

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

歐美再推量寬機會微

歐洲央行周三(29日)推出第二輪3年期「長期再融資操作」(LTRO)，再向歐元區銀行借出5,295億歐元的低息貸款，增加市場資金流動性。

樂觀地看，歐元區銀行業能夠以流動性較差的抵押品來交換3年期的貸款，將能夠為市場注入更多的流動性，並推動歐洲銀行動用部分資金，增購歐洲財國債，或向中小企業貸款以刺激經濟。

但悲觀地看，是次再融資操作的規模比去年12月的那一次，還要多出403億歐元，需求即表示歐元區銀行業之間的流動性緊張。

事實上，是次歐洲央行提供的三年期貸款息率低至1厘，借貸成本極低，可舒緩金融機構的周轉壓力，而即使金融機構的資金壓力不是太大，借貸後拿資金去投資息率高於1厘的債券或增加對外借貸，以賺取息差，對金融機構而言亦未嘗不可，因此，雖然歐央行的行動，對解決歐債危機的根本問題沒有太大幫助，但最少亦能穩定債市，增加市

場信心。

而經過兩輪的行動後，歐央行共已投放了超過一萬億歐元到市場，使歐央行資產負債表大幅增加，目前歐央行的資產負債表，已急劇膨脹至2.7萬億歐元的新高，較美國聯儲局的2.9萬億美元還要高，因此，預期歐央行再推第三輪長期再融資操作的機會不大。

一方面，歐央行未來再推俗稱「後門QE」的長期再融資操作可能性不大，另一方面，聯儲局主席伯南克於聽證會上，亦未有如從前的講話般，提及必要時推出新的經濟刺激措施，令市場對聯儲局推行QE3的預期降溫，消息更令對貨幣政策敏感的金價當日出現急跌的情況。

伯南克於國會就半年期的貨幣政策報告作證時指出，近期美國經濟正在持續復甦，美國經濟增速去年上半年僅微弱增長，而去年下半年的經濟增速已回升至約2.3%，目前美國製造業與經濟衰退時相比，更已經增長了15%。至於就業市場更錄得明顯改善，自去年年中以來，私營部門平均每月增加職位16.5萬個，今年1月份職位更增加了26萬個，使去年失業率的降幅優於預期。

美國經濟持續改善，若歐債危機不繼續惡化，未來幾個季度，美國經濟增速更可能接近或者高於去年下半年的水平，聯儲局用以刺激經濟而推行QE的理據將會被削弱，再加上，考慮到過去美國推出了兩次QE成效不彰，聯儲局推行QE3的機會十分微。

因此，以目前的趨勢，歐洲及美國短期內應不會推出更多寬鬆措施，投資者應避免對此再抱太大期望，以免過分樂觀，作出錯誤的投資決定。



歐洲央行剛推出第二輪3年期「長期再融資操作」(LTRO)，再向歐元區銀行借出5,295億歐元的低息貸款，增加市場資金流動性。美聯社

內地光伏企業存在隱憂

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國家工信部公佈《太陽能光伏產業「十二五」發展規劃》，當中提到要加快行業整合，提高行業集中度，具體發展目標方面，包括在2015年形成五萬噸級的多晶硅領先企業，以及萬噸級的骨幹企業，1年間銷售收入逾千億元人民幣(下同)，以及3-5年間銷售收入在500億元以上的光伏企業。

另外，亦包括3-4年間銷售收入超過10億元的光伏專用設備企業，又提到在2015年光伏組件的成本要降至每千瓦7,000元，在2020年進一步降至5,000元，光伏發電成本目標在2015年及2020年分別降至每千瓦時0.8元及0.6元。

就上述規劃而言，光伏企業將迎來重組，有利大型企業搶佔更多市佔率，而內地太陽能發電的佔總量比例仍有不少提升空間，中電聯公佈，2011年全國發電量，火電仍是主力，佔比82.5%，而在發電設備容量方面，併網太陽能只有214萬千瓦，相比總量的10.6億千瓦，比例甚低，發展潛力巨大，加上國家近年積極提倡節能環保，內地太陽能發展的中線前景可取。

