

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

港股短線調整 中線吸引力未減

內地官方9月份製造業PMI重上50的盛衰分界線，而美國上月就業數據理想，刺激港股甫踏入11月便連續兩日急升，突破22,000點關口；然而，面對美國總統大選及中共十八大會議等重大政治事件，投資者取態觀望，高追的意慾不大，使港股接連幾日反覆回軟。

周三（11月7日）港股時段，美國總統選舉點票進行，早段羅姆尼領先，而恒指則反覆下滑；但點票至中午時間，奧巴馬反超前並勝出大選，則使恒指於午後急升，並以全日高位收市。市場普遍認為，奧巴馬連任有助聯儲局人事及政策方針連貫性，對華方針亦相信不會出現重大變化，有助減少不明朗因素。

但及至美國開市，美股卻急瀉而下，道指重挫逾300點，跌至三個月新低，市場擔心，奧巴馬未必能成功說服眾議院多數黨的共和黨，解決「財政懸崖」的問題，進而使稅收增加和支出削減計劃於明年年初自動啟動，對美國正緩慢復甦的經濟帶來沉重打擊。

美股下挫，港股於周四（11月8日）亦大幅低開，而

尾市跌勢加劇，成交更衝上726億元的一個半月新高，顯示調整壓力較大。然而，值得注意的是，自10月份至今，歐洲、美國及香港三地股市，走勢正越來越見分歧；其中，美股從高位回落，美股三大指數累計跌幅達3%-5%不等，而歐洲股市則於高位橫行，至今累升約1%，至於香港股市，卻是一支獨秀，恒指自10月份至今升逾6%，國指更是大升近一成之多，遠遠跑贏環球股市的表現。

這種情況，似乎顯示資金正在環球股市進行重新部署。事實上，從長線走勢看，美股於上月已升近金融海嘯前的歷史高位，相對於美國經濟初現復甦，兩者並不相配，資金抽離美股轉投其他估值更吸引的市場，亦屬合理。

相對而言，恒指目前歷史市盈率11倍，而國指市盈率只8.9倍，分別較五年平均折讓了17%和34%之多，加上近期中國經濟數據反彈，使港股吸引力頓增，吸引環球資金流入，走勢持續強於歐美，亦並非奇怪了。

儘管如此，但資金既然抱着買便宜貨的目標，亦不會急於高價追漲；事實上，面對美國大選、中國十八大等政治事件，市場容易受消息衝擊，而美國總統大選後美股急挫，便正好成為港股調整的機會。

從技術上看，港股自9月初一路攀升過來，幾乎不曾有明顯的調整，同時指數亦大幅拋離50天、100天及250天線，近距離內欠缺強力的技術支持位；但假如市場氣氛保持良好，料恒指不會大幅回落，則按9月低位至本月初高位升幅計的23.6%及38.2%黃金比例調整目標（分別為21,424點及20,975點），或已足以讓大市喘定，可作為入市的參考。



分析認為，恒指目前歷史市盈率11倍，而國指市盈率只8.9倍，分別較五年平均折讓了17%和34%之多，使港股吸引力頓增。資料圖片

美大選結束 真正麻煩才開始

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

美國選舉過後，投資者將注意力集中在美國的財政懸崖問題上。穆迪評級機構在周三稱，奧巴馬的連任消除了市場不確定因素，但美國目前的主要問題仍然是即將到來的財政懸崖危機。財政懸崖是指今年年底、明年年初因新的開支計劃及小布什時代一系列減稅政策到期可能導致的巨大財政缺口。這可能導致增稅和節省開支同時出現；也可能導致美國政府債務再次超限。

政治僵局及黨派惡鬥未變

事實上，美國將會用何種態度來對待這一問題，確是美國選舉過後的下一個焦點問題。奧巴馬連任，民主黨贏得國會參議院大多數議席，共和黨仍獲得眾議院大多數議席，意味過去兩年的政治僵局及黨派惡鬥局面未變，兩黨將不可避免地會圍繞財政懸崖問題進行爭執，財政懸崖問題可能再次將市場推到巨大的不確定性面前。

根據兩黨去年達成的協定，如果國會未達成超級委員會定下的赤字削減目標，美國將在2013年啟動自動削減赤字機制，即在十年內削減國防等安全開支和國內其他項目開支共約1.2萬億美元。

去年美國兩黨在最後關頭就關鍵問題達成一致，但是目前來看，民主黨人希望提高那些年收入在25萬美元以上的人群的稅收，但是共和黨人卻希望能夠全面延長當前的稅收優惠政策。這一兩個階層的利益分割涇渭分明，克服分歧並非易事。

