

中國出口回暖 難阻經濟下行

比富達證券（香港）、市場策略研究部副總經理
林振輝

中國海關總署最近發佈了今年5月份的進出口數據，其中出口同比增加7%至1954.7億美元，進口同比下滑1.6%至1595.5億美元，貿易順差大幅擴大74.9%至359.2億美元，創下單月額5年新高。今年1-4月內地出口同比下跌2.3%，5月份出口增速之所以可以扭負為正大漲至7%，主要是由於上年虛假出口數據的影響消失了，並非是經濟突然轉好。出口回暖某程度上可以緩和內地經濟放緩的壓力，但難以扭轉整體經濟放緩的趨勢。出口增長平穩料可持續從出口地區來看，內地對歐美出口增長平穩，但對日本和港台地區出口仍然疲弱。其中，5月份對美國和歐盟的出口同比增速分別達到6.3%和13.4%，環比增速為10.9%和9.7%，復甦顯著。背後原因主要有兩個，一個是過去幾個月中國政府意外大幅調低人民幣匯率，促進了出口；另一個原因是美國經濟走出一季度寒冷天氣的陰霾，同時歐元區經濟也在持續復甦，帶動了進口消費。

由出口產品來看，新高技術產品出口增速加快，鞋類和紡織勞動密集型產品出口增速下滑。5月份新高技術產品出口增速為4.8%，結束了此前5個月的負增長，比4月提高了15.7個點子。機電產品出口保持升勢，增速為6.6%。鞋類和紡織出口增速分別為15.7%和7.7%，較上月分別回落5.6和

商品市場上半年表現活躍

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

上星期，筆者為大家回顧了今年上半年股票市場的表現。本星期，筆者將為大家回顧匯市、商品及債券市場的表現。匯市方面，首季其實是屬波動性質的走勢，主要是因為央行的貨幣政策未有太大變化，而且經濟數據亦未見有太大波動。若要對比，商品貨幣表現較佳，特別是紐元方面，主因當地央行是主要貨幣中，首個加息的國家，而且是「密密加」，每次開會均加息25點子。另一隻於首季表現較突出的貨幣是英鎊，主因英國經濟數據於今年首季表現不俗，以當時的情況看，英倫銀行很大機會於下半年開始為減少買債鋪路。但到了第二季，投資者似乎想測試歐洲央行，對壓抑歐元的決心。由於央行最初未有推出措施，故令歐元兌美元一度逼近1.40水平。惟其後央行於6月份推出措施，令歐元兌美元顯著回落至1.35水平。

農產品價急升 金價回落

商品方面，今年上半年個別發展，但大部分的上升，並非由本身需求因素帶動。相反，供應因素卻成為今年上半年多隻商品價格上升的主要原因。今年首季，受到北半球多場暴風雪的影響，令穀物收成大受打擊，故刺激農產品價格上升。另一方面，巴西亦出現大乾旱的天氣，影響農產品的收成。其中，以

1.7個點子。其中，新高技術產品和機電產品出口增速與歐美PMI相關度較高，考慮到歐美近幾個月PMI數據持續走高，以及人民幣匯率仍維持在低位，內地出口增長料可持續。

內需疲弱 進口增長乏力

進口方面，5月份進口額負增長，主要是受貿易監管力度增強及內需疲弱所致。上年內地監管部門重點打擊虛假出口貿易，今年監管力度有增無減。近期人民幣走弱也對銅融資等熱錢流入的進口增長形成打擊，進一步拖低大宗商品的進口。除此之外，內地內需依然疲弱，與房地產相關的商品進口增速下跌尤其明顯。5月份進口商品中，包括鐵砂礦、煤炭、鋼材和鋁材等商品進口增速均出現下降，考慮到內地房地產面對的困境，下半年相關商品進口需求料續疲弱。

淨出口雖增 經濟仍疲軟

內地一季度貿易順差為167億美元，4月份為184.5億美元，5月更達到359.2億美元。現時歐美PMI都處於50的枯榮線上面，經濟復甦明顯，加上人民幣匯率短期仍維持低位，6月份出口增速有望維持升勢。筆者預料，二季度淨出口對經濟增長的貢獻將會遠高於一季度。儘管如此，內地需求仍然疲弱，加上房地產等行業進入調整期，整體經濟缺乏增長動力，經濟下行壓力仍然較大。

