

GDP數據利好 A股短線看俏

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

百家觀點

國統局公佈，內地去年第四季GDP按年增長8.9%，增速高於市場預期，而2011年全年的GDP增長，則錄得9.2%的快速增長，刺激A股急升。歐債陰霾及環球經濟前景展望欠佳，令市場擔心內地經濟增長放緩速度，將快過原先估計，惟由數據看來，內地經濟基調較想像中為佳，有助紓緩經濟「硬著陸」的憂慮，同時也意味當局可預留更多政策空間，應對日後可能面臨的困境。

再者，存款準備金率下調、抑制新股熱、養老基金入市，以及企業大股東增持等憧憬，均成為推動股指上揚的催化劑，整個內地股市旋即被一舉利好包圍，似乎已將經濟增長放緩憂慮及內房調控等負面因素淡化的。而且確，GDP數據有助改善市場氣氛，配合其他憧憬因素，A股短線有望延續反彈勢頭，惟中線走勢能否轉好，現時仍言之尚早，暫只宜作短線投機。

內地股市現時的最大隱憂，乃經濟增長加快放緩。歐債危機雖暫為紓緩，近日市場對利淡消息亦未有明顯的反應，但歐債問題難

望於短期內解決，在解決的過程中，亦難以估計會否再出現市場預料之外的事態，而各國的緊縮政策，對經濟的影響，仍未盡展現，外貿形勢續具挑戰。

對內方面，國統局局長馬建堂表示，在物價調控上雖有積極的成效，惟物價仍存中長期壓力。內地通脹受控，年內政策重點亦料放在保持經濟增長之上，但歐美再出海量寬政策的機會未能排除。對內方面，國統局數字顯示，去年城鎮居民人均可支配收入，達21,810元人民幣(下同)，按年的名義及實際增長，分別達14.1%及8.4%。國民工資水平

持續上升，雖有助提振消費意欲，惟亦會增加通脹的潛在壓力。

此外，通脹風險的憂慮，也暗示當局或不會再如金融海嘯時，透過大規模刺激經濟政策，帶動經濟，意即銀根放寬力度將有限。預期國家將在穩健貨幣政策上，加大「微調」力度，並配合積極財政政策，作為宏觀經濟政策主軸。除非經濟出現急劇滑坡，否則不宜對貨幣政策全面轉向有過份的期望。

外貿形勢不明朗，對內在穩增長之餘，又要防範通脹再現，無疑對政策構成一定程度上的掣肘，內地經濟雖預期可避開「硬著陸」，但增長或無可避免繼續放緩，而股指現時也料反映有關因素。然而，外圍今年具有相當的不確定性，作為新興經濟體，內地股市的波動性勢有增無減，因此在投資策略上只宜短線而為。



中國去年第四季GDP按年增長8.9%，增速高於市場預期，加上中央領導人頻向股市「吹暖風」，都利好A股，也難怪股民笑顏再現。美聯社

希債危機未解 葡萄牙或步後塵

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

雖然標準上週五(13日)下調了歐元區多國的主權評級，而於周一(16日)更進一步將歐洲金融穩定基金的長期評級由AAA下調至A+，不過，並未對市場造成影響，歐美股市及歐元匯價不跌反升，美股升自去年7月以來的新高，歐元區多國的債息亦普遍向下，意大利10年期國債的孳息率由7厘以上回落至周三(18日)約6.4厘的水平。

雖然評級下調對大部分市場均未造成影響，但仔細地看，葡萄牙的國債孳息率卻在被標準將其主權評級下調至垃圾級別後，大幅上升，葡萄牙10年期國債孳息率由上週五的12.4厘大幅上升至週一的14.4厘，而於周三更升至歐元面世以來之新高14.5厘。

事實上，經過上週五後，目前國際三大評級機構標普、穆迪和惠譽，都已經將葡萄牙主權信用列為垃圾級別，在歐元區內，同樣獲得三個垃圾評級的國家只有希臘。

葡國債孳息率達14.5厘不易捱

或有投資者會提出，即使葡萄牙國債孳息率急升至14.5厘，但仍然遠低於希臘的33厘，可見葡萄牙的情況並不如希臘般壞，不過，市場普遍認為國債超過7厘已是一個不能持續的水平，因此，當時問過去但葡國

