月亦意外地上升0.3%，是近5個月的最大升幅，市場預期為按月下跌0.4%。

事實上，美國最近多項經濟數據均優於預期，反映出早前市場對美國的前景預測屬過分悲觀，因此可見短期內勝預期之數據將會陸續有來。再加上歐債危機出現轉機，投資者均憧憬歐債危機將於23日舉

行的歐盟領導人峰會上提出具體的歐債危機解決方案，市場氣氛變得樂觀。

縱使氣氛變得樂觀，但投資者亦不能因此而變得進取，因為在較早時，歐元區各國已表明不會採納美國和國際貨幣基金組織提出的建議。美國和國際貨幣基金組織的建議是，歐洲央行需為歐元區成員國的國債作擔保，而各國政府更應該直接動用資金為問題銀行紓困，甚至強制銀行接受，以防止歐債危機擴散，這措施正正為08年金融海嘯時美國所採取的措施。

而目前的消息指出，歐元區各國應付問題銀行的方法是，銀行需要先藉由出售股權或其他資產等方式，自行集資，若仍不

能解決再向個別政府求助，最後歐洲金融穩定基金才會出手相助。然而，一旦有歐洲銀行出現財困，這措施明顯地會拖慢援助的步伐，增加事件的不確定性，為市場帶來不必要的震盪。

另一方面，從意大利及希臘的國債孳息率中看出，似乎歐債危機仍似有著暗湧。意大利10年期國債孳息率由前周五(7日)的5.5厘升至上周四(13日)的孳息率5.8厘，創了2個月新高，逼近8月4日的高位6.19厘，目前為約5.78厘，而20年期國債孳息率上周更創6.72厘的新高。

至於希臘的國債孳息率亦出現同樣的情況，10年期國債孳息率升至一個月高位24.6厘，而30年期國債孳息率更於上周升至15.89厘的新高。歐元區財政疲弱國家的國債價格未有受惠於市場氣氛好轉，其實正反映出投資者仍然認為該等國家出現違約的風險正在增加。因此，表面上歐債的形勢看似樂觀，其實暗湧處處，縱使市場氣氛轉好，投資者仍要維持高度警覺，一旦結果與預期出現落差，股市及商品市場再出現9月時的急跌亦不足為奇。



英國示威者不滿希臘等國家拖累本國經濟，在英倫銀行前敲碎紙做的歐豬模型。

利淡反映 A股低估值博得過

中金策略

我們重申在上周報告《非常糟糕，或將轉好》中提出的逆勢反彈觀點。恆生指數已從其低點反彈逾15%，恆生國企指數甚至飆升近20%。兩大股指僅上周就分別錄得4.5%和7.9%的漲幅。那麼市場接下來將何去何從呢？

我們在與內地基金經理交流的過程中發現悲觀情緒在市場中大行其道，多數內地股市投資者似乎被歐洲債務危機、美國經濟可能二次探底和中國流動性狀況所左右。多數人認為歐洲危機和中國緊縮的貨幣政策不會很快結束（尤其是考慮到中國新股上市步伐似乎並未放緩）。

另外，也有人對美國「佔領華爾街」運動心存憂慮。我們認為，過度悲觀情緒對向投資者來說往往是利好。

我們認為近期的低估值和市場暴跌已經反映了大部分利空消息。在過去約16年股票交易即4,118個交易日中，市場潰敗與估值大跌同時出現僅有四次（不包括本次），佔到全部交易日的0.12%。因此，最近幾周內地和海外市場中國股票聯袂驟跌是非常罕見的個例，至少為逆勢反彈奠定了基礎，正如2008年3月貝爾斯登破產後中國市場一度上漲35%；或者市場迎來最終底部，如2008年10月底。當然，反彈過程可能並非一帆風順，市場可能劇烈波動。