從美國的失業率來看，目前的水平處於上世紀50年代以來的最低點，所以，從這個角度來看，美國的就業市場復甦有很長的路

要走。2013年財政緊縮顯然會對美國正在復甦中的經濟產生大影響。按美國國會預算辦公室之前的估算，如果所有稅收優惠如期結束，財政削減預算如期執行，將會使美國經濟增速下降4%，可見財政懸崖對美國經濟的拖累是美國難以承受的。

兩黨短期內達成妥協的可能性很低。實質性討論恐怕得等到明年總統和國會正式就任之後，是否通過加稅來緩和預算赤字的問題和醫改問題才真正被搬上台面。

美國財政懸崖問題不可避免影響環球經濟。在最近的G20財長會上，各國就公開敦促美國儘快採取措施避開財政懸崖，以免拖累其他經濟體。國際貨幣基金組織總裁拉加德也多次警告，不要因此問題而拖累到全球經濟復甦。評級機構惠譽也指出，如果美國不能解決財政懸崖、債務上限問題，有可能在2013年下調美國評級。但是，將自己的經濟利益寄希望於另外一個國家基於其國內經濟利益所做出的決策，絕對不是聰明的做法。

臨時預算草案為緩兵之計

投資者最關心的是，在問題獲得解決前，金融市場會作何反映。美國大選之後的首個交易日美股道指即暴跌2.36%，可見市場對財政懸崖博弈的複雜性也已提前作出反應。但是，對於債務上限的討論可能是在明年的2月到3月份進行，離現在還有一段時期。美國參議院9月22日通過了具有權宜之計性質的2013財年預算草案，美國聯邦政府將因此獲得6個月的運作資金，進而能夠維持到2013年3月27日。

臨時預算草案雖然不是破解財政懸崖的最終方案，但是它卻是解決財政懸崖威脅的一個緩兵之計。而且，美聯儲已經提前採取開放式的QE來應對可能出現的意外。因此，財政懸崖問題對金融市場的影響是否如周三市場反應的那麼悲觀仍有待觀察。

10月PMI數據顯示反彈持續性偏弱

比富達證券分析員
王斬

之前，匯豐公佈10月份Markit/匯豐採購經理人指數PMI終值為49.5%，高於其初值的49.1%，較9月份的47.9%有明顯回升，表現出民營企業的經營活力有較為明顯的回暖。而11月1日，由國家統計局與中國物流與採購聯合會(CFLP)共同編制的官方製造業採購經理人指數(PMI)顯示，10月份PMI為50.2%，較9月份的49.8%上升了0.4個百分點，高於50%的好淡分水嶺。這一數值與彭博市場平均預測一致，是經濟動能改善的信號，顯示出中國經濟重新回到了擴張區間。不過，根據標準方法進行季調後，10月份的PMI應為49.9%，因此對於本輪回升應保持審慎的態度。

從成分指數來看，新出口訂單成分指數從9月份的48.8%升至49.3%，回升較為明顯，顯示外需的改善對中國經濟的增長起到帶動作用。但對比新訂單成分指數從9月份的49.8%升至50.4%，顯示出新出口訂單對整體的貢獻率仍較弱，反映出目前企穩回升的主要因素還是在內地。

考慮到全球主要經濟體仍然面臨經濟下滑風險，外需的走勢仍然面臨較大的不確定性，筆者認為中國經濟的回升近期仍需依賴內需的正向變化。而新訂單首次高於分水嶺，達到50.4%，顯示之前的「穩增長」政策發揮了作用，大規模的基建投資對製

造業需求的改善是顯著的。

企業庫存需求仍然較弱

而從庫存指標來看，原材料庫存上升0.3個百分點至47.3%，產成品庫存上升0.2個百分點至48.1%，表明企業去庫存力度有所減弱，說明企業投資和生產信心增強。但考慮到原材料庫存指數連續18個月、產成品庫存指數則連續4個月處於收縮區間，且在PMI整體中仍屬於下拉成分，表明企業庫存需求仍然較弱，儘管不排除部分廠商存在「補庫存」的行為，但整體而言，中國製造業目前仍處在「去庫存」區間，其對經濟的影響仍將延續。

另外，從業人員成分指數從9月份的48.9%升至49.2%，雖仍未突破分水嶺，但其持續的改善說明經濟的回升已經對就業起到了一定的拉動作用。

值得關注的是，在本輪PMI回升之中，購進價格的貢獻率很高，購進價格成分指數從9月份的51.0%升至54.3%。再次季調後，購進價格指數則從9月份的50.4%升至55.6%，是全部成分指數中最為突出的漲漲成分。由於購進價格的強勢上漲與新訂單改善的幅度有明顯差異，筆者認為此輪反彈會受到購進價格過快上漲的壓制，說明回升力度偏弱，且持續性不強。另外，鑒於本次回升中有較多刺激政策的貢獻因素，其政策效果的持續性也需要審慎地考量。