玉米、咖啡及橙汁的價格升幅較大。到了第二季，貴金屬價格卻帶動上升。鎳價升幅一度達四成以上，主因是主要出口國印尼禁止鎳出口，令鎳價一度高見2,000美元/噸。另外，南非礦工持續罷工，影響了鉀金供應，帶動鉀金價格上升。金價方面，首季一度與分析員的預測出現頗大的落差，特別是金價一度高見1,390美元水平。惟其後，美元匯價上升，加上中印經濟放緩，令投資者憂慮黃金需求下降，令金價回落至1,220美元水平。至於油價方面，雖然美國的頁岩油發展持續，但是俄羅斯與烏克蘭的政局緊張，成為支持油價的動力。

資金湧入 歐豬債息急跌

至於債券市場方面，今年首季聯儲局的減少買債步伐出現不確定性，再加上聯儲局主席耶倫表示，可能在停止買債的六個月後便會加息，一度令美國十年息息升至3厘水平。但美國受極端天氣影響，令首季經濟意外收縮，而聯儲局加息的風聲亦變得溫和，令美國十年息息一度回落至2.42厘水平。相比美國債市，歐洲債券市場相對出現一面倒的情況。在資金持續流向歐元區的情況下，歐豬國家的十年息息普遍跌至近年低位，意大利及西班牙十年息息更跌至3厘以下。總括而言，上半年以商品市場的表現較為活躍。至於債券市場方面，已發展國家的債券表現較為活躍。下星期起一連兩周，筆者將介紹下半年大市看法。

(2014上半年環球市場回顧之二)

歐央行減息有多重意義

貝莱德全球首席投資策略師
孔睿思

上周的美國勞動市場和製造業報告證實，美國經濟已從天氣所導致的下滑中復甦；經濟轉強支持股市走勢，但也表示聯儲局將着手把利率市場正常化，而且或許會早於某些人的預期。歐洲央行（ECB）一如預期推出了額外的貨幣刺激方案；歐洲央行的積極政策支持歐股走勢，尤其是周期性類股和金融類股。亞股在日本的帶領下反彈；廉價的日股上升可能的原因是中國經濟趨於穩定、日圓走弱，以及日本國內的退休金資產有機會重新配置。

上周五的數據不太可能改變貨幣政策的預期走向，但我們的確認為，復甦的步伐穩健反映出聯儲局將着手把利率市場正常化，而且或許會早於某些人的預期。

信貸放寬 支持風險資產

隨着歐洲的通脹下滑到多年來的低位，歐洲央行終於擴大刺激方案；這代表歐洲的信貸條件正在放寬，使風險資產受到支持。上周所看到的更多證據是，歐元區的通脹正逼近危險的低位。通脹率跌到了低於預期的0.5%。連德國都出現危險的下滑，德國通脹下滑至四年來新低。由於通縮的風險正在擴大，歐洲央行出手降息並寬鬆了貨幣條件並不令人意外。歐洲央行調低了借貸利率，並把存款利率降為負，主要央行都是第一次作出此舉動。減息加上其他的措施，包括承諾在必要時加碼，均助長了信貸條件大幅寬鬆。

金融機構可望受惠最大

此舉具有多重意義。第一，集資成本最高的金融

機構能為現有的貸款再融資，所以受惠最大；對意大利金融類股的影響應該格外明顯。第二，由於信貸缺乏增長已到了抑制復甦的地步，所以非金融的周期性類股也有可能受惠。最後，貨幣條件較寬鬆代表歐元在某種程度上會溫和走弱。不過，在歐洲經常賬盈餘之下，唯有對美元的需求出現變化，歐元才有可能大幅下滑，而這將取決於聯儲局未來政策和美國的增長預期。

日圓料續走弱 有利日股

亞股在日本的帶領下反攻；估值偏低，加上日本的退休基金有機會進一步購買國內股票，因而帶動進一步的升勢。

日股上周只升了3%左右，日經225指數自4月以來首次收於15,000點以上。日本最大的退休基金GPIF（政府年金投資基金）據說要提高對國內股票的配置，因而助了股市一臂之力。此外，日股或許也受惠於中國製造業的反彈，這是它五個月以來最快的擴張步伐。就歷史來看，當中國的經濟比較強勁的時候，日股的估值就會同步提高。

雖然日本在今年以來落後其他的已發展市場，但有多項因素在下半年或許會支持日股。第一，相較於其他的已發展市場，日本相對便宜。股市的市淨率(P/B)約為1.2倍，不到美國的一半水平，也低於意大利以外的歐洲各大市場。第二，不僅估值合理，業績表現也比較好。第三，日本可能會受惠於全球經濟的回升，而這項發展應該會連帶支持國內的增長。最後，在聯儲局減少買債的政策保持不變，以及日銀本身積極量化寬鬆的政策保持不變下，日圓看起來會進一步走弱，而貨幣走弱一般都會有利日股。

