

零息時代利拓債市

口大衛

金針集

因應金融海嘯對本港經濟衝擊，財政預算案着墨點集中在保就業抗衰退之上，包括未來數年創造六萬二千個就業，同時趁全球零息時代，金融市場動盪不安的時機，政府帶頭發債推動本港債市大步向前發展，應是事半功倍，可為本港金融業開拓新亮點。

料政府發債百億美元

當前金融海嘯仍未見底，歐美經濟繼續不斷惡化，不知何時復甦，英國去季經濟增長收縮百分之一點五，為一九八〇年以來最差，而美國花旗、AIG集團均要政府進一步注資，面臨國有化，換言之，歐美金融業景況相當危殆，另一波金融海嘯又來。

世界經濟復甦會是漫長路，本港衰退期將較預期為長，財政預算案不舉派補救做法正確，不跟隨新加坡大幅度減

稅，只是最高退稅六千元以及寬免兩個月差餉，透過增加基建開支，創造就業去應付經濟衰退。

去年第四季本港經濟呈負增長百分之二點五，全年GDP增長只有百分之二點五，預測今年GDP收縮百分之二至三，將是九八年亞洲金融風暴以來另一次經濟收縮。

不過，財政預算案就本港經濟長遠發展卻流於空泛，有關發展第四個工業邨與開拓科學園第三期的構思，均乏具體詳情，至於廣受注視的河套發展計劃更是隻字不提，實在令人失望，憂心本港經濟缺乏新增點，不易走出衰退困局。

壯大規模增二手交投

另外，過去數年財政預算案都強調推動債券市場重要性，包括發展伊斯蘭債券，但今年特別提出由政府帶頭發債，有利搞活及深化本港債市。

港府對上一次發債為零四年，當時發行五隧一橋及零售債券，合共二百六十億港元，今次再度發債，估計金額更大，達到一百億美元，除了本港債市規模壯大，亦刺激起債券

二手交投。

其實，現時為本港拓債市的黃金時機。一是全球大幅減息抗衰退，港息低至接近零，債券能提供較存款為高回報，是保守性投資者的首選。

二是歐美金融市場持續震盪，股市與匯市波動劇烈，債市成為資金避難所。

三是經歷了金融海嘯洗禮，港人在股市搵快錢心態有變，推動債券市場正是此其時矣！

發債助紓緩財赤壓力

雖然港府發債集資所得會撥到新設的基金，資金不用於政府開支及財政儲備，但長遠而言本港有發債需要，零九年度財赤料已達三百九十九億元，若然世界經濟持續數年不景氣，本港財赤問題必然會急劇惡化，發債有助紓緩財赤壓力。

電郵：kwlo@takungpao.com.hk



港府於2004年發債的五隧一橋債券包括：香港仔隧道、紅磡海底隧道、獅子山隧道、城門隧道、將軍澳隧道及青洲幹線。

新世界存貨令盈利受壓

市場脈搏

高盛發表報告，將新世界(00017)繼續納入「確信沽售」名單，目標價5.1元，以反映該公司未來需面對存貨積壓問題及更多「撻訂」個案。

報告預期，該公司與新地(00016)合作發展之樓盤「海濱南岸」，為其2008財政年度帶來9.3億元盈利，但預料未來該盤將陸續有「撻訂」個案浮現，令新世界有需要作出1.1億元撥備，金額佔該行對新世界2009年盈利預測4%。

在缺乏預售樓花收入下，新世界能否出售「海濱南岸」存貨成為未來盈利關鍵，但報告引述本地傳媒報道指，該盤於本月中錄得100宗違約事件，於重新推售時亦需降價約20%，而目前該樓盤存貨量佔該行對新世界2009年盈利預測17%。

此外，高盛擔心，該公司未來或錄得67億元的投資虧損，投資組合中有80%為股票。

現時新世界股價為7.08元，較該行預計2010年中RNAV存有31%折讓，高盛料目前估值水平難以抵擋本港經濟持續下行。

恒地剔出確信沽售名單

高盛發表報告指出，由於近期恒基地產(00012)股價已反映行業負面消息，故將其剔出「確信沽售」名單，但維持「沽售」評級，目標價亦由25.8元降至24.5元。

報告解釋，在物業價格持續下滑及缺少住宅項目落成下，相信恒地將面對盈利缺口，認為該股股價應較資產淨值(NAV)存有40%折讓，以反映成交量減少及盈利風險，同時相信需進一步予該股更大NAV折讓，以緩衝經濟下滑所帶來的風險。

