

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 經濟前景嚴峻 內地更須穩增長

剛公布的中國7月份貿易數據顯示，內地進出口增速顯著放緩，反映在歐債危機持續的情況下，內地經濟情況並未見改善，更有惡化跡象。內地7月份出口按年僅增長1%，遠遜預期的增長8%，反映在歐美經濟疲弱的情況下，外部需求減弱對中國出口的打擊。

至於同期進口按年增長僅4.7%，亦遠遜預期的7%，反映中國內部需求亦不見得理想，只是情況未有如出口般嚴重。雖然，出口佔中國經濟產出由2008年的約三分之一，減少至目前的約四分之一，出口放緩對中國經濟之影響會較從前小，但由於中國仍未有能力完全彌補海外需求放緩之影響，內需市場又出現放緩現象，因此，外部需求減弱對中國經濟仍造成一定的衝擊，亦導致中國第二季度經濟增長跌至7.6%。

以目前的情況來看，歐洲第三季經濟很大機會較第二季度為差，而歐洲作為中國主要貿易伙伴之一，當地經濟持續放緩，對商品需求亦持續減弱，可見中國第三季的出口數據並不樂觀，更有可能如今年一月般，出現負增長的情況。

外需以及內需均呈疲態，這將削弱內地製業之定價能力，更甚的是，由於過去幾年

內地生產商經歷大規模擴產，導致很多行業均出現產能過剩的情況，內地製業前景嚴峻。

內地經濟面臨硬著陸的風險，加上7月份通脹率回落至1.8%，為中央留下政策空間；事實上，中央今年上半年已開始推出多項促進投資的政策，包括加快年內基建項目上馬，以求力保經濟增長，使今年1至7月份中國固定資產投資按年增速達20.4%。

然而，這明顯與中國正要走的經濟改革之路；由投資主導經濟增長，轉為依靠內需，有所違背。但由於經濟轉型並非一步到位之事，為一個漸進式的過程，而這一轉型本應於中國更早啟動。不過，由於2008年金融海嘯時，環球央行紛紛「開動印鈔機」救市，不但打亂了步伐，亦帶來了高房價及地方債

等後遺症，拖慢經濟改革，導致目前內需動力仍未足以拉動經濟，但增加固定資產投資，推動經濟卻出現邊際效用遞減的尷尬局面。

此外，中國最高領導層换届在即，在這敏感時期前夕，中央未必會推出規模過大的措施，畢竟，這將會影響下屆領導之施政，構成潛在風險。但為了不使內地經濟增長大幅下滑，出現破壞性的結果，中央

暫時亦只能增加基建投資為首，擴大和鼓勵消費為次的政策方針，穩住經濟增長，並可能推出規模較小的措施，方向上亦會盡量引導至實體經濟身上，防止資金單向流入房地產市場造成泡沫。



剛公布的中國7月份貿易數據顯示，內地進出口增速顯著放緩，反映在歐債危機持續的情況下，經濟情況並未見改善，更有惡化跡象。資料圖片

## 低利率狀態可能逆轉

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶琪

美國、英國和德國十年期債息均低至歷史水平，日本甚至更低於0.8%。現時債券價格是否反映投資者對超低通脹，還是對超高投資風險的預期？短期內可能是後者，利率還可以進一步下降。但在未來十年，如此低的通脹預期顯然不切實際。三大因素則影響目前的投資收益率。

首先是「全球儲蓄過剩」。以儲蓄為主的投資者在多個地區佔據了主導地位；分別有德國、日本和中國。人口老化的趨勢加強了人們對儲蓄應對退休的意識。在中國，政府持有安全債券作為穩定匯率的副產品。沙特和阿聯酋等石油出口國也試圖在繁榮時期儲備財富。

其次，各國央行為應對金融危機均將極短期政策利率降至近歷史新低，而且美聯儲還不斷發出延遲加息的信號。在03年，格老主持的聯儲局會議被批評在過長時間內將短期利率維持在過低水平，是造成房貸風暴的元兇。隨著投資者最終開始意識到寬鬆貨幣政策，當需求增加時將帶來的通脹後果，長期利率便會上升。但這一幕現時並沒有發生，因為央行反覆強調穩定長期利率的重要性。這足以讓市場認為所有刺激手段都會在通脹來臨前及時退出。

第三個因素是投資市場的恐慌。投資者越來越擔心全球金融市場崩盤：包括歐元區解體、美國財政懸崖、中國經濟增

長減速等。恐慌令儲蓄者願意為他們認為最可靠的債券而付出更高的溢價，例如美國、德國和日本國債溢價一漲再漲。同樣的恐慌亦抑壓了商業投資：儘管處於超低利率時代，商業投資仍然停滯不前。

