

美國又有金融炸彈

口大衛

事實上，股神巴菲特不久前已發出預警，直指美國地方債務有嚴重問題，可能有財政緊縮的州政府，要由聯邦政府出手打救。

AAA 信貸評級難保

一旦如此，將會帶來嚴重的後果，首先是美國三個 A 信貸評級勢必下調，跟着美國國債泡沫大爆破，甚至出現美元貨幣危機。

其實，美國地方債問題如一顆金融大炸彈，殺傷力非同小可，原因美國金融機構手持大量州政府或地方政府所發行債券，總額達到二千一百六十二億美元，為二十五年來最多。

持有州政府及地方政府債券數額最多的金融機構為花旗集團，達一百三十四億美元，而美國銀行及富國銀行分別持有八十五億美元與七十六億美元。

不過，美聯儲局認為地方債不足慮，總值二萬八千億

美元的州政府及地方政府債券，佔整體美國銀行業資產比重僅百分之二而已，但問題是剛從金融海嘯中恢復元氣的美國銀行業，能否承受地方債撥備帶來的龐大損失。

美金融機構揸重貨

因此，醒目資金繼續減持股票避險，君不見日圓兌美元緩緩升至八十七，接近七個月高位，反映出套息交易拆倉活動從未停止。

今年上半年，日圓爆冷成為全球升幅最大的主要貨幣，兌美元上升百分之五，踏入下半年，日圓兌美元與歐元升勢有餘未盡，不排除繼續歐債危機之後，市場擔憂美國再來一次金融炸彈爆發。

日圓走勢已成爲金融市場表現風向標，在日圓升勢未止下，環球股市與歐元匯價有反彈難上升。

電郵: kwlo@takungpao.com.hk

金針集

環球股市與歐元匯價反彈只屬曇花一現，歐美雙底衰退疑慮未消，又來美國地方債危機，美國各州的赤字預算增至一千四百億美元，地方債務違約風險急升，隨時成爲引爆另一場美國金融風暴的炸彈。

地方債違約風險高

一波未平，一波又起。歐債危機可能蔓延至美國，美國部分州府財政正在急速轉壞，加州、密歇根州及紐約州部分城鎮地方債務違約風險最高，面對的困境一如希臘，在失業率高企百分之九點五與樓市急跌之下，州政府財政收入大減，削弱了償還債務能力，除非大幅裁減州府公務員，否則財政問題不易徹底解決。

財經縱橫

口趙令彬

美主權借貸能力惹爭議

英美不乏支持以高財赤刺激經濟的人士，特別是英國金融時報評論員馬丁·沃夫更是傑出代表，不斷撰文羅列理據反駁收緊財政的說法，爲澄清問題必須對沃夫的論點作出分析。

財赤不會引發通脹

具爭議的問題中，首先是高財赤會否引發通脹。沃夫認爲政府不宜過分懼怕通脹而反應過通縮，並指最近一年美國及歐元區 M2 只增長 1.6%，故由流動性過剩帶來的通脹壓力不大。的確，目前國際經濟復蘇勢頭脆弱已令通脹上升風險大減，何況財政刺激的效力亦廣受質疑，難以引致供不應求狀況出現。

其次，要探討高財赤會否導致擠出效應 (crowding out)。沃夫認爲不會，指情況未如李嘉圖補償效應 (Richardian equivalence) 所提示般，當財赤下降時私人投資自會上升。在目前的經濟疲軟狀況下，擠出效應確不會顯著。沃夫又指出現時最重要的，不是財政政策或公共部門影響私人部門並造成擠出，而是反向地由私人部門增加儲蓄造成財赤高升，從而形成擠入效應 (crowded in)，證據是自 2008 年後美國的財務平衡 (financial balance) 中，私人部門已由赤字轉爲盈餘，並約相當於 GDP 的 5%，而財赤則急升至逾一成。

但這完全不能證明有擠入效應：公共與私人部門各自決策，私人盈餘可以用來降低外債（如是則經常帳赤字將下降），或用於減債（如是則私人盈餘本身會下降）。美國財赤年來大升完全來自政治決定，與私人增儲無關。另一方面，也須注意資金的回籠機制 (recycling mechanism)：一是減免稅令私人尤其企業有餘錢可買債券，二是量化寬鬆造成銀行體系資金沉澱，唯有把部分投向買債，實際上就是聯儲局間接地把國債貨幣化。這些回籠現象將削弱宏調擴張政策的刺激經濟作用。

第三個爭議點是對主權借貸能力的評估。當格林斯潘及部分市場人士擔心美國的借貸能力時，沃夫卻認爲沒問題，並指英美在舉債上有優勢，包括：（一）私人財務盈餘相等於於赤字大部分。（二）私人投資者需要能匹配其債務的投資出路。（三）市場流動性高。（四）有浮動匯率可減低調整壓力。（五）美債仍是全球最佳的儲備資產。

勿高估美借貸能力

其實，當投資者信心消失時上述各項都無很大作用，到時私人投資者不會選擇美債，令其流動性降低，而在浮動匯率下若美元持續貶值，將更會嚇怕投資者。過去許多發展中國家如何阿根廷等發生危機，均非因國民無錢，而是因國家儲備無錢去支持幣值，人民的錢都跑到海外，令海外資產數量足可抵銷大部分負債。之前有調查顯示許多美國人並不信任國家，反認爲最終會出現債務違約事件。美國人絕不會如日本人憑愛國心買低息國債，也不會如韓國人在國難時捐出金飾奉獻國家。