牙債息仍然維持於如此高的水平，其很有可能步希臘的後塵。

另一方面，更有不少投資者擔心，希臘與私人債權人的削價協議如果仍然難以達成一致，令其獲得由國際貨幣基金組織等提供的第二輪援助貸款的前置條件落空，使希臘恐怕償付不出3月20日到期的145億美元債務，導致違約，進而使注意力集中在葡萄牙身上，令歐債憂慮再次升溫。

雖然在周三希臘與私人債權人重啟談判後，希臘官員表示與私營債權人之間的債務減記協議有望於本週內達成，而一旦無法達成協議希臘更會考慮以立法形式迫使債權人接受損失，務求令其獲得由國際貨幣基金組織等提供的第二輪援助貸款，避過違約，但最壞是以立法形式迫使債權人接受損失，即非在債權人自願下進行債務減記，這其實亦與違約無異，因此，一天希臘與私人債權人未正式宣布達成協議，歐債危機的形勢仍然不容樂觀。

目前，歐元區已陷入一個評級被下調、經濟增長放緩、債務增加、進而使評級再被下調的惡性循環之中。歐元區的經濟增長今年很有機會大幅減慢，部分成員國甚至錄得衰退，政府收入可能會進一步減少，希臘即使能捱過3月20日這一關，將來仍然很有可能無法償還其他債務，甚至退出歐元區，而隨後市場的注意力便會集中到葡萄牙身上，而新一輪的循環又會再開始。

吸收流標經驗 調整推地策略

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

荃灣西站5區灣畔流標，令市場增添不明朗氣氛。塵埃落定，事後檢討，有些地方很值得港府決策者留意。

今次流標的灣畔項目，可建樓面223.52萬呎(包括商業43.65萬呎)，提供2,384伙單位，當中52%限建細單位，項目臨遠闊海景，又有港鐵概念，主打核心家庭的中小型單位，理應受到發展商熱烈競逐。但僅獲4份標書，來自長實、新地、信置，以及新世界、會德豐與南豐的合組財團。另一邊廂，同時招標的城畔項目，總樓面只約83.23萬呎，卻有8份標書，由華懋以約26億元奪得，平均每呎呎價3,123元。

港府肯定經過專業評估後，才作出上述決定。不接納灣畔的投標，估計該4份標書的出價，比海景會受遮擋的城畔的上述中標價還要低，同時低於港府估價評定的合理水平。其實3,123元是一個貼近市場事前估計下的平均價，加上建築費等發展成本後，估計售樓價約5,500至6,000元。

點心債市不再燙得難噍

路透社專欄撰稿人
洪熾

熱點透視

火熱的香港人民幣債券市場正在降溫。隨著持有人民幣資產的熱情減弱，目前點心債券收益率處在12個月高位。不過，這是健康發展。市場泡沫程度減輕，將吸引到更多優質國際投資者。如今投資者意識到人民幣可能升值也可能走貶，點心債市場將會發展成熟為跨國企業的另一可靠融資渠道。

過去六個月，點心債的表現遜於美元債券。由於投資者不再預計人民幣將強勁升值，人民幣資金池成長的速度減慢。中國石油天然氣集團公司三年期人民幣債券收益率為3.3%，高過該公司五年期美元債券2.3%的收益率。根據匯豐資料，點心債的平均收益率從4月低於2%的水平上漲到了4.3%。

供給過度問題或很快浮現

除一些中國的銀行，像卡特彼勒這樣的跨國巨頭企業也進入點心債市場，支應在中國擴張的資金需要。巴西政府表示，可能發行人民幣債券以幫助巴西企業在中國市場發債。再融資則會增加進一步壓力：現有點心債券中有三分之一將在2012年到期。而根據匯豐資料，2012年總發債量預計將達到2,850億元人民幣(450億美元)左右，比2011年高出約50%。

流標源於一籃子因素，包括市場前景不明朗、鐵路上蓋建築技術上有難度、「限呎限量」條款、港府同類土地供應增加等，但這些都只是部分原因，而不是癥結所在。筆者認為項目規模大，加上近期融資緊張，才是令到發展商倍加審慎的主因。

項目耗資龐大 發展商卻步

歐債危機揮之不去，內地民間借貸需求大，銀行信貸以及銀團貸款均緊張，發展商不約而同，對涉及龐大資金的投資項目，採取比平常更審慎態度，投標出價盡量保守以反映高風險係數，甚至放棄標。

