

# 商品價格大調整 經濟前景存暗湧

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

最近商品市場出現大幅波動的情況，一直被視為具保值功能的黃金於兩個交易日內急挫逾一成，而其他工業需求較大的商品，如原油及銅等亦相繼急跌。由於這些商品多被視為工業原材料，因此，商品價格急挫，或預示環球經濟前景存在暗湧。

事實上，黃金自去年10月起便呈現弱勢，反覆向下，主要是由於市場預期在美國經濟逐步復甦的情況下，聯儲局將於不久後便退出持續多時的寬鬆貨幣政策。貨幣政策或再從緊，通脹又未見突出，因此，金價下跌實在並不意外。然而，短時間內急挫下挫為市場所帶來之恐慌情緒，則成為拖累其他商品價格之催化劑。

時間過去，此等由心理因素所造成的價格異常將會很快回到原來水平。然而，除金價出現較顯著之反彈外，油價及銅價等工業用商品仍處於低位徘徊，此等商品之價格調整或反映出投資者對經濟前景有所看淡，或至少不及過去幾個月般樂觀。

事實上，中國目前仍然被視作世界工廠，製造業在中國經濟佔着重要比重，工業商品走勢多跟隨中國國內的工業需

求，因此，這些商品的價格某程度上反映出中國製造業的景氣，以及投資者對中國經濟前景的看法。

因此，目前油價及銅價均跌至2011年下旬時的水平，反映出投資者對中國經濟前景有所憂慮。而實際上，最近中國公布的第一季度經濟增長放緩至7.7%，雖然仍高於全年7.5%的目標，但遠低於市場預期的約8%，可見投資者早前對中國經濟前景或過分樂觀，而國家信息中心經濟預測部主任祝寶良亦表示，下一步經濟增長亦將是緩慢復甦。

此外，人民銀行行長周小川近日亦表示，中國高度重視並推動經濟結構改革，須為改革犧牲短期的經濟增長。而

從官方今年訂下的13%廣義貨幣供應量增長目標，較去年為低可以見到，中央並不急於採取寬鬆貨幣政策刺激經濟，眼光開始從着重經濟增長移開。

中國已逐步退出高速經濟增長期，更甚的是面對日央行的無限量寬鬆政策，日圓相對於其他貨幣大幅下跌，尤其以兌亞太區貨幣最為顯著，這將減弱中國製造出口業的競爭力，進一步為中國經濟前景帶來陰影。

雖然在內外夾擊下，預期中國經濟增長將難以維持從前般的高速增長，但這或者成為中國經濟轉型之契機，催化並加速中國經濟結構轉為內需主導，提升國民生活質素，長遠有利中國發展。



圖為中海油深水半潛式鑽井平台。

## 要警惕全球經濟復甦弱化的

太平金控·太平證券(香港)研究部主筆  
陳羨明

近日，全球經濟走弱，金價帶動大宗商品暴跌。國際貨幣基金組織(IMF)下調了全球今年的經濟增長預期。近日連串不利消息，使人有山雨欲來的感覺，從而對全球的經濟前景產生憂慮。財政司司長曾俊華在網誌列舉外圍七大負面因素，警告香港必須提高警覺。

上周，國際金價出現了1983年以來最大單日跌幅9.3%，主力黃金合約在場內交易中收跌在每盎司1,361.10美元，黃金連續兩個交易日就下跌了13%。儘管黃金隨後一度弱勢反彈，但是沒有改變商品市場低迷看空的氛圍。隨後國際原油也開始補跌，以銅為首的有色金屬大幅下跌，其中倫銅一度跌至6,800美元，創下2011年11月20日以來的新低。即使全球包括主要發達國在內的多個國家實行了量化寬鬆措施，全球資金泛濫，但大宗商品價格卻升勢不繼，而出現大幅下跌，為全球經濟復甦抹上了一層陰影。事實上，過去幾次經濟衰退出現前，都有商品價格急跌的情況發生。