高盛同時調低恒地2009至2011財政年度每股盈利預測1%至1.9%，另削減2010年中預期NAV預測5.1%。

在本港經濟數字及住宅價格均呈下跌趨勢下，高盛對本港地產業維持「審慎」評級，而成交量減少及地產商調低貨尾盤售價，令該行認為本地地產商NAV下行趨勢於短期內難以扭轉，料地產股價會持續反映香港經濟持續下滑的風險。

新世界(00017)走勢



指點股壇

思捷攻新市場增盈利

德銀發表研究報告指出，予思捷環球(00330)目標價60.1元，投資評級為「買入」。

德銀指出，思捷環球管理層認為，該公司未來會專攻部分新市場，如加拿大及美國新市場，而國家如西班牙、英國及葡萄牙等的發展將暫停；並會於強化批發業務，及積極令新開發市場帶來盈利貢獻。

該行指出，踏入2009年度下半年，思捷於新春期內同店銷售錄單位數跌幅(上半年度減少3%)，思捷冀下半年度同店銷售可維持5%至6%增長，跟上半年相若，並期望2010年度上半年批發業務可見底；該公司亦冀於10年內，批發業務可擁100%銷售權，零售及批發業務比重各佔60%及40%。

德銀預測，思捷2009、2010年度盈利為54.3億元及48.6億元；每股盈利為4.3元及3.85元。

利豐目標價至19.7元

瑞銀發表研究報告指出，鑑於美國經濟衰退加劇，利豐(00494)旗下客戶折扣較大的私人品牌產品需求

會增加，料對利豐業務有利，該行把其投資評級由「中性」調升至「買入」，目標價由15元升至19.7元。

瑞銀又將利豐2009年度的毛利率預測由10.3%調升至10.6%，預料因旗下零售商戶更專注私營或專利品牌，而提升了利豐高毛利的岸上業務所帶來的貢獻，相信其邊際利潤可維持。該行亦分別調升利豐09與10年度盈利預測10%及3%。

該行預測，其08、09及10年度的盈利，分別為31.37億元、41.14億元及47.36億元；每股盈利為0.9元、1.13元及1.3元。

大新金融具併購概念

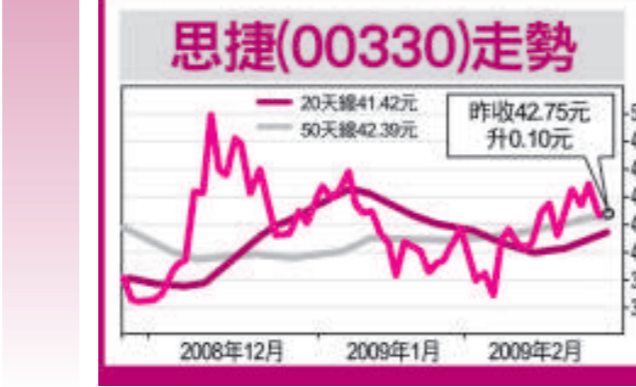
DBS唯高發表研究報告表示，將永亨銀行(00302)的投資評級由「沽售」升至「股價全面反映」，目標價則維持不變於38元。

但DBS認為，相比起永亨銀行，大新金融(00400)為更佳投資選擇，因為長遠而言，大新亦是被併購的對象，但估值較低，2009年市帳率僅0.45倍，低於永亨的1.1倍。

證監會公布的資料顯示，去年中國人壽(02628)擬入股永亨10%股權，成為主要股東，但因永亨不獲豁免提出全面收購，導致無功而還。

DBS唯高另一份報告指出，以波羅的海指數計算，目前乾散貨航運運費已反彈至不能持續的高位。早前該行預期2009年指數平均水平為1109點，但前日指數已升至2010點，故相信未來乾散貨航運股價有下調壓力。

在憂慮運費下調的壓力下，該行料投資者會擔心乾散貨航運股的盈利，故予行業「審慎」評級。報告又指太平洋航運(02343)業務抵抗風險能力較弱，維持「沽售」評級及目標價2.81元；同時予中國遠洋(01919)「沽售」評級，目標價4.25元。



實力雄厚 信譽超卓 天順證券投資有限公司 SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED

頭牌手記

口沈金

大市留力 有所等待

港股昨日對預算案的公布反應平靜，少因稅費的增減而引致有資金入市，雖然美股隔晚強勁回升，但港股恒指升至一三一五〇水平時，就有阻力，結果僅能重上一三〇〇〇關，以一三〇〇五點收市，升二〇六點，前日的失地三七六點依然未能完全收復。