這三大因素結合在一起，就形成了「超低利率風暴」。雖然這場風暴會維持多久難以預測，但整個過程如何逆轉卻可以想像。

導致全球儲蓄過剩的力量很快就會在相反的方向上起作用。比如日本老年人開始動用生命儲備，儲蓄將顯著下降。長期以來，日本對儲蓄的偏好導致了巨額貿易和經常項目盈餘，但現在這些盈餘已開始向反方向波動。德國也將進入類似的階段。

與此同時，新能源開採技術將與全球增長放緩一起對石油價格形成重大影響，從巴西到沙特等商品出口國的順差將因此大幅減少。其次，已發展國家的央行將考慮製造更高的通脹預期，迫使投資者轉向實體資產以加速去槓桿化及下調實際工資。

最終，籠罩在歐洲上空的烏雲便會退去，儘管筆者承認短期內將不會發生。事實上，事情在變好之前可能還要走一段下坡路，不難想像，歐元區將迎來深遠的重組。經驗所得，日本利率在相當長的時間內一直維持着超低水平，有時候利率看似除了上升已無處可去，但卻仍然下降。如今的低利率狀態並不是完全穩定的，或將轉瞬間逆轉。

## 經濟指標低迷 貨幣政策料有限寬鬆

時富金融策略師  
黎智凱

歐債問題未有太大改善，內地經濟數字反映經濟正在調整，憧憬央行進一步量化寬鬆的預期正在升溫。事實上，內銀新增貸款增長乏力，加上CPI增速回落，PPI連續五個月負增長，市場對人行降息降準的呼聲再起。投資者對全球央行採取進一步行動提振經濟充滿着期待，期盼央行放水。

上週內地7月份部分經濟數據已陸續公佈，多項數據遠遜於市場預期，包括CPI、PPI、工業增加值、出口、新增貸款等多項數據更是創下近期新低。CPI以1.8%的月度同比增速創下2010年2月以來的30個月新低。在筆者看來，CPI的進一步回落為政府進一步放鬆貨幣政策預留了操作空間。

人行發佈的數據顯示，7月人民幣新增貸款為5,401億元，增量創出10個月來新高，低於市場的普遍預期。7月人民幣存款減少5,006億元，同比減少1,695億元。其中，住戶存款減少5,340億元，非金融企業存款減少3,969億元，財政性存款增加4,274億元。

在筆者看來，一系列的經濟數據顯示出當前信貸需求仍不足，所以經濟增速還將在一段時間內處於底部徘徊。鑒於

目前經濟處於通縮邊緣且外需在短期內難以顯著改善，不排除政府可能出台新的刺激性措施來提振經濟。

歐洲央行及美聯儲均將於下月召開會議，投資者寄望歐洲央行將會買進歐洲債務問題的債券，以緩解債務危機。在國內，由於種種政策法規的限制，08年底和09年初的大規模刺激政策不太可能重現，而且即使是像2010年下半年的較大的放鬆政策也未必會出現。

筆者認為，為降低企業融資成本，有再次降息的必要。但是為了避免銀行利差過度收窄從而影響到銀行的平穩運行，大幅度降息是不可能的。另外，也可以降低存款準備金，目前內地的存準備金高達20%。但是降準的意義也不是太大，主要目的也就是緩解一些市場擔憂，因為目前真正的問題並不是流動性。所以相信不論是存款準備金還是息口，均有下調的空間。

雖然下半年存在小幅降息和降準的可能，但筆者相信明年通脹風險仍然大於通縮風險，一旦物價進入新一輪上行周期，房價反彈以及存貨市場實際利率下降的大環境下，再次進行大幅度政策寬鬆並沒有迫切性。加上中央正在全力穩增長，以及有政府換屆的效應，似乎內地未來更需留意日後因投資過熱而產生的物價上漲。

## 綜合分析權證數據提高勝算

中銀國際證券股票衍生品部執行董事  
雷裕武

港股上周在外圍市況靠穩下成功開關，在20,000點以上整固，但成交持續在低位徘徊。本周公佈業績的藍籌包括騰訊(0700)和中移動(0941)，緊隨其後有中資金融股，或會提供一些短線買賣的投資機會，投資者也可運用權證作適切的槓桿部署。

隨着資訊透明度提高，目前權證投資者要在市場上找到相關數據，也非常簡便。這些數據固然可以獨立來看，如過往數周提及的成交量、流通量和街貨量等定義和用途，惟部分數據原來有一定關連性，若能作綜合分析，將可洞悉更多市場脈搏，有助提高勝算。

(一)成交量與街貨量比例。上周提及，街貨量泛指公眾持貨金額，能反映一些較中線的投資取向。至於成交量則有機會包括一些中線甚至短線資金，後者可短至即日買賣。因此，若成交金額巨大，但街貨額偏少，顯示市場傾向作短線買賣。當然，此類股證可能有其獨特之處，如發行人積極開價，提供較窄的買賣差價、行使價較為貼市等，故此吸引一羣作短線買賣的投資者。