其實這種情況早已有跡可尋，包括九肚、油街以至近期城畔項目，眾多例子證明上述保守態度。今次灣畔流標，說明事態發展至今，港府察覺不能容許以低於「合理」水平出售住宅用地。只是吸收了經驗，何以仍不調整政策，暫緩推出涉資規模龐大的地皮及項目，或在規劃條件可行的情況下，把大地皮分割成較細地塊出售。

港府作為最終土地供應者，應該因應市場變化，適度調節地政策，以維持房地產市場正常健康發展。

不過，市場正在走向成熟。像貝萊德等跨國資產管理機構現在也參與其中，而在最近幾宗點心債案子里，投資基金取代了中國銀行業者，成為最大投資人。根據一位熟悉情況的消息人士，國家開發銀行近期發行15年期點心債，買家包括了台灣的保險公司和歐洲的基金管理公司，顯示對持有長期人民幣債券感興趣的投資人比以前更廣泛。

人民幣可能結束升勢的預期心理，或許正是這個市場所需要的。這會驅散一些投機炒作。如果有更多投資者認為人民幣可能下行，應該也能促進互換市場的發展。跨國企業將可以藉此籌集人民幣資金，之後將轉換為其他貨幣，使人民幣債券成為一個切實可行的融資管道選擇。點心債市場降溫，並非失敗的跡象，而是市場即將紮根茁壯的先兆。



國開行發15億元點心債 增長15年，使離岸人民幣市場最長年限的點心債誕生。

牛市是否即將到來？

嘉信理財高級副總裁及首席投資策略師
Liz Ann Sonders

過去一年，各種危機接踵而來，打亂了投資者的陣腳。標準普爾500指數在過去10年僅上升約100點，令很多投資者對股市表現感到失望。我們深明箇中的沮喪，然而，我們仍堅信以長線而言股票仍是跑贏通脹之投資首選。歷史往績顯示，債市經過20年跑贏股市(自世紀九十年代初以來的情况正是如此)的階段以後，接下來10年一般都會出現逆轉，即股市會跑贏債市。

美經濟良好勢頭漸顯現

儘管市場中不乏反對聲音，惟我們仍樂觀地認為，美國將有能力再度推翻有關其經濟持續不景氣之預期。雖然仍面臨重大的挑戰，但美國經濟的良好勢頭已不斷加速。由於目前估值相對吸引、企業收益持續穩健、經濟數據改善，以及市場上瀰漫著憂慮的情緒，我們認為這些因素為股市持續上揚構築了穩固的基礎。過往，這些因素也曾帶動股市上升。

製造業繼續取得理想表現，美國供應管理協會(ISM)製造業指數由52.7上升至53.9(指數超過50顯示經濟擴張)，而新訂單指數則自56.7上升至57.6。在過去數年，美國供應管理協會製造業指數是能夠較有效地反映股市走向的指標之一。

服務業亦持續呈現增長趨勢，美國供應管理協會非製造業指數由上月之52.0上升至52.6。此外，兩項指數的就業情況均有所改善，其中製造業方面上升至2011年6月以來的最佳水平。去年製造業的就業增長率更達到14%高位。

我們對經濟前景感到樂觀，並認為就業市場將會持續好轉。美國首次申領失業救濟人數持續低於40萬人，該數據被視為就業市場擴張與

萎縮之間的分水嶺。同時，根據ADP(領先的人力資源、薪酬、稅務及福利管理解決方案提供商)提供的數據，私營機構的就業人數亦取得巨大進展，其調查顯示新增就業人數達32.5萬人，為該項調查自2001年1月啟動以來的最佳單月數據。相關政府就業報告則顯示非農業就業人數增加20萬人(私營機構增加21.2萬人)；而失業率則進一步下跌至8.5%，為2009年2月以來之最低水平。

零售銷售表現勝於預期，儘管年底促銷表現稍遜於假日銷售表現。汽車銷售亦持續改善，其更已取代住宅投資，成為推動美國國內生產總值增長的一大支柱。房屋庫存有所減少及利率維持於紀錄低位，令樓市縱使未有輕微的改善跡象，但至少已經趨向穩定。最後，作為推動經濟增長及就業市場最重要的小型企業界別，其表現亦呈復甦跡象。《華爾街日報》於2012年1月4日報道稱，11月份小型企業貸款額按年增加18%，儘管該數據仍處於極低水平，但已在某程度上顯示市場信心正在逐步回升。

作為打擊小型企業家信心的最大因素之一的美國國會自12月中旬開始休假，然而，隨著議員在未來兩周陸續返回工作崗位，為月底總統發表國情咨文做準備，這個難得的緩衝期亦快將結束。兩黨去年在所有方面均各不相讓，以致在為企業家提供穩定營商環境方面建樹不多。