內銀貨幣供應增速放緩

中國國家統計局上周五公佈的貨幣供應數據低於預期，在市場中掀起了些許波瀾。與主流觀點不同，我們認為M1增速（雖然是一個較為重要的統計指標）與中國股市表現存在一定同步性，具體來說往往與內地和海外市場中國股票指數12個月靜態表現相一致。

另外，貨幣供應增速放緩可能是與中國銀行系統目前正在進行的脫媒化有關。如果我們將金融理財產品、銀行間存款、非金融企業準備

金存款和外匯存款也計算在貨幣供應數據中，那麼最近幾個月中國貨幣供應增速明顯高於20%而非官方公佈的13%。因此，我們在與投資者交流時發現他們對貨幣統計數據的關注度不及以前，相反更加關心海外市場的不確定性。

通脹似觸頂 消息面趨改善

中國國內主流觀點認為近期匯金增持是救市信號，為即將到來的IPO掃平障礙。但我們對此不敢苟同。考慮到部分銀行目前股價對應的估值水平甚至低於全球金融危機即2008年時的低點，匯金其實是在抄底。雖然新股發行會造成國內流動性緊張並拖累大盤，但投資者可以放棄打新股，選擇在二級市場買入。

中國9月份通脹率為6.1%，連續第二個月維持下行趨勢。市場傳聞豬流感正在捲土重來，因此可能會抬高通脹率。但中國貨幣政策既不會減輕也不會加重因豬肉供應短缺造成的通脹壓力。

從全球範圍來看，美國ISM和零售數據好於預期，美聯儲似乎為QE3預留了空間，德國和法國承諾解決銀行業危機。這些利好因素已經遠遠彌補了西班牙評級下調和美國消費者信心數據低於預期的影響。



匯金較早前增持四大銀行A股，刺激包括農行在內的H股紛紛急升。

股價與波幅走勢的互動性

中銀國際金融產品部執行董事
雷裕武

權證投資者最常見的問題，首推與權證和正股價格走勢有關，例如投資者在1-2個月前因看好正股短期走勢而購入相關權證，豈料正股不升反跌，及後又轉轉重上原先價位，奈何該輪價格始終未能重回最初水平。他一直以為權證價格必定緊貼正股走勢，雖明白這或許由於時間價值消耗的影響，但所持權證並非末日輪，理應不會有太大影響，故有點不明所以。

價值取決6個不同定價因素

眾所周知，權證是一種非常普及的衍生產品，其價值主要是取決於6個不同的定價因素，包括正股股價、利率、引伸波幅及預期股息等，其中亦以正股股價和引伸波幅為影響權證價格走勢的最大動力。

一般投資者往往只集中注意正股股價的轉變，而忽略引伸波幅轉變對輪價帶來的影響。每當輪價的波幅稍遜於預期，不少投資者便不明所以，認定是發行人的責任。理論上，假設一切客觀因素不變，權證價值的轉變一般只會受到時間價值流逝影響。

要留意的是，引伸波幅代表市場對後市波幅的預期共識，同時也是影響權證升跌的另一重要因素。簡單來說，波幅高代表認股證進入價內的機會增加，也代表投資者獲利機會提高，因此，只要市場引伸波幅上升，便有利於認股證及認沽證的價值。

上文提及，權證價格轉變主要是受到相關資產及引伸波幅兩股力量左右，兩者同屬常變數值，往往在交易時段不停轉變，總括而言，它們對權證表現的影響大致可分為下列四方面。

當相關資產價格及引伸波幅同步上升或下跌時，權證價值的升跌幅便較易預計，由於兩者同時向單一方向發展，結合起來的力量將可能令輪價的升跌幅進一步加劇。一般而言，最令權證投資者感到困擾的是，相關資產價格上升而引伸波幅下跌，結果令權證的升幅收窄，出現跟不上甚至背馳的情況。要知道，權證價格的最終表現要視乎相關資產價格及引伸波幅兩股力量的強弱走勢，當中存在一些變數，投資者不能掉以輕心。同樣情況亦見於相關資產價格下跌而引伸波幅上升，或令權證跌幅較預期為低。