故此，若將個別權證的成交量/街貨量計算相關比率，並將不同時段的數據作比較，便可粗略掌握市場在個別時段是傾向作短線抑或中、長線買賣，同時也可了解市場投資取向的趨勢。當比率越高，反映市場越傾向作短線買賣。

例子：假設認購證A的街貨金額為400萬元，而成交額為1,600萬元，即街貨額與成交比率為4倍。而對上周相同數字分別為400萬元及2,000萬元，即比率為5倍。由此可見，兩周的街貨額相同，但成交額則以上周較多，有關比率亦從上周的5倍，下降至本周的4倍，若將兩周數據作比較，可反映上周市場較傾向作短線買賣。

當我們分析成交與街貨額比率時，不單可以宏觀地以相同

股票相關的認股權證在兩個或以上時段作比較，亦可以微觀地以指數證或個股權證各自在不同時段作比較，從而分析出市場投資趨勢，以至不同時段的轉變。

(二)街貨量與資金流向。資金流向一般指資金淨流入認購證或認沽證的情況，目前市場上的資金流向數據可在各大發行人的網頁找到，一般以每日計算，將流入與流出資金的差額計算出每日淨流入/出金額數據。不過，資金流向可以是一個中期趨勢，亦可很短線地呈一日淨流入、一日淨流出。因此，單憑看資金流向，未必能全面掌握市場的看法。

### 參考公眾持貨確認市場取向

然而，若配合街貨量這公眾持貨數據，將能進一步確認市場取向。倘若當某相關資產的認購證持續數個交易日錄得資金淨流入，同一期間其街貨量同步上升，便顯示看好資金願意持貨作中線部署。相反，如資金不斷淨流入個別股份的認沽證，加上街貨量持續上揚，將顯示市場中線較為看淡相關資產，並作出造淡的部署。

當然，資金流向與股價表現也有密切關係，以明日公佈中期業績的騰訊控股(0700)為例，上周四日股價一直在高位徘徊，令其認購證持續錄得資金淨流出，但周五股價突然急挫，帶動單日超過1,300萬元淨流入，差不多完全抵銷前四日的淨流出數額。

(三)成交量與流通量。一些成交量和街貨量俱低的股證是否不值一看呢？我們並不能妄下定論，事實上，目前市場近5,000隻不同權證條款，成交不高的也為數不少，當中可能隱藏着未經開發的寶藏。

資深的投資者可多加留意，並透過比較個別權證的數據，再配合不同發行人的報價往績作綜合分析。簡單來說，只要發行人能持續為權證提供足夠而合理的流通量，包括較窄的買賣差價，及迅速對正股的價格轉變作出反應等，加上整體數據合理，投資者便可根據個人承擔風險的能力以作考慮。

## 粵房地產回顧與展望

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師  
張宏業

中央銀行於6月初宣布30個月來首次降息，下調人民幣存貸款基準利率0.25個百分點；這反映出經濟形勢有重大逆轉，政府應對是通縮大於通脹情形。再看5至7月份的CPI是由3.0%順序下調到1.7%，物價上升的勢頭是壓住了；反映工業生產溫度的產品價格指數PPI連續三個月收縮，由5月的負1.4%，6月的負2.1%至7月的負2.5%(預測)，連續3個月負數並持續向下。

在中央召開十八大之前，經濟數據證明國家經濟形勢走弱，陷入「通縮」的可能性增大，如何振興經濟成為新任中央政府官員的主要經濟課題。自鄧小平南巡後，廣東省的經濟走在全國前列，也是全國第三產業領先的經濟省份。經過三十年的持續發展後，今天的廣東省房地產業情形如何，筆者以本文作總體回顧和展望。

現在珠三角的城市化率已超過80%，位於全國前列。珠江三角洲幾個主要城市人均GDP已突破或逼近15,000美元，依順序排列是深圳(17,600)；廣州(15,400)；佛山(14,500)；珠海(14,300)；中山(12,000)及東莞(9,100)。

根據世界銀行組織研究，當人均GDP到10,000美元時，住宅地產會逐步收縮並過渡到商業服務地產，當人均GDP到15,000美元時，地產業會昂然進入CBD商業地產黃金期，當人均GDP到25,000美元時，房地產金融業已步入成熟期，地產成為大眾的投資工具，而港澳地區正處於這個階段。回顧珠三角一眾城市中，深廣佛珠四大城市已逐漸步向商業地產黃金周期，令她們的商業地產回報率超越住宅地產，引導開發商順勢轉向這個領域投資。