儘管在很多情況下陷入政治僵局並無壞處，但卻令若干極待解決的重大問題懸而未決。其中最重要乃處理龐大債務問題的債務上限計劃，受此影響，美國政府信用評級在去年遭到下調。我們始終認為，實施削減開支、精簡稅制、檢討監管成本/成效以及刺激增長相結合的政策，是解決債務上限問題的最佳方法，而隨著11月份總統選舉臨近，我們對本年度取得重大突破並不抱太大期望。

新加坡GDP波幅較香港大

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
戴道華

擁有一定的製造業基礎既是新加坡與香港不同之處，也是其經濟起伏較大的主因之一。從GDP環比數字來看，自2004年首季至2011年第三季，撇除期間因受美國次按危機和金融海嘯衝擊而出現的經濟衰退不算，新加坡GDP環比錄得下跌，但只是單個季度，並不算陷入技術性衰退的情況發生了6次之多，幾乎每年便出現一次單季經濟環比短暫的收縮。

反觀香港，同期就只有在去年第2季發生過一次環比短暫收縮0.4%的情況。同比計算，雖然期間新加坡GDP每季的平均增幅為5.9%，略高於香港經濟同期5.2%的平均增幅，但其標準差卻為5.7%，顯著高於香港的4.1%。兩個不同口径的統計均顯示新加坡經濟的波幅明顯較香港經濟為大。製造業既是新加坡通常能較快擺脫經濟衰退的主因，也是其經濟周期起伏較大的主因。

按照新加坡自己的分類，其經濟組成當中製造業佔28%的比重，服務業佔比則為61%，其餘為房屋部分。反觀香港，其製造業只佔整體經濟約3%，其餘絕大部分為服務業。在這一經濟結構之下，雖然香港的長期平均增長率稍低於新加坡，但卻是雙邊的，即在受到同樣的外來衝擊而陷入衰退時，香港經濟收縮的程度會相對較輕；但在增長周期中經濟擴張的速度也稍低。這在自2004年起的一個完整的經濟周期中再次得到反映。此外，新加坡經濟因此對全球經濟周期的反應也略為領先於香港。

星經濟當中製造業佔比28%

歷史數據顯示當新加坡經濟出現短暫的單季收縮時，香港經濟往往能保持增長，但當新加坡經濟出現持續的環比收縮、即陷入真正的衰退時，香港經濟也

難以獨善其身，在2008年第2季自2009年首季便是如此。同比計算，在2008年新加坡早香港一個季度率先陷入衰退，後來的復甦新加坡也早香港一個季度，故可視作一個不錯的領先指標。

新加坡經濟在2011年末季環比以年率計收縮4.9%，但同比則仍然擴張3.6%，那麼關鍵便要看2012年首季。根據以往經驗，如果環比持續收縮，那麼同比計算新加坡經濟也將出現下跌。再推算下去，香港經濟也將在今年首季備受考驗。對新加坡而言，其經濟組成當中近三成的製造業涵蓋電子、醫藥、生化和石化等生產，對其需求波動十分大，加上新加坡首5大出口目的地分別為歐盟、中國內地、香港、美國和馬來西亞，不同於香港首5大出口目的地的中國內地、美國、日本、德國和台灣，不似香港一般有來自中國的更大支持，因此歐債危機對歐洲經濟的打擊會更為直接和顯著地反映在新加坡出口以致經濟增長之上。此其一。

其二，由於本身有製造業基礎，新加坡整體出口當中轉口佔比僅為45%，而包括石油製品和非石油製品在內的本地出口佔比則達到55%，與香港轉口比重高達98%、港產品出口只佔2%的情況不同。由於香港的轉口無論來源地還是目的地均以中國內地為主，而中國經濟相對於歐、美經濟有較高的增長率，在一定程度上驅動著亞洲區內貿易，故面對同樣的歐債危機影響，香港整體商品出口應該會較新加坡表現為佳。

事實上自2008年美國爆發次按危機和金融海嘯以來，香港整體商品出口的表現大部分時間均勝於新加坡，即跌幅相對較小、升幅相對較大，平均每個月增長差為2.9個百分點。據此，有理由相信香港商品出口乃至實體經濟未來即使下跌，也會稍勝於新加坡。(摘自中銀財經述評：《新加坡的經濟形勢以及對香港的啟示》，三之二)