



康宏證券及資產管理董事  
黃敏頤

百家觀點

# 明年A股看好水務及內需板塊

2011年快將完結，總結今年，A股在穩健貨幣政策，市場流動性被收緊下，表現不甚理想。央行雖在早前下調存款準備金率，惟中央經濟工作會議中表明，明年將繼續維持穩健貨幣政策，意味存準金率即使再有下調空間，其調整幅度及頻率亦料有限，並屬於「微調」措施之一。

除非貨幣政策出現明顯轉向，否則相信內地明年流動性難大幅改善，加上市場對經濟放緩及人民幣升值減慢等的憂慮，均或限制A股轉勢，現階段暫宜審慎為上。然而，個別板塊在國策扶持下，前景可取，或可於明年跑贏大市。

國家工業發展起飛，惟污染問題亦伴隨而生，為了保護環境，同時提倡可持續性發展，當局大力支持環保產業發展。《國家環境保護「十二五」規劃》中提出，「十二五」期間，全社會的環保投資需求總額，約達3.4萬億，其中包括新增4,200萬噸的污水日處理能力，城市污水處理率85%，將污水設施負荷率增加至超過8成。另外，內地CPI回落，水價改革亦可望加快，供水企業的收入可望受惠，可留意一眾水務股的表現。

此外，國家料積極推動內需，或推出更多刺激消費政策，如稅務優惠，有利提振國民消費意慾，加上國民收入持續提升，支持零售相關股份盈利向好，百貨及服飾業具有不俗的投資價值，其中服飾業雖受累租金及勞動成本上升，惟上游原材料價格亦見回落，利好企業毛利率提升，可選取部

分網點佈局廣泛，且有相當品牌知名度的企業，候低作中線吸納。

另一方面，自高鐵事件以來，鐵路設備股反覆走弱，而內地鐵路投資增長也不斷放緩。鐵道部數字顯示，截至11月，全國累計鐵路固定資產投資得28.4%的按年減少，當中鐵路基本建設投資的跌幅更達34.7%。雖然預期當局將繼續支持全國鐵路建設，有關股份在經過一輪調整後，估值亦變得合理。但鐵道部長盛光早前指，當局明年鐵路的基本建設投資額，將大幅低於今年規劃的7,000億，至只有4,000億。投資額大幅減少，意味鐵路建設股的盈利增長空間受限，投放風險較大。

至於部分板塊的前景亦不甚明朗，未宜沾手，當中包括鋼鐵及航運股。鐵礦石價格雖或回落，惟下游需求放緩憂慮，以及產能過剩等均構成利淡，而航運股則料受累環球經濟前景不明朗。需求減弱以及運力過剩，勢必影響到航運企業的議價能力，與航運業息息相關的造船業，其前景也未宜樂觀。同樣與經濟關係密切的航空股，在客運量減速憂慮之外，人民幣升值速度或減慢，也將進一步削弱其盈利能力。



■圖為東深供水工程項目——廣東省東莞市金湖泵站。

新華社

## 意短債息跌刺激有限 銀行同業仍猜疑

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

周三（28日）意大利拍賣6個月及兩年期的國債，得益於歐央行的長期再融資操作，國債平均孳息率顯著下跌，不過，並未對當日的股市及商品構成支持，歐元兌美元更跌至接近1年低位，顯示市場對拍賣結果並不受落。

意大利周三共賣出了90億歐元的6個月國債及17億歐元的2年期國債，兩者孳息率分別由上月拍賣時的6.5厘及7.81厘，大幅下降至3.25厘及4.85厘；認購率亦有改善，分別由1.47倍及1.59倍升至1.69倍及2.24倍。

雖然拍賣成績理想，但市場對此反應不大，相信是由於投資者早已預料到，部分金融機構將會以歐央行早前向歐元區銀行發放，低至1厘的4,420億歐元長期再融資操作貸款，用於投資在一些短年期的債券，以賺取息差，使是次意大利的短年期國債拍賣反應理想。