異動股

新地反彈乏力

口羅星

歐美經濟數據差，歐元匯價反彈乏力，升上一點六二只是曇花一現，轉眼又回落至一點二五，歐美股市周二先升後回，港股昨日低開，將前日的升幅差不多一筆勾銷，A 股連升第二日對港股刺激不大，恒指收市報一九八五七，跌二二七點。

國企指數亦跌一五一點，以一一三零五收市，成交金額有四百二十九億元。

新鴻基地產 (00016) 本周有新盤開售，無助穩定股價，昨日跌八角，勉強守於一百零六元。

心水股

- 萬邦投資 (00158)
- 江蘇寧滬 (00177)
- 蒙牛乳業 (02319)



美國部分州府財政正在急速轉壞，其中紐約州部分城鎮地方債務違約風險最高。圖為紐約鳥瞰圖

中航運具投資價值

股海篩選

摩根士丹利發表報告指，中航運 (00368) 的船隊成本低，加上財政狀況強勁，極具投資價值及長期增長潛力，反周期船隊擴張可充分利用自有乾散貨船；以及可能獲注資提升價值。給予「增持」的初始評級，目標價 4.07 元，相當於 40% 上升空間，該股昨日收報 2.94 元。

大摩預料波羅的海指數 (BDI) 會維持波動，該公司財政狀況強勁，有助表現優於同儕。坐擁每股淨現金 2.24

元，加上船隊價值每股 2.15 元，現價較清算價值折讓 28%；今年市賬率僅 0.7 倍，較同業平均 1.3 倍折讓 46%。

由於中航運的船隊成本較低，受油價波動風險亦較少，2009 年毛利率與內地同業相比高出 36 點子，乾散貨業務的每載重噸毛利亦明顯較競爭對手中國遠洋 (01919) 及中海發展 (01138) 高。

報告指出，中航運獲母公司中國外運集團的潛在注資機會，或可令其業務更多元化，同時可直接面向最終用戶，有關垂直整合使其客戶基礎更具持續性及產生更多協同效益。

蒙牛年增長 104% 超世界水準

口勝利證券 高鵬

券商薦股

隔夜美股升幅大幅收窄，周邊股市停滯不前，恒指早市低開逾 200 點下試 19800 點支撐後靠穩，市場觀望情緒依然濃厚，截止收盤，恒指全日收報 19857.07 點，跌 227.05 點或 1.13%；成交相比上日略減至 425.02 億港元。至於即日期指則收報 19786 點，跌 242 點，仍低水 71 點，成交 60371 張。

昨日 A 股市場走好，但港股市場卻與內地市場背道而馳，主要是因爲相比香港市場，A 股前期跌幅過大，因此短線存在技術反彈的需要。隨着農業銀行 (01288) 和中國銀行 (03988) 的申購集資結束，市場在資金面上，暫時趨於緩和。如果內地市場能夠連續回升，或對港股起到積極作用，但市場成交量依然很小，反彈幅度應不會太高。

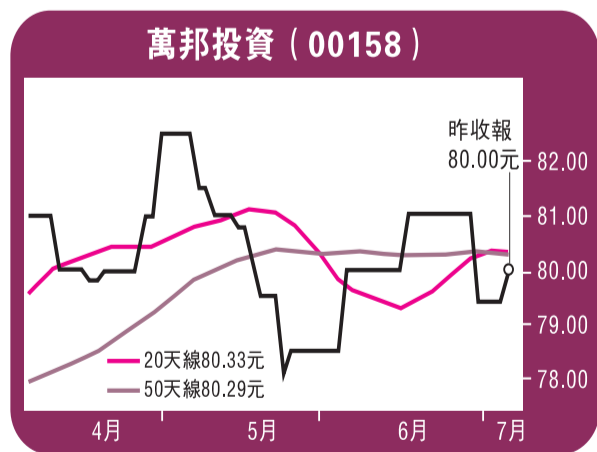
從近期消息面上看，利好因素不斷積累，包括內地「二次經濟刺激」計劃出台的猜想、西部大開發力度加強

、貨幣連續淨投放等；但投資者理應在此時保持謹慎，市場融資巨大、資金緊張，以及對未來經濟預期的不樂觀等因素，都將制約股市的反彈。

大市目前整體上仍處於弱勢格局，市場信心的修復需要有個過程，農行上市和中行融資對資金面的考驗仍不可輕視，近日反彈缺乏成交配合也明顯反映出人氣還未完全凝聚。在操作方面，當前市場環境仍未完全好轉，未來市場仍會有反覆的過程，投資者不宜此時重倉入場。

個股推薦：蒙牛乳業 (02319) 在荷蘭合作銀行剛剛公布的全球乳業 20 名單中，蒙牛位列 16 位。公司表示未來幾年進入世界前十強，而過去十年全球乳業年均增長率 1.5%，中國是 20%，蒙牛達到 104%，公司增長幅度遠超過世界平均水平。

公司一直致力提高原奶的收購質素，意味着公司未來的原奶成本將會增加，但在經過前期毒奶事件後，此舉難可能降低公司毛利率，但從長期發展上將對公司擴大市場份額，提高銷售有積極影響。



萬邦投資股壇奇葩

口古平仁

今年上半年香港股市半生不死，恒生指數浮沉於二萬點水準之間，連被稱爲亞洲股神的「四叔」李兆基亦表示無法看過後市，不少股份在這上落市中跌幅高達四、五成，投資者偶一不慎，損失頗爲嚴重。

香港物