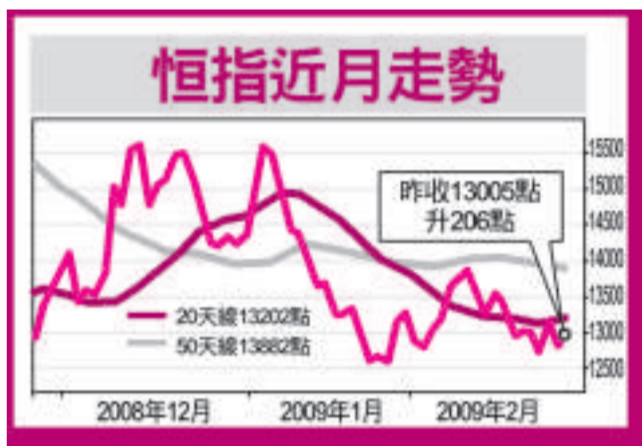
國企股也升勢平平，指數收七一八二，升一五點。全日總成交三百七十二億元，與上日相近。由於今日就是二月期指結算，昨日真正買賣的，多為期指盤，二月期指收一二九四〇，低水只十五點，成交九萬四千手。三月期指收一二八四〇，低水一六五點，成交五萬七千手。似乎三月的滙控、恒生除淨，對期指有一定的壓力。

電盈復牌，因私有化增添變數，買盤審慎，結果逆市下跌一角，收三元八角九仙，滙控、恒生下周一公布業績，昨日雙雙回升，前者升一元四角半，後者升一元七角，「子母」同漲，已是近期難得一見的現象了。

比較之下，華資地產股相對較強，如恒隆、恒地、合和、九倉、新地、太古等，均有不俗的進賬。我之愛股合和，收二十二元五角，升八角半，最高曾上到二十二元八角，今日揭盅，相信不會令捧場客失望也，比對之下，合和基建只升二仙，似乎落後了一些。

可樂表示收購匯源果汁的意向未變，出價仍是每股十二元二角，昨日該股收九元，有三元二角的水位，不過是否收購成功，要過商務部反壟斷法案這一關，而最後期限為三月二十三日，希望在這一期前有結論吧！我頭牌不認為果汁的生產有什麼「機密」，一來乃技術含量不高，可樂所欲收購者乃匯源已佔有的市場而已。二來匯源被併，大可以再開「源匯」與可樂競爭也，其實這同反壟斷關係不大，不要受過份的民族情緒和保護主義影響，若信會成功，當然有可博之道，否則不沾手也罷。

大市有所等待，一切待滙控下周宣布後再說。



經紀愛股

滙控最嚴峻景況已反映

由於美國銀行業面臨國有化及東歐呈現金融危機，滙控(00005)的股價與其國際同業的股價一同下挫。雖然經營環境將持續惡化，但滙控的估值已反映日後極端嚴峻的情況。大福證券因此給予滙控的估值為有形資產淨值的1.2倍，目標價為67.8元。

據一份未經確認的報道顯示，滙控於下周一公布業績前，嘗試進行大型的供股以於市場籌集200億美元。雖然大福認為集團目前並不急於取得新資本，但預期滙豐融資於未來兩年的虧損將會擴大，令該附屬公司越來越需要重整資本，將令市場持續猜測集團有集資需要。

若集團的管理層試圖透過較為雄厚的資本挽回市場信心，或為潛在的併購活動進行部署，可能令市場的猜測自我實現。

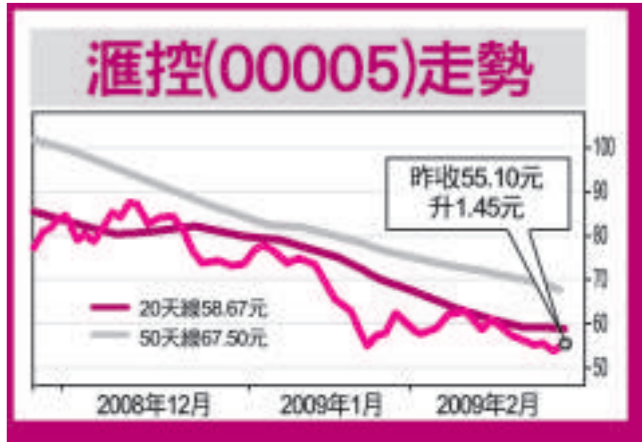
雖然集團於初期有所猶疑，管理層已逐漸將滙豐融資的規模縮小，其分行網絡已縮減三分之一至900間，並已終止其目前的美國業務包括稅務及汽車融資，以至經紀轉介的按揭業務。