小心併購盛宴後杯盤狼藉

路透熱點透視專欄作家

Robert Cyran、Kevin Allison

熱點透視

併購市場正呈現出高燒症狀。今年，全球併購交易量大幅增長——據Bernstein研究和湯森路透紀錄分別顯示增加了63%和71%。本周一，一樁併購案消息公布，似乎說明市場已經岌岌可危。

美國製藥大廠默克將以39億美元收購生物科技公司Idenix Pharmaceuticals Inc，為其支付高達239%的溢價。默克的高估值理由主要在於對營收協同效應的樂觀看法。該製藥巨頭認為，通過吸納後者藥物，可以創造更加強大的混合療法，從而刺激銷售。競爭對手Gilead Sciences三年前進行了類似的「即插即祈禱」(plug and pray)式收購。不過Idenix的丙肝(C肝)藥物還未面市，而且該類型藥物長期受制於臨床實驗失敗。過高的估值意味着，出售方將帶着市場寬容的好處全身而退，而且不止如此。

高價競購形成泡沫

公開競價戰是出現泡沫的另一信號。Tyson Foods 和

Pilgrim's Pride 在競購香腸和火腿生產商Hillshire Brands時，股價一開始就雙雙上揚。Tyson最新的85億美元報價似乎已經胸有成竹，這相當於較Hillshire原股價溢價70%。這份報價為每股63美元，高於熱點透視分析師建議的60美元最高報價。分析師認為高於60美元，就說明收購方的付出可能多於協同效應的價值。

根據湯森路透數據，全球企業當前坐擁約7.5萬億美元現金儲備。由於經濟低迷，企業很難獲得出色的內在成長，因此很多都轉向了併購市場。

過去一年，投資者大多時候都在拍手相慶。在規模大於10億美元的交易中，美國近四分之三的收購方宣布後股價都出現上揚，而長期來看這個比例約為一半。一個很好的例子就是，Analog Devices 在宣稱將以25億美元收購Hitite Microwave 後，周一市值勁升6%。

然而，股市不斷上漲，說明物美價廉的股票日漸稀缺。默克對Idenix的高溢價收購讓這個問題更加嚴重，高價競購的成功也在火上澆油。動物精神開始泛濫成災。還在加碼收購方股票的投資者或許終有一天會後悔不迭。

央行定向降準繼續微調

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

中國人民銀行6月9日公佈，為貫徹落實國務院常務會議精神，進一步有針對性地加強對「三農」和小微企業的支持，增強金融服務實體經濟能力，決定從2014年6月16日起，對符合審慎經營要求且「三農」和小微企業貸款達到一定比例的商業銀行下調人民幣存款準備金率0.5個百分點。這是央行繼今年4月25日下調縣城農村商業銀行和縣城農村合作銀行人民幣存款準備金率後，第二次定向降準。

市場氣氛獲改善

年初至今，面對經濟增速放慢，市場一早憧憬中國央行會全面下調存款準備金率，惟新政府堅持預調微調的政策思路，對經濟放慢的容忍度加大。而今次定向降準雖然擴圈，但措施力度仍然低於市場預期，足見今屆政府想要推進經濟體制改革的決心。

之所以選擇定向寬鬆的微調政策，亦是為了防範資金再流入房地產、地方政府債等風險領域以及一些產能過剩的行業；而另一方面，對於金融環節中較為薄弱的小微企業和三農給予支持。

實施定向寬鬆的政策，可不必引起市場對中國地方債和房地產領域風險上升的擔憂，亦可滿足經濟體中融資難的企業的资金需求，以及支持消費需求的政策導向。對投資市場的氣氛改善或好過全面降準。

經濟有回暖跡象

近期中國公佈的經濟數據似乎有回暖跡象。首先，中國官方製造業PMI和匯豐中國製造業PMI都連續兩個月出現回升。5月份匯豐中國製造業PMI創四個月新高，惟仍低於50的榮枯線。中央「定向降準」加碼有助內地經濟企穩回暖，目前中國整體經濟復甦的勢頭仍然脆弱，需要政府繼續推出一系列小微刺激措施予以支撐。