IMF上周發表報告，連續第4次下調今年全球經濟增長預期。將今年全球經濟增長預測由原來1月份的3.5%下調至3.3%。中國、美國和歐元區三大經濟體增長預期均遭下調，其中，中國經濟增長由此前預期的8.1%下調至8.0%，美國經濟增長下調至1.9%。對歐美復甦的前景展望，較之前悲觀。

IMF降全球經濟增長預期有因

## 內銀不良貸款率淺析

時富金融策略師  
黎智凱

據悉，截至今年3月末，商業銀行的不良貸款餘額達到5,243億元(人民幣，下同)，同比增長20.7%，比年初增加339億元；不良貸款率0.99%，比年初上升0.02個百分點。筆者預料，未來一段時間內內地不良貸款率還保持溫和上升的勢頭，銀行業面臨着比較嚴峻的風險形勢。

過去中國經濟長期保持高速增長，銀行業的風險被高增長所掩蓋。而今隨着經濟增速逐步回調，所掩蓋的問題、矛盾和風險會逐步「浮出水面」。具體來看，2011年9月末、12月末和2012年3月末、6月末、9月末、12月末，商業銀行不良貸款餘額的數量分別為4,078億元、4,279億元、4,382億元、4,564億元、4,788億元和4,929億元。這已是自2011年第四季度以來，不良貸款餘額連續六個季度反彈。

不良貸款是指在評估銀行貸款質量時，把貸款按風險基礎分為正常、關注、次級、可疑和損失五類，其中後三類合稱為不良貸款。不良貸款率指金融機構不良貸款佔總貸款餘額的比重。自2002年，央行定下了銀行業貸款「五級分類」的風險管理原則，將後三類貸款合併計算為不良貸

## 投資須嚴守止蝕紀律性

中銀國際證券股票衍生品執行董事  
雷裕武

在投資世界，最重要而又最難做到的習慣，相信非「止蝕」莫屬。事實上，要在虧損下忍痛離場，實不容易，部分散戶有時或會選擇再坐一會，甚至鬥長命，奢望股價可以出現大翻身，但往往事與願違，有時部分股份甚至因公司的基本因素改變而令股價長期低迷。

筆者認識不少散戶朋友，在其手持的投資組合中，包含許多不同的股票，原來全是多年來未能止蝕的後果。世上沒有準確測市的水晶球，也沒有無往不利的技術分析，即使股神也有出錯時候，因此，止蝕是投資的基本要訣，也是重要的風險管理措施。試想不少中資股在金融海嘯時，紛紛自歷史高位急跌，即使目前股價已自低位回升，但部分仍未見家鄉，一旦持貨人急需資金周轉，或要即時沽出蒙受虧損。

當然，投資者希望一帆風順，永遠不用面對止蝕的困擾，但在現實世界中，任何投資者也不能倖免，如何清醒地面對市況逆轉的洗禮，也是投資者需要學習的功課。

對於一些有期限的投資產品如窩輪來說，嚴守止蝕的紀律性更為重要。經驗告訴我們，不少散戶買賣窩輪，普遍犯上毛病是由短線炒賣變成長線持有，最初只是計劃入市，以窩輪短炒股價波幅，但最終市況逆轉，但投資者又未能果斷調整部署，結果窩輪價值便反覆向下，令投資者損失慘重。箇中原因，往往源於投資者欠缺紀律性，未能

今年以來，中國內地的經濟發展速度遠沒有市場之前預期的那樣樂觀。今年一季度經濟增速僅為7.7%，低於去年四季度的7.9%和去年全年增速7.8%。其他經濟指標，如製造業採購經理指數(PMI)、社會用电量、鐵路貨運量、社會消費品零售總額等均顯示經濟增長放緩的勢頭。而低於預期的增長，是在超預期的M2和新增貸款、社會融資規模等基礎上實現的，可見需求拉動仍是勉為其難，經濟發展後勁不足明顯。當然，內地現正着力於經濟重組，需要犧牲短期增長來完成結構性調整目標。