長假期因素易影響權證升幅

可喜的是，隨著投資者對引伸波幅的認識提升，大多已懂得在選擇條款上比較波幅高低，但真正能捕捉引伸波幅走勢和其轉變特性的仍屬少數。其實，每逢長假期前，或正股動力明顯減弱，其波幅往往隨市況逐步回落，而跌幅將會直接反映在權證的價格上反映，以致出現權證升幅較遜的情況。

當然筆者以前提及，引伸波幅低反映該權證定價較便宜，故此，投資者若對正股的短期走勢有強烈看法，也可趁機購入平貨，待日後正股股價及引伸波幅同步上升時，有望雙重獲利。

歐元區一旦解體 金價將大幅下滑

中銀香港發展規劃部經濟研究處研究員
卓亮

金價從1974年至今長達37年的走勢反映，由於黃金不是有生產力的資產，缺乏現金流，所以並沒有金融理論能推算出黃金的「合理價格」。但是有一點是可以肯定的：黃金絕對不是抗通脹的資產。從1978至2003年的25年期間內，美國國內總體物價水平上升近200%，然而以美元計價的黃金在此四分之一世紀中幾乎沒有任何名義上的升值，即實質貶值三分之二。換句話說，黃金不但沒能追上通脹，更被遠遠拋離。

金本位於70年代初被終結，在之後40年內金價其實總共只出現過兩次急升。第一次導火線是1979年伊朗革命和隨後爆發的兩伊戰爭所引發的石油危機，而第二次主因則是2007年美國金融海嘯和至今仍然不斷惡化的歐債危機。在歐債危機升溫期間，黃金可能會持續攀升。然而，如果歐元區解體，系統性風險出盡，到期時投資者亦再無險可避，在過去5年升幅約達140%的金價則難免下跌。

在美上市跨國企業股價將受壓

據標準普爾最新調查報告顯示，在2010年，標準普爾500指數企業有46.3%的銷售來自美國境外。其中29.1%來自歐洲，而13.1%來自亞洲。如果歐元區陷入衰退，美國企業在歐洲的銷售必然大受打擊。同時，



分析認為，歐元區一旦解體，金價將大幅下滑。

美元升值會導致以美元計價的境外盈利減少，令盈利倒退風險大增。過去5年標準美匯指數和標普500指數表現對比顯示，兩者走勢在大部分時間內相反，關係密切。此外，歐元區解體會影響歐洲共同市場，在某程度上增加美國企業在歐洲經營的代價。加上歐洲衰退的風險和美元升值，標普500指數將面臨三重打擊。

總結全文，歐元區一旦解體將對全球匯市、商品市場、股市造成深遠的影響。但是上述資產市場所受的震盪並不是完全以歐元區瓦解為必要條件，如果市場對歐元區前景的擔憂升級，恐慌因素將可能會令上述預測提前浮現（第四點金價走勢除外）。

中國處辦公樓黃金發展期

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

還記得筆者於90年代開始踏足神州時，各大一線城市的辦公室市場未正式開展，外資公司只能租用五星級酒店客房作商貿活動，取其交通便捷、往來商貿文書服務方便和環境較整潔安全的好處。因為運作成本高昂，公司開始轉去租用住宅單位，臨時改裝成為辦公/居住用途，但隨著各地政府取締「住宅商業化」不當行為後，本地發展商開始蓋建小型辦公室或改裝住宅樓為商廈。