其次，中國剛剛公佈的出口數據亦見改善。5月份內地進出口總值由4月份的下降1.3%，轉為增長1.5%。其中，5月份出口總值按年增5.4%；但進口總值下降2.9%，顯示內需未見暢旺。總體來講，5月份數據反映中國出口增長已經回復至正常水平。隨着外貿扶持政策進一步落實和外圍歐美經濟持續復甦，預期進出口數據會繼續改善。

預期下半年走穩

政府在上半年，已經出台了一系列預調微調的經濟刺激措施。而經濟數據並未呈現明顯的企穩趨勢，政府微刺激的節奏似乎正在加快。由近期央行先在公開市場放鬆流動性，後再次定向降準的舉措推測，下半年資金面仍然會維持寬鬆的局面。隨着政策落實，微刺激效果逐步顯現，經濟活力會有一定的起色，產業結構有望進一步優化，而內需亦將從持續下滑的狀態逐步回升。故下半年經濟走穩是大概率事件。



■央行實施定向寬鬆的政策，可滿足經濟體中融資難的企業的资金需求。

損港營商環境措施不宜推行

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

世界銀行剛調低今年全球經濟增長預測，從一月估計的3.2%大幅調低為2.8%，其中中國經濟增長預測由7.7%輕微下調至7.6%，但美國則由2.8%下調至2.1%。雖然中國仍是全球增長的火車頭，但美國惡劣天氣以至英美央行加息預期等，均對全球經濟造成負面影響。香港方面財政司司長曾俊華發出預警，將考慮在八月發表半年經濟報告時，調低今年的經濟增長預測。香港作為一個相對細小經濟體，極易受中美市場變化影響，每當兩大市場經濟各自出現起落，都對本地經濟產生相對利好或利淡的效應。世銀雖然預測中國今年增長仍達7.6%，但不排除「硬着陸」風險，並唱淡中國經濟增長持續放緩，到2016年只達7.4%。世銀專家表示，雖然中國正試圖把經濟模式由出口主導調校為內需拉動，但過去兩年的經濟顯示，這過程中的不協調性被進一步突出。

世銀看淡全球經濟響警號

美國過去幾年表面上在緩慢復甦，失業率作為參考指標之一，已漸回落至6.3%水平，與2008年金融海嘯前相若，但看深一層，其增加職位不少是低薪兼職，國民消費力增長不大，香港對美出口受此拖累。聯儲局對加息的預期時遠時近，始終未有明確表態，亦是市場一項不明朗因素，世銀作為一個權威，今次大幅調低今年美國經濟增長，應該是一個較有分量的啟示。

有人預期，中國面對當前形勢會適量放水刺激經濟，但根據剛發佈的「中國人民銀行年報2013」，央行將堅持「總量穩定，結構優化」的調控取向，繼續實施穩健的貨幣政策，既不放鬆

也不收緊銀根，適時適度預調微調。看來中央堅持穩守銀根，只針對農村發展稍舒緩信貸，再加上反腐倡廉，形成消費持續降溫的格局。

港出口零售下滑帶來隱憂

本港近日各方熱議應否削減個人遊人數，商界領導明確表態不支持，四月份零售銷售比去年同期下跌9.5%，內地到港旅客人均消費下跌，消費品類別亦改變，名牌商品不若以前吃香，出口總值亦受美國天氣等因素拖累，出現下調。普羅市民所感受到是個人遊的人潮，對市區購物區及集運運輸系統造成擠塞，對於整體經濟下調在未有官方數據出台前，一般感受不到。近日經濟數據漸多曝光的情況下，社會上針對個人遊的聲音悄然收口。

各領域生存空間應予保存

筆者近日與地產界前輩茶敘時，他們反為更關心港府房地產政策對經濟的影響。各項辣招的實質作用只在於把剛性需求壓抑及延後，市場交投大幅萎縮，令相關行業受壓，整個與物業交易關連的行業，包括物業代理、銀行按揭業務、律師行業權轉易、估價行等經濟板塊受政策壓抑，到現在仍然飽受負面影響。假如愈來愈多經濟板塊不景氣，對香港整體經濟產生惡性循環，對消滅民間怨氣亦無好處。在香港未能產生新的拉動經濟火車頭之前，應盡量保持現在各經濟領域以及各行各業的生存空間，特區政府更應致力於帶領香港各行各業，積極面對環球經濟變化所造成的負面影響，避免任何加深損害營商環境的政策或措施，適時放寬部分過辣措施亦是幫助相關行業渡過預期經濟下調所面對的艱難時期。

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。