美國經濟復甦的勢頭也出現了明顯減弱的跡象。進入三月，多個經濟指標低於預期。三月ISM製造業報告、非農就業數據低於市場預期，零售銷售也出乎意料下跌0.4個百分點；四月消費信心指數更創出去年七月以來新低。這應該是緣於三月份開始的財政緊縮。推動美國經濟復甦的兩大動力房地產市場和消費者支出，都極度依賴QE3的推動。因此，未來QE3的退出將會給美國經濟帶來明顯的負面影響。

金價急挫所引發的大宗商品跌勢，與全球復甦前景暗淡有很大的關係。就以銅來說，其是重要的工業原材料，需求變化與實體經濟變化相關。如用銅量萎縮，銅價會急遽下挫。中國、歐元區和美國是世界上銅消費最大的三大經濟體，經濟增長預期下調，無疑會增加銅價下行壓力。

對金價、銅價乃至其他商品波瀾雲詭的跌勢，眾說紛紛，莫衷一是。無論如何，最終都反映到全球經濟復甦的弱質上。目前的跌勢也許僅僅是預演，投資者要警惕。

款，使得銀行業的不良貸款率有了明晰的統計方式。不良貸款率高，說明金融機構收回貸款的風險大；不良貸款率低，說明金融機構收回貸款的風險小。

不良貸款的成因不外乎來自於銀行外部的原發性因素和銀行內部管理的內生性因素。筆者覺得，商業銀行為確保監管達標，一方面，通過借新還舊、以貸還貸、重組等操作，延遲風險暴露，隱匿不良貸款；另外對投放信貸也很積極性，因為商業銀行承受着沉重的存款壓力，在貨幣政策執行從緊方向的政策下，唯有做大貸款來對沖為存款支付的利息，為做大放貸業務，一些銀行難免會急功近利，盲目地追求貸款數量的上升，從而導致有些貸款無法正常收回。

### 釐清來源避免重複昔日錯誤

筆者認為，當銀監會提出嚴控不良貸款時，首先需要做的是釐清這些不良貸款的來源，並避免在未來重複昔日的錯誤。在技術手段方面，通過多收少貸轉化不良貸款，應通過少量資金的重複使用完成對不良貸款的轉化，不能繼續要求商業銀行對某些行業、某些領域加大信貸支持，以此作為對政府經濟調控的配合。

### 視乎投資者風險承受能力

到底如何為窩輪投資訂立止蝕，坊間各施各法，當然，窩輪的波動性較正股高，在釐訂止蝕位時也要相對遠一點。不同投資者會以不同的指標作指蝕參考。倘若投資者即以買賣為主，較多投資者應以窩輪本身價格作為釐訂止蝕價的參考，一般以買入價的特定百分比，如10%-15%，部分投資者也會以上日最低位作為止蝕指標。也有窩輪投資者以接近正股的支持位入市，一旦跌破支持位，便即時沽貨。

上述方法僅供參考，投資者也要因應個人的投資習慣，風險承受能力，資金等自行調節，當然，訂立止蝕是一回事，能否嚴格執行又是另一主要關鍵。總括來說，如何止蝕雖看似是一個小小的紀律性，卻是投資獲勝不能或缺的重要原則，一般散戶也要有好的心理素質應對，或需頗長時間去磨練和實踐才能達到。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

## 資產管理概念及指數投資

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶璇

金價上周急跌近13%，這個情況令不少投資者感到意外，亦正好令我們反思在資產管理或理財策劃的範疇裡，投資組合和資產分配的含意。何為最佳的資產配置？答案可能是應用從後追溯的方式。其實，投資者若明白以下數點，便會理解資產配置的概念如何在當前環境提供穩妥的投資優勢。

首先，所有投資皆存在風險，雖然投資政府或公司債券較投資股票的風險為低，但仍存在信貸和利率風險。而投資股票雖較投資衍生產品的風險低，但仍存在盈利下跌的風險。至於投資以外幣計價的產品則存在貨幣風險，持有現金亦存在面對通脹的風險。