另一方面，歐央行表示其資產負債表升至破紀錄的2.73萬億歐元，而歐元區各大銀行於周二（27日）向歐央行存入了4,520.34億歐元，超過周一（26日）剛創下的4,118億歐元的紀錄。

如此高的存款規模顯示出，歐元區銀行業拆借市場的高度不信任和緊張情緒，銀行擔憂同業對歐元區主權債務危機的風險敞口，寧願將資金存在歐央行，也不願意向其他銀行提供借

貸，反映歐央行通過長期再融資操作為歐元區銀行業注入更多流動性的成效不顯著打擊市場情緒。

由於拍賣結果對市場的支持作用不大，加上市場憂慮區內的資金流動性仍然緊繩，拖累當天歐市及商品下跌，意大利10年期國債孳息率亦再到升至接近7厘的水平。

而周四（29日）意大利將會拍賣最多85億歐元的較長年期國債，當中包括3年及10年期的國債，相信是次拍賣的結果指標性將會遠高於周三的短期國債拍賣，將會反映出市場對意大利前景之信心，拍賣結果將會成為短期內主導金融市場的因素。

### 意國能否應付到期債務惹憂慮

事實上，意大利明年4月前最少需為政府債務再融資近2,000億歐元，因此若不能把當地的借貸成本壓下來，作為歐元區第三大經濟體的意大利將會沒有足夠資金應付到期的債務，一旦發生違約，恐怕其影響遠較早前希臘對金融市場所造成的影响為大，更威脅到歐元的存亡。

因此，歐元區政府亦加緊就12月初歐盟峰會達成的共識而努力，德國總理默克爾與法國總統薩科齊或將於1月9日在柏林進行會談，繼續討論有關歐盟新財政協定與歐元區領導人月度會議計劃，務求趕及3月底之前確定12月初所定立的協定，以加強各國之間的經濟政策協調，以及解決歐債危機。

## 亞洲來年增長仍靠本土

施羅德亞洲（日本除外）股票市場基金經理

Richard Sennitt

亞洲投資者在明年1月1日一覺醒來的時候，來到一個沒有通脹的世界、出口需求神奇地恢復過來、全球經濟增長飆升、市場波動及債務問題消失，以及中國突然行動及拯救全球的情景，我們相信這些都不會發生。

2011年的問題仍會跟隨至2012年；坦白說，這12個月會是艱難的。雖然亞洲不會從逆市中免疫，但它將繼續由現時出口主導的增長模式，日益轉變為由本土市場所帶動，故亞洲仍處於較良好的位置。

隨着很多分析員預測歐洲在2012年會逐漸陷入衰退，以及美國的經濟會維持慢行一段時間，亞洲政府越來越重視去調用它們本土的消費者。現時的衰退，凸顯了亞洲現時運行的模式是難以維持，原因是該區已不能只單靠三億美國人去繼續購買它們的產品，以達致進一步的增長。

### 城市化提升 消費潛力巨

在全球消費的分佈，我們看到美國現時佔超過30%家庭消費，而來自主要亞洲（日本除外）經濟體的貢獻佔整體則相對較少。儘管中國人口有14億而印度則有12億，它們對全球消費的貢獻卻分別少於5%。隨着中產階層高速增長及區內城市化提升，亞洲消費者的潛力是前所未有的。但是，從一個投資者的角色出發，這仍是一個艱難的市場，而發掘這種潛力可能是

一個長遠的挑戰。

中期來看，我們將看到亞洲政府會加大努力，引導該區由儲蓄型人口轉變為消費型人口，這包括強化社會保障網，例如提供醫療保健，令人們有足夠信心去消費。在此之前，該區經濟將會繼續依靠已發展國家購買它們生產的大部分產品。