從「阿羅不可能定理」看社會矛盾(一)

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘 吳祖堯

相信不少人有感現在香港的社會矛盾日益嚴重，除了最低工資及標準工時外，特惠生果金及全民退休保障亦是社會爭論不斷的話題。不論傾向何種政策，總會引起不少反對聲音，令政府可能有無所適從的感覺。

撇開政治因素，此現象其實可用1972年度諾貝爾經濟學獎得主肯尼士·約瑟夫·阿羅(Kenneth Joseph Arrow)的「阿羅不可能定理」(Arrow's Impossibility Theorem)解釋。我們只需使用簡單的邏輯便可理解箇中道理。

假設社會上只有甲、乙、丙三位投票者，面對着A、B、C三種政策方案建議，他們根據各自的喜愛程度對三種政策方案建議排序。例如A>B>C，則表示這個人最喜歡A，其次是B，最後是C。排序結果見表。

投票者	對政策方案建議的偏好排序
甲	A>B>C
乙	B>C>A
丙	C>A>B

如果以少數服從多數的民主投票方式，我們可以根據三位投票者的偏好得出以下結論：首先，在A和B之間的選擇中，甲和丙會選擇A（因A>B，見表），只有乙選擇B；由於少數服從多數，最終得出A>B的結論。其次，在B和C之間的選擇中，甲和乙會選擇B，只有丙選擇C，最終得出B>C的

結論。最後，在A和C之間的選擇中，乙和丙會選擇C，只有甲選擇A，最終得出C>A的結論。

綜合以上三組結論，這個（三人）社會對A、B、C三種政策方案建議的偏好是：A>B，B>C，C>A。即社會認為方案建議A勝於B，方案建議B勝於C，方案建議C勝於A。我們不難看出當中出現矛盾之處：社會認為方案建議A勝於C（因A>B，而B>C，故A>C），但同時認為A不如C（因C>A）。這是由十八世紀法國思想家孔多塞·康得爾塞(Marquis de Condorcet)提出的「投票悖論」(paradox of voting)；而「阿羅不可能定理」則利用數學對此作出論證。

面對民主樽頸不可自亂陣腳

由此可見，即使在只有三個人的社會，每個社會成員對三種政策的偏好有所不同時，少數服從多數的民主投票方式不可能得到令所有人都滿意的結果。現實中，社會的人數何止三個？在一些政策的爭論中，亦可看出有不少備選的方案，例如究竟社會需要特惠生果金、全民退休保障、還是優化強積金制度呢？好像推行哪種政策都會引起不少反對聲音。

值得注意的是在「投票悖論」中，三位投票者的偏好是公開的。這意味着即使有充分諮詢，亦難以得到一個令所有人都滿意的結果。「投票悖論」是民主發展的樽頸，大家一同以理性的角度分析，不要因意見不合而自亂陣腳。雖然「阿羅不可能定理」或「投票悖論」並非不可破解，但似乎只能在數學上得到解決，筆者會於下篇文章再作探討。

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。

光伏行業前景仍然審慎

康宏証券及資產管理董事
黃敏碩

近日有指內地多個部門將出扶持光伏產業的措施，啟動總值達700億元人民幣(下同)的工程，另亦有指國家能源局有意提出分布式光伏發電示範區實施辦法，以及其補貼標準，對銷售電價作出補貼，刺激一眾積弱已久的光伏相關股份上揚。

雖然內地一直支持新能源產業發展，惟由於早年行業過分擴張，適逢環球經濟近年接連遭受滑波，先是金融海嘯，再是歐債危機，令光伏行業產能利用率大為下降，並形成產能過剩的結構性問題，而由於行業內的競爭激烈，企業為求訂單，令產品價格及企業盈利能力進一步受壓。

關注行業整合進程 短線較宜

再者，由於內地光伏產業主要以出口為主，有指海外市場佔比超過9成，而歐洲佔了內地光伏產業6成的比例，歐債危機肆虐，主要光伏使用國德國削減光伏補貼，大大打擊一眾依賴出口的一眾內地光伏企業。再者，歐盟就內地光伏企業的反補貼反傾銷的調查亦是另一不明朗因素，倘控訴成立，內地光伏產品的進口關