不過，內地光伏業一直存在產能過剩及技術不足的情況，為企業盈利帶來不明朗，加上今年內地經濟料續放

緩，國家穩健貨幣政策也未有改變，企業貸款受限，亦不利於光伏產業的技術升級，以及行業整合。

外圍需求受壓 行業整合加快

此外，有報道指德國將於4月起將光伏補貼，下調兩至三成，由於德國佔全球光伏總裝量的比重不少，歐洲光伏行業協會數據顯示，去年全球光伏安裝量，按年增長七成，至27.7GW，累計總量則達67.4GW，其中德國佔去年全球光伏總裝量的27%，達7.5GW，緊次於意大利，其他國家如西班牙及英國，在光伏產業的補助上亦有所降低。

由於整個歐洲佔去光伏新增量市場75%的比重，可以預期全球光伏組件的需求，在年內將受明顯的影響，並直接拖累內地光伏企業的訂單，如多晶硅及電池片等產品的價格也大有機會受壓，加上歐債危機籠罩整個歐洲，勢必拖慢經濟復甦步伐，以及企業投資發展的意慾，內地光伏業挑戰重重，營運壓力不輕。

行業結構性問題、內地經濟環境及穩健貨幣政策，加上外圍政策等困擾，光伏產業年內所存在的憂慮不少，而行業發展潛力，以及獲國策支持，也只屬於中線利好因素，無助於扭轉光伏產業短期的利淡，但卻正好給予行業加快淘汰落後企業的機會，有利大型企業中長期展望，不妨小注作分段性吸納。

港城建「硬件」須急起直追

香港專業人士協會副主席及資深註冊專業測量師
陳東岳

參加研討會，主題為構建香港成一個世界城市(WORLD CITY)，講者指出香港擁有眾多優勢，包括自由體系、公平制度、法制健全、品質保證、安全、珠三角腹地支援、世界級金融中心及服務平台(包括人才及經驗)等，但欠缺的是城市建設的「硬件」，即是欠缺作為配合「國際都會」級數的前瞻規劃及建設規模，包括酒店、大型購物設施、消閒娛樂(如歌劇院)以至社會設施(包括醫院)等，講者認為趁現時「黃金五年」，應急起直追，否則面對鄰近地區(包括新加坡及內地城市)群雄並起，時機錯失之後，將來後悔莫及。

九七至今，外來「旅客」到港呈「質」及「量」的變化。先講「量」，隨着旅客不斷增加而過夜數目上升，人人皆知的是，酒店房間需求急劇上升，近年更以「J」形加速曲線飆升，形成酒店房間超貴，但服務水平下降的問題。至於「質」方面，近年到港的旅客到港已不再局限於觀光美食，購買高端名牌商品已成基本動作，舉出一些誇張的例子，某名牌手袋全球70%的銷售量在香港，面對歐美市場不景，名牌商品都到港設銷售點(可能是港店配合內地製造)，公司全球經營策略需為適應世界新潮流而改變，PRADA在港上市是一個很好的例證。

已成國際名牌商品交易平台

香港已成為國際名牌商品交易平台，有一項研究指出，韓國人到港買電子產品，竟然比在本國多，因為最潮的型號都在港推出。面對這股潮流轉變，對香港產生了「替代化」的影響，指的是遊客區內的商店，舊經營者被願意付高昂租金的名店所取

替，「廣東道成名店總匯」是一例，「時代廣場戲院」改名店是另一例。背後反映的是，旅遊區過於集中在尖沙咀及銅鑼灣區，對於原本舊租戶來說，唯有選擇搬到較二線位置，這又會「擠」出另一批原租戶，這種連鎖替代效應把整體店舖租金拉高，經營者一方面要提高經營效率，另一方面要調高商品售價，把增加的經營成本轉嫁於消費者，最後本地市民要承受較高消費物價，這亦是輸入通脹的一種。