在過去20年廣東省經濟持續向上，這令土地和商品房價格趨升，但早前的經濟過熱催生全國性的宏觀調控措施迫使成交量持續收縮。廣東省自2005年起7年內平均地價已上升超過3倍，但從2010起土地成交單價開始回落，由2010年的2,308元回吐至2011年的2,094元，而2012年下調情形持續。再者，一手住宅成交量呈現一致性的大幅收縮，如廣州市由2009年起的三年數據是2009年(978萬平方米)，2010年(657

萬平方米)及2011年(557萬平方米)；珠海市商品房銷售面積的三年數據是2009年(271萬平方米)，2010年(233萬平方米)和2011年(209萬平方米)。

### 商品房升幅放緩 商業地產抬頭

步入2012年，各地區的剛需拉動成交量回升，但已「無復當年勇」了。考究其背後原因，除了房地產宏觀調控政策影響外，另外主要原因是廣東省經濟增速放緩和產業轉型。2012年粵的增長目標維持在8.5%，高於全國平均7.5%，當中深廣佛珠均更高見10%上。既然廣東省已基本上完成城市化，省政府唯有走上壯大實體經濟的路上，重點扶持先進製造業、現代服務業、戰略新興產業和着力開拓文化產業領域，這些高產值的行業有助持續拉高人均GDP數字。相對於升幅日漸放緩的商品住宅房，商業地產的升勢仍然持續，如2011年廣州市的辦公室和商廈均價已突破21,500/平方米及24,000/平方米，並且有持續升溫情形，這與城市品牌效應和第三產業高速發展有莫大關連。

另外兩個重要發展趨勢是物業發展進入綜合體類型化和沿着城軌交通化。今天的新型開發項目多採用綜合體類型，即包含酒店、商業、辦公、其他功能(公寓、展覽、會所、文娛設施)於一個群組中，而且她們每個單元收取租金都比同區同類的高出起碼2成以上。大家不難發覺城軌系統正改變整個中國面貌和老百姓的生活方式，城際輕軌沿線地帶成為新一輪物業開發的亮點，同樣地它們的售價和租金也高於非沿線的物業發展！

受惠於先行的經濟成果，廣東省發展商走在全國前列，大型的已成功上市集資並發展到中型資產值的模式。但也因為廣東省地區已基本完成城市化，未來發展空間已被限制。面對大環境改變，廣東開發商應該走上非住宅化、綜合體開發模式化，輕軌沿線開發化、城鄉開發化、二三線城市集中化、海外投資化等多功能方向邁進。今天開發成本和規模日趨巨大，開發商唯有拓展多渠道融資，如分拆非住宅體上，引入私募基金、公私型合作開發等等。哪個能先走上多元化道路上，將是未來的勝利者！

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

## Libor朝混和型方向改革正確

路透社專欄撰稿人  
George Hay

熱點透視

Martin Wheatley的方向是對的。這位金融市場行為監管局(Financial Conduct Authority,FCA)的委任執行長公布了如何改革倫敦銀行間拆放款利率(Libor)的討論文件。Wheatley在這諮詢過程初期並未試着給出明確的答案，但他所問的問題都是切中關鍵的。

Wheatley需要解決的中心問題是，是否要以銀行間實際的拆款利率來計算Libor，還是用銀行早報的假設利率來計算。表面上看來，使用實際利率可以避免因私利而操弄利率，但如Wheatley所指，這麼做會帶來其他風險。

使用實際的交易數據要行得通，需要夠多的拆款活動才能產生有代表性的數據。根據Oliver Wyman的研究，2011年時，Libor報價的15個天期中，有8個天期被歸類為「低活動量」。在危機當中，可能會沒有可靠的數據。這也是為什麼Wheatley所提議的混和型系統，聽起來是可行的做法。當交易量強勁時，可以使用實際交易數據，當交易量不多時，可

以另作調整。混和型制度，再加上更有效的監督，比起採用其他指標利率會是更好的做法。部分其他指標也面臨流動性的問題。

然而，儘管整體走向看來是正確的，執行的細節仍至關重要。

Wheatley提議設立集中核查所有交易數據的單位，但也指出，設立這樣的單位相當複雜且成本高昂。他提議Libor採用的利率天期可以從目前的15檔縮減，同時也提出了是否需要公布每家銀行所提交利率的問題。當前制度的瑕疵之一就是銀行可以在危機期間提報較低的利率，讓自身狀況看起來較無問題。

Wheatley在另一個改革重點——管理——上比較沒有那麼模稜兩可。他認為目前由民間部門和英國銀行業協會執行的監督制度，既不獨立也不扎實，更不透明。這使得監管單位會參與更多的監督工作。

Wheatley給諮詢過程設下很短的時間表也是正確的做法。在他9月回報結果前，需要就目前各種討論的構想得出具體的細節。不過他已經打下了很好的基礎。