近年歐美經濟回落，中國的主體經濟乘時冒起，中外資企業紛紛進駐各一二線城市，由代辦處逐漸擴大為地區/全球總部，從而積幾十平方米擴展到現時的上萬平方米的強大需求。

除了中國兩大中心城市北京和上海外，新型辦公樓已在深圳、廣州、成都、大連、青島、重慶等一二線城市拔地而起，外形以玻璃幕牆為大宗，而內部裝飾和辦公室設備可以趕上歐美、日本和香港的甲級辦公大樓。筆者大膽地指出中國辦公室市場正進入黃金發展期，而在可見將來仍然會站在前列上。這些物業業主由早期的港澳開發商增加至在香港/中國上市的内房企業、中國各大金融機構、中國各大國有企業和中國的投資基金(含房地產基金和專職的信託基金)。因為考慮民生的重大因素，中央政府從今年起着力打擊商品住宅的價格，這使投資者和開發商轉戰商貿市場，尤其以辦公室物業、取其租金收入穩步上升和管理較容易的投資特點。

連續幾年，中國四大城市從北京、上海、廣州到深圳都分別主辦了大型運動會和博覽會，大幅提升城市品牌，充分介紹和展露城市精彩風貌給全世界企業和人群，使她們成為中外資今年投資的新貴。

穗成功主辦亞運換新裝

這個現象在南方最大城市最為明顯。亞運會的成功主辦令廣州市容完全更新，廣州的新十大建築主要坐落在珠江新城區內，促使該區辦公室租金向上提升。這個區現在已發展成為集商貿、零售、娛樂、餐飲、酒店和旅遊的新型綜合地區，各大中外金融/實業機構大舉進駐，成為這所「南大門」城市的最主要的商貿區域。

直至今年上半年，廣州的主要辦公樓租金已升至人民幣140/平方米，而珠江新城更達人民幣160/平方米，某些甲級辦公樓已突破人民幣200/平方米，反映出金融和科技公司進入該區的強大剛性需求。但在銷售方面，今年第二季度共錄得約125,000平方米的成交額，但成交價卻輕微下調8%至人民幣20,300/平方米，但天河區的平均售價已達人民幣30,845/平方

米，摘取廣州市的冠軍。展望下半年，單在珠江新城已有約28萬平方米辦公室落成出租，會使租金上升勢頭得到一點舒緩！

同樣地，這個龐大供應量的情形會在北京和上海出現。大型國際盛事在兩座中心城市主辦後將外資企業來當地投資的勢頭大大加快，辦公室的租金一併受惠而錄得明顯增長。於今年第二季度，北京和上海分別錄得12%和7%的租金升幅。北京的主要金融區如金融街、長安街和建國門的租金上升達8%到人民幣210/平方米以上，而上海市的平均租金也達到人民幣233/平方米。但相反地，該兩大中心城市的辦公室售價仍然向下調，分別錄得14%(北京)和3%(上海)的情形，主要受制於銀行的貸款收緊所致。在今年下半年，北京和上海分別有約460,000和500,000平方米辦公室上市，這會使租金升幅受挫但買賣會轉趨平穩。

五百強進駐成都惹關注

筆者不得不提及成都的發展。走在成都主要商貿區街上，大家可以見到不少甲級辦公樓正在加緊施工，預計下半年共六個大型項目增加約181,000平方米供應量。大量的世界五百強企業進駐成都已吸引了不少其他中外企業租用寫字樓擴展業務，這有助減少該市高企的空置率。巨大的需求會逐步消化五年來的供應量，使成都晉身為大西北的主要商業中心城市。

筆者可以指出中國房地產市場已進入商業年代，中國GDP的快速增長強化了辦公室的興建數量和水平，並為每座城市留下美麗的地標！但這些大額投資已變成大財團的活動，小市民可以分析哪些中港房地產股份，還擇已着力拓展該領域的公司下注。將來的房地產開發商已不可單靠買賣住宅樓來賺取利潤，分散到「投資性」物業才是長遠延續發展的可行手段。除了評估市盈率外，股民應關注收租物業比重，未來租金增長率 and 分佈情形(包括地理、級別、種類和租客)。



圖為上海浦東陸家嘴商業區。