其次，短期來說，預期回報低的投資傾向有相對較低的價格波動率；預期回報較高的投資，其價格波動率則相對較高，不過市場也有例外於此定律的投資品種。最後，在市場上的風險資產走勢上下波動，這些資產將來的走勢可能沒有相關性或具有投資分散的效果，我們不能預知各風險資產在整體投資組合中相互影響的結果。以上的概念或許能引發投資者對資產配置有一些想法。

近年，市場有更多關於指數投資

(Indexing)的訊息。ETF便是指數投資的一種。從資產管理角度，ETF可視為一個投資組合。內地監管當局表示批出更多RQFII投資額度，當中包括A股RQFII ETF。投資以人民幣計價的ETF產品，能捕捉人民幣升值和中國預期經濟成長的機遇，所以透過ETF投資內地市場是其中一個渠道。投資ETF的要點跟投資股票基本相同，但在投資中亦有其他應當的把握，包括質和量的要素，如行業配置的均衡等。

### 黃金仍是長線投資好選擇

關於金價在上周末的暴跌，紐約商品交易所6月交割的黃金期貨收盤跌140.30美元，成交量顯示出一些突發性及常規的形態，這是不正常的行情。有專家指該些沽空交易很可能是由高頻交易引發的，即透過超高速電腦計算作出快速自動下單的程式。或許有些投資者會問應否沽出黃金？

技術上，黃金價格近兩年來在1,500元支持位上落，周末的下挫引發更多止蝕賣盤，加上市場預期美國經濟復甦及美聯儲和其他主要央行繼續貨幣寬鬆政策，使金價突破進入熊市區域。近期投資市場動力不足，短期金價難有明顯上升的動力。然而，目前黃金或實金，仍是長線投資之選，投資者可趁低吸納。

## 回顧十年內地及本港樓市走向

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

今年恰恰是沙土爆發十周年，當年市民驚惶失措的情緒還歷歷在目，但「有人辭官歸故里，有人卻漏夜趕科場」，當年業主不乏「要錢不要貨」，也不少因需求驅使毅然進場。十年過後，當年勇敢地買入而守到今日的業主變成大贏家，起碼賺回安居之所。根據某龍頭地產代理商的十年樓價走勢分析，整體住宅樓價由03年沙土谷底反覆回升，由03年3月的均價1,934元/平方呎升至今年3月的7,241元/平方呎，即累積上升近四倍，並於2011/12年一舉突破97年的心理關口，將「負資產」業主的名稱完全作廢。

面對樓價持續上升及過去五年內供應量嚴重不足的情形，近兩屆特區政府只有連番推出辣招，以呼應市民對「樓價合理化」的強烈願望。經過連番出招後，三月份開始收效，樓市交投淡靜且樓價開始下調，再加上一手住宅樓新銷售措施下月會正式執行，形成三月起的住宅一二手市場買賣兩開，價格微降的局面。

從香港特區小市場躍到全中國整體市場，過去十年可以說是變化萬千。回望十年前2003年的神州樓市正是中國房改的第五年，中央政府為了持續經濟發展首次提出房地產是經濟支柱產業，取其行業的巨大經濟拉動作用。經過了超過二十年的經濟持續發展，民間已累積巨大購樓需求，一線和重點城市房價應聲彈升，如北京、上海新房價均價比房改前大幅上漲60%以上，市民開始感到樓價高企的壓力。舉例說明，北京三環上的新建住宅已達6,000元(人民幣，下同)/平方米的均價，十年內除了政府推出調控措施令價格短期回落/止步外，房價都持續上升，今年已達到30,000元-40,000元/平方米，其升幅倍數更比香港厲害。

在中國人社會中，房產是畢生最大的投資，正深切地影響大眾市民對政府管治的信心，大家必須小心行事。內地及本港兩地從沙土中汲取公共衛生的管理經驗，會有效幫助今年H7N9疫情的控制。十年後的今天，變種流感再度活躍，對內地及本港兩地經濟和房產市場影響有多深還是未知數，但肯定的是再次出現經濟大蕭條的可能性不大，香港市民期望「撿平樓」只是個空想吧。

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。