隨着有跡象顯示西方經濟低迷比預期時間長，中國內地、香港及韓國經濟增長在2012年亦將會放緩。新加坡十分依賴貿易，故被視為反映西方國家需求的先鋒，已表示其經濟明年可能將受已發達國家的出口訂單下跌所影響，而出現大幅度放緩。雖然如此，亞洲增長仍將繼續超越已發展國家，並將會成為環球經濟擴張的主要動力，唯現時該區仍會受出口影響。

繼2011年動盪的市況後，明年可能是一個有趣的時機，讓投資者在市場上尋找機會。現時的估值，已到過往可為亞洲投資者提供良好入市環境的水平。可是，當恐懼蓋過市場上其他的情緒，短期表現是不可能捕捉。投資者應該專注可產生現金流的公司，令它們在環球經濟下所引伸的短期動盪中仍可受到保護。在現時的市場水平來說，我們有信心該區長遠具良好潛力，得到顯著回報。

投資策略方面，收入佔亞洲長遠回報的一大部分，股息收益策略將繼續成為該區表現最為突出的股票策略。由於在2009年至2010年間企業進行廣泛集資活動，意味它們現時有能力支付早前所籌集的現金，故2012年我們認為的企業股息有可能比預期高，為市場帶來驚喜。在亞洲，其穩健的資產負債表及支付比率返回歷史低水平，可提供持續的股息及收入。

## 企業分拆方興未艾陸續有來

路透專欄撰稿人

Jeffrey Goldfarb

熱點透視

在企業併購史上，2011年將成為企業分拆的代表年度。根據花旗集團數據，分拆活動料將達到2,300億美元，是2010年總額的6倍，在全球併購交易活動佔8%的高比重。由於經濟環境動盪不安不太可能讓企業高管有太多理由進行收購，2012年可能還有更多企業分拆行動。

市場近來一直呈現不贊成企業多元化經營的氛圍。摩托羅拉1月剛剛完成對摩托羅拉移動的分拆，僅僅7個月過後，谷歌就認為值得以125億美元買下這家剛剛獨立的移動電話公司，比它原先股價溢價63%。在此同時，摩托羅拉解決方案股價今年以來大漲25%，而同期美股標準普爾500指數大致持平。

### 均期望消除估值折讓因素

企業分拆趨勢並沒有受到所屬行業或國家的因素影響。菲亞特、康菲石油國際、卡夫食品、安賽樂米塔爾（ArcelorMittal）和麥格希集團（McGraw-Hill）等大型企業，都企圖剝離非核心部門，期望消除企業的估值折讓因素。這些企業的分拆將促進其他企業跟風。或許連其他原來持排斥態度的大型企業也會

跟進。

在石油行業，整合型企業及獨立企業之間的價值差距愈來愈難令人忽視。其他企業的分拆行動，應該會使艾森森美孚等公司承受壓力，必須認真考慮將勘探從石油生產事業分拆出去的好處。同樣的，目前可能是百事可樂將零食業務分拆出去的時候了。受到零食業務的因素影響，百事可樂股價表現更像是一家低成長的食品公司，而不像是其他股價表現更優的飲料同業。

在ITT和Fortune Brands完成一分為三的分拆行動後，真正的多元化集團也變得更少了。通用電氣的股東可能羨慕不已。隨着過去10年來通用電氣股價下跌一半，投資者大概不會再留戀那種從冰箱到信用卡無所不包的企業模式。與此同時，伯克希爾哈撒韋（Berkshire Hathaway）的領導接班計劃，也再度引發疑問，巴菲特所蒐集的五花八門資產，如果分拆獨立是否可能會表現更好。

對於新聞集團來說，即使分拆較晚也好過不分拆。該公司掌舵人梅鐸可能熱愛報業，但報紙業務減損了電視和衛星業務的價值。而高盛也不會無限期容忍股價低於淨值。高盛喜歡誇耀自己度過危機的豐功偉業。若要再度化解危機，可能需要像分拆這樣的大膽行動了。