然而，其縮減的步伐似乎跟不上經濟狀況惡化的速度，令滙豐融資於2008年第三季末仍擁有約1550億美元的高風險美國消費貸款。預期滙豐融資於未來兩年的年度虧損約為80億美元，而每季的注入資本則近20億美元。

滙控將於下周一公布其08年盈利。預期集團將作出貸款撥備231.85億美元，其中滙豐融資佔141.50億美元，令集團的盈利下跌33%至127.88億美元。

大福預期集團於08年度將就滙豐融資作出商譽減值撥備35億美元。

(大福資料研究有限公司的關連公司為此文提及之證券及/或該等證券之任何權證或期權進行莊家活動。)



財經縱橫

口趙令彬

希拉里訪華乃求財之旅

美國國務卿希拉里訪華之行意義重大，作為首位與巴馬新政府高官訪客，對中美關係帶來了重要訊息：美國積極尋求中國在經貿金融、國際安全及能源氣候等多個領域的全面合作，並把人權等政治分歧淡化。在經濟方面，最突出的訊息是希望中國多買美債，由此支持美國渡過難關走向復甦。但中國是否應多買美債，無論在國內外都是個頗具爭議的話題，值得多加探討。

望中國多買美債

希拉里的行前講話中，讚賞中國一直支持美債，離華前又再強調，希望中國繼續多買美債，故骨子裡是一次求財之旅：全球最大負債國走訪最大國債債主，若不伸手要錢才怪。中美間關於美債問題，固有許多地緣政治因素要考慮，但從投資角度在商言商，也應詳細研究。溫總稱買美債看需要而定乃空泛外交詞令，外長楊潔篪則較為具體，指要看流動性與安全性，實際上還應加上回報率，才可合成評審投資美債的關鍵標準。美債的流動性良好，市場有很大深度是其優點，但安全性及回報如何，卻須要審慎對待。

筆者已指出歐美或會爆發貨幣危機(見本欄2月24日文)，美元亦不穩妥。對海外美債投資者來說，有美元貶值及債券違約的雙重風險，但由於美元乃國際流通貨幣，故美國不必公開違約，只須由印鈔買美債，因而最終都成為貶值風險。另一方面，安全性也是相對而言，目前美元堅挺，反而歐日貨幣走軟，歐元形勢尤其凶險(見本欄25日文)。因此一時間中國不能因安全理由全不買美債，只能逐步向非金融及保價值較強資產轉移，並在各大貨幣的金融資產間合理布局，以符合對外經貿及分攤風險所需。

從長期看，日圓基礎較好：國內儲蓄率高、外儲豐厚而經常帳多有盈餘，只是財赤及國債負擔過高。歐元次之：歐盟對雙赤亦有一定限制，但要能否經得起東歐危機考驗。美元基調最弱，未來關鍵在於能否重建貨幣及財政紀律。奧巴馬之前的「不理財亦救經濟」言論確嚇死人，最近卻有轉變，信誓旦旦地說要在任內把財赤減半。這也有民意支持：最新民調顯示59%美國人民對高財赤十分不安，加上感到一般不安者共87%，顯見絕大部分人仍有理性。但到時能否真正壓下財赤實天曉得，如能則美元可看好，可惜以目前境況看，對此實不宜盲目樂觀。

美元基調偏弱

至於回報則要看時機，因國債息與時俱變。以10年期國債為例，自1981年起至今已近30年的息率下行軌跡，由81年近16%頂峰跌至去年末的約2%歷史低位，期間投資債券均屬利好，但未來息率回升的風險日增，故須防出現大轉勢。在這種情況下投資取向應是存量宜減，新增量絕不宜多。顯然，希拉里要求財有成，必先搞好美國本身事務，尤其要令美債的安全性及回報率提高。

異動股

港鐵有沽壓

口羅星

美聯儲局主席伯南克無意將銀行國有化，美股應聲大升，港股反彈二零六點，以一三零零五點收市。

國企指數則升一一五點，報七一八三收市，大市全日成交額三百七十二億元，上升動力不足。

財政預算案預測下一個財政年度的赤字預期會增加三百九十九億元，憂心世界經濟在一兩年內也未能復甦過來，本港財赤問題趨於惡化，不排除變賣手上資產套現，港鐵(00066)股份可能是減持對象，現時港府持逾千億元港鐵股份，對港鐵股價有一定壓力，昨日收市報十七元七角，微升二仙。

心水股 思捷 (00330) 利豐 (00494) 大新金融 (00400)