檢討現有舊區規劃是否過時

筆者想指出的是，港府似乎未有應付上述情況，積極作出城市規劃上的針對性調整。市區內人口稠密地區新開發土地等於零，應該檢討現有舊區規劃是否過時。現時港島及油尖旺各「分區規劃大綱圖」，在這些地區的規劃意圖(PLANNING INTENTION)方面，加入應付新增購物潮及酒店房間需求的考慮，對一些區內繁盛地段，現時仍是「RA」規劃，可以考慮改劃為「C」，而個別地塊甚至考慮調升其地積比率上限，這樣可以提高這些地段重建為商業(包括舖舖及酒店)的誘因。

市區周邊地區如大角咀的舊工廠，亦應重劃及研究補地價上的寬減，令市區土地資源獲得充分利用。或許可考慮在西九文化區，額外規劃一些大型購物設施，當然附帶要考慮與舊尖沙咀購物區的連繫。另一方面，近年旅客到港亦會尋求專業服務，內地孕婦到港產子已成為社會課題，形成對本地公共醫療服務的壓力，其實內地人到港看專科醫生亦為數不少。港府自九十年代建八間醫院後，至今無再新建醫院，本港人口五十年代嬰兒潮一代漸老化，將來對醫療服務的需求勢必大幅上升，港府應馬上籌建足夠新醫院及配醫醫療人才培訓，以應付未來的需求。

希臘獲新一輪救助後仍存風險

施羅德投資環球宏觀主管(定息產品)
Bob Jolly

與兩三個月前的情況相比，歐元區已取得明顯進展。最重要的里程碑包括訂立統一的財政制度方案、歐洲央行透過長期再融資操作計劃為銀行提供支持，以及希臘最終達成債務重組協議。

今後，希臘雖然已解除燃眉之急，但政策執行方面仍面臨巨大風險。希臘的情況並非例外，因為大部分歐元區國家在執行議定的財政緊縮計劃方面均出現不同程度的問題。

大部分國家在這方面似乎已取得合理的進展。部分是由於更換了政治領導人：意大利將決策權力交給蒙蒂(Mario Monti)領導的技術官僚政府，西班牙則選出一位保守派人物領導政府。兩國均快速地宣佈多項改革措施，而且已經開始實施。然而，我們目前遇到一系列新的挑戰：如何優先實施促進經濟增長的政策，以抵銷財政緊縮政策的周期性效應對經濟增長的不利影響。就此而言，政治方面的考慮較為次要。

雖然在正常環境下，貨幣政策能夠抵銷財政緊縮政策的不利影響，但問題是目前的環境並不正常。銀行體系仍在掙扎求存，並積極嘗試以極快的速度降低資產負債表的槓桿水平。收緊借貸標準(與美國截然相反)及提高融資利率對經濟增長造成嚴重拖累。降低匯率以促進出口增長確實在一定程度上有抵銷作用，但歐洲未來仍面臨許多挑戰。

蘋果市值只是終極水平一半？

路透專欄撰人
Robert Cyran

蘋果公司的市值即將叩響5,000億美元大門。但對這家公司已經全球第一的公司而言，或許這只是邁向1萬億(兆)美元途程中的一站。看看一些令人驚嘆的數據，就可以解釋箇中緣由。

1,000億美元：截至12月末，蘋果賬上的現金和投資額已經接近這個數。對公司保留如此之多的流動性，投資者不以為然。

500億美元：這是蘋果截至9月財年可能錄得的獲利。華爾街預估獲利約為400億美元，這也已經較上財年增長54%。但蘋果素有超越預期的歷史。過去四個季度裡，蘋果獲利都較預期高出20%，上季淨利潤率更是高達令人望塵莫及的28%。在新款iPad和新款iPhone料分別於下周和今年稍後面市的情況下，如果這次獲利又超預期，也是在意料之中。

12.4倍：這是基於蘋果2012財年預估獲利計算的市盈率。標準普爾500指數約為13倍。但蘋果增長速度遠超平

均水平。2006年時蘋果規模更小，增長速度也不如現在，若將那時的市盈率用在今日的蘋果身上，其身價將輕鬆邁入萬億美元俱樂部。

13億：這是中國大致的人口數量，也是蘋果可能維持強勁成長，並輕鬆擺脫在中國用工的負面影響的原因之一。蘋果2009年底才開始在中國正式發售iPhone，銷售行情一直十分火爆，最近有消息稱，中國電信(0728)將開始出售iPhone 4，將給蘋果再添東風。巴克萊認為，今年蘋果在中國銷售額可能達到200億美元。擁有6.55億名用戶的全球最大運營商中國移動(0941)，正洽談出售蘋果下款智能手機的事宜。