## 明年樓市看淡有因由

世紀21（香港）首席顧問兼註冊專業測量師

陳東岳

### 有必要因應局勢調整措施

綜觀上述，兼且2012年是選舉年，焦點在選舉而在經濟，看淡明年樓市是有充分理據的；港府宜密切注視外圍事態發展（包括朝鮮的情況），在有必要時迅速調整措施，尤其是「額外印花稅」，假如出現經濟不景，或有家庭需要放樓套現解困，這個稅項是「蝕讓都要付的」，勢必招致落井下石的詬病。

綜合考慮外圍及本港的因素如下：

- (1) 歐債危機：雖然歐盟努力挽救，但富有國家不可能長期借錢給窮國去填債。歐債國要減赤，只得兩條路：一是裁員及縮減支出，二是加稅，又或且兩者雙管齊下。但這些都不討好群眾，罷工抗議不絕，是一個拖拉拉的局面。無論如何，明年歐元區經濟不景已成定局。

- (2) 中國因素：近日傳出來自美國的消息唱淡中國經濟，民企借貸爆發。對接近內地消息人士來說，這是翻炒舊聞。事實上，中國明年已預計出口放緩，強調鼓勵內需，在通脹受控下，重點是保持穩定經濟。

- (3) 美國市場：臨近大選，近期美國失業率及消費信心數據好轉，是否數字遊戲有待觀察，美國圍堵中國，經濟上希望收窄貿易逆差。要留意假如該國經濟數據持續向好，可能成為聯儲局日後調升利率的依據。

- (4) 本地因素：港府推出一系列措施，包括直接賣地、額外印花稅、收緊樓按等，加上外圍因素，已成功令樓市，交投量大幅縮減一半。



■圖為位於香港跑馬地的樓盤。

資料圖片

## 2012年主要發達國經濟前景堪憂

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員

張穎

廠活動指數升至52.7，意味生產擴張；工商和消費信貸自2011年第三季開始恢復增長，有助美國2012年的經濟增速略微加快至IMF預測的1.8%，失業率也有望略微下降。不過，近期國際油價再度升至100美元/桶左右，令通脹率難以回落至美聯儲預測的1.4%-2%；而且美國本身需要削減財政赤字的壓力及歐洲主權債務違約風險，將拖累美國經濟復甦。

歐洲經濟長期以來年均增長約2%。2011年第一季度環比增長0.8%，但歐債危機令經濟趨緩的跡象日益明顯，其第二、三季度環比增長皆為0.2%，同比增長分別為1.6%和1.4%；製造業採購經理指數從10月的47.1下降至11月的46.4，意味製造業收縮，且連續四個月收縮，經濟衰退的風險上升。歐盟預測歐元區2011年GDP約增長1.6%，2012年則只能實現0.6%的增長，主因內部需求因財政緊縮而疲弱；失業率仍居高不下，10月份高達10.3%；但大宗商品價格回落，令通脹率有可能從2011年的2.6%下降至2012年的1.7%。

### 日大災難令債務進一步惡化

日本受災後重建及量化寬鬆政策帶動，2011年第三季的經濟按季上升1.5%，年增長率更高達6%，為2010年第四季度以來的首次正增長。但大災難卻使日本的債務問題進一步惡化，據經合組織預測，日本公共債務佔GDP的比重在2013年將達到228%，是全球負債最嚴重的國家。

穆迪已以日本無力減赤為由下調了該國的公債信用評級至Aa3，標準普爾也把日本長期主權信用評級前景由「穩定」下調至「負面」；市場擔心日本恐會陷入類似歐債危機的風險。IMF預計日本經濟2011年全年收縮0.7%，2012年則增長2.3%，如果歐美經濟陷入衰退，日本經濟也會受到很大牽連。

《2012年國際經濟金融形勢展望》三之一)