稅將大為提高，削弱產品競爭力，同時增加企業成本，對於不景氣的光伏產業而言，勢必構成更大的不利。

內地當局希望透過補貼支持光伏產業發展，冀以此達到「出口轉內需」的效果，惟內地發電結構的改變，以及電網連接及配電等配套的完善化亦需時，短期內難以大幅增加光伏發電的比例，單靠個別政策，難對光伏產業產生起死回生的作用。內地光伏產業現時面對的主要問題，在於行業業者過多，產能過剩，降低產品的議價能力，當局有需要加快業內汰弱留強的步伐，提升行業集中度，優化行業結構，這對於行業長遠發展，相信會更為有利。

然而，受累於外國光伏補貼的減少，而內地需求又未能予以過分期望，即使光伏產業相關股份近日展現升浪，其前景依然相對審慎，現階段只宜趁政策作短線投放，而內地光伏行業會否呈現轉機，除了受制於環球經濟，以及對光伏產業的投放外，亦要留意行業整合進程。

反觀其他新能源，如核電及風電，其前景相對光伏產業較佳。國家電監會數字顯示，首9個月風電及核電累計上網電量，分別按年增長31.8%及10.7%，6,000千瓦及以上電廠的風電及核電發電裝機容量，亦分別錄得37.2%及5.6%的按年增長，其中當局恢復核電建設，核電設備股的訂單有望重拾動力，值得留意。

居屋政策不宜出爾反爾

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

港府推出的5,000個白表免補地價，購買二手居屋計劃，被質疑推高樓價，立法會房屋事務委員會通過無約束力動議要求擱置。港府表明無意這樣做，指推高樓價的講法不成立，是市場供不應求令樓價攀升。

筆者的看法是，無疑當宣布計劃後，二手居屋及市區中小型單位樓價的確彈升，雖然無具體數據證明是新政策所引起，但宏觀的背景真是樓市供求失衡。無論怎樣，這項政策旨在幫首置人士上車，消息傳出後，真的為有機會受惠的白表家庭帶來新希望，港府在現階段不宜出爾反爾，反為在具體推行細節上調整一下，或許能釋除各方疑慮。

政府多管齊下處理房屋問題，包括增供應、壓炒賣，以及加快現有房屋，包括二手居屋的流轉。上述白表名額免補地價價二手居屋，正是加快流轉的措施。現時有38萬個居屋單位，本來足以應付2016/2017年度新居屋落成前這4年過渡期，每年5,000個即共20,000個白表準買家。但現時每年二手居屋成交約不足2,000個，居屋樓價一般較低，為何成交量那麼少？每年5,000個新增需求是否會形成僧多粥少？是否居屋業主較少放盤令市場盤源不多？是否較少代理參與居屋市場？要提升居屋流通率，這些都值得研究。

居屋業主，無論是依循綠表或白表途徑購得居屋，應該都是只擁有一間屋，要由居屋換私樓，面對資金門檻甚高，除非居屋業主住了多年，供滿按揭，賣出居屋後得款夠付私樓3成或4成首期。但先要了解他們的一般心態，千辛萬苦捱足多年才供滿按

揭，換樓後又要從頭再供過，很多業主年紀不輕，反正住慣住熟在同一屋苑，左鄰右里已建立街坊關係，多一事不如少一事。

反而兒女長大後要成家立室，買入私樓小單位，父母一般會用積蓄幫忙支付部分首期，讓子女靠薪金供樓，但父母擁有那間居屋不會出售，就算將來子女經濟發生問題，也可以回「老家」居住；這是父母對子女作安全保障的一種，這亦是為何居屋業主較少放盤的原因。

政府「出招」炒賣應可遏止

有人認為政府「好心做壞事」，令炒風蔓延至居屋二手市場，筆者相信政府推出額外印花稅及買家印花稅後，炒賣住宅包括居屋應可遏止。至於白表人士，申請居屋者應該都是首次置業，爭崩頭才買得居屋，估計不會為賺樓價差而短短幾年便售樓圖利，況且售樓後得款未必夠付私樓首期，於是又打回原形，變回租樓一族，平常家庭一般不會這樣做吧！

看來政府是先推辣招炒家及非本地買家遏抑，最好的效果是樓價因此回穩，好讓過渡期內白表客較易上車，很明顯當局已察覺二手居屋成交少這個現狀，已把5,000個白表分兩批，兼且首批要在2013年中才公布，這已是採取減低對居屋樓價做成衝擊的步驟。

綜合最新形勢的各方面考慮，筆者認為特區政府建立威信，既已宣布每年讓5,000個白表客上車，很多無殼蝸牛對此充滿期望，現階段不宜出爾反爾，反為可考慮在具體推行細節上調整一下，比如考慮再分批公布，每季1,250個，以免同一時段太多新買家擁入居屋市場，另外，建議當局作具體研究上述影響居屋業主放盤的因素，從而掌握活化居屋市場的竅門。