0：這是蘋果的股息。人們對派息已經期待了太久。首席执行官庫克(Tim Cook)曾暗示這種情況可能很快就會改變。如果該公司將2012日曆年預估約500億美元現金流中的一半拿出來發給股東，其股息收益率可能接近5%。標普500指數股息收益率約為2%。按這一收益率重新評估蘋果，就會得出其5,000億美元市值可能剛到終極水平一半的另一個理由。



圖為法國中央銀行。彭博社

香港銀行業存貸嚴重不匹配

中國銀行(香港)發展規劃部經濟研究員
潘南

熱點透視

2011年本港銀行業存貸款增幅出現嚴重的不匹配現象，推高銀行業存貸比。預計今年香港銀行業存、貸款增幅錯配以及流動性的情況會略有改善，但整體流動性仍然偏緊，反映資金在銀行間的分佈不均，人民幣在銀行業資產負債管理上的重要程度日益明顯，以及香港銀行業經營越來越受到內地經濟金融環境的影響。

另外，流動性趨緊以及未來Basel III對流動性的監管要求趨嚴將對銀行經營產生各種影響，包括為NIM和貸款重定價帶來壓力，增加銀行資產負債管理的複雜性，影響各類市場利率，以及影響銀行的資產擺佈和分配等。

2011年本港銀行業存貸款增幅出現嚴重的不匹配現象，推高存貸比。貸款方面，內地從2010年開始的貨幣緊縮政策以及內地和香港之間的貸款利率差異等因素，推動香港銀行業整體貸款在2010年和2011年分別增長了28.6%和20.2%。另一方面，存款的增幅卻嚴重不匹配(2011年增幅僅為10.6%)，再加上去年上半年對人民幣的升值預期持續導致包括港幣和美元在內的外幣存款兌換為人民幣等因素，推高了去年全年的整體及港元存貸比。整體存貸比由2010年的60.3%攀升至66.9%，同期港元存貸比更是由78.1%升至84.5%的近三年來的高位。

銀行流動資產比率續降

另一個指標「銀行流動資產比率」也持續下降，最新公佈的去年第三季度的讀數為35.8%，較10年

初時下降了12個百分點，反映為應付較高的貸款增幅，銀行不得不調整資產分配，將流動性較高的工具(如債務證券及同業債權)轉為流動性較低的貸款。

預計今年香港銀行業存、貸款增幅錯配以及流動性面臨的壓力較去年會略微下降，但整體流動性仍然偏緊。主要是由於：

1. 經濟增長放緩及不明朗因素預計會拖慢存款增幅。香港經濟在剛剛踏入2011年時仍維持強勁增長，第一季度錄得3.1%的按季增幅(7.5%,YoY)。不過，隨後發生了日本大地震，特別是後來的歐債危機升溫和反覆，導致主要發達經濟體增長前景轉壞，並威脅全球金融穩定。根據香港金管局的研，歐美經濟體的增長率每下跌1個百分點，就會引致香港的經濟增長率下跌0.3個百分點，顯示香港作為小型經濟體，與全球環境有緊密的互動關係。根據歷史數據分析，香港的存款增幅與經濟增長和失業率分別存在超過五成的正相關和負相關的關係。

2012年，香港經濟增長預計會放緩，市場分析大部分預計全年實質GDP增長會從去年的5%下降至3%，失業率也會從3.2%(11年11月至12年1月)的低位有所回升；歐債危機仍為最大的不明朗因素，將拖累存款增幅。此外，在嚴峻的經濟環境下，全球投資者和銀行的避險情緒升溫，投資基金面臨加劇的拆倉贖回壓力，部分歐資銀行也需要調回資金彌補流動性和資本缺口。這些都可能導致跨境資金流向出現迅速及大規模的逆轉，影響香港的資金供應。

(摘自中銀財經述評/《香港銀行業流動性趨緊的啟示和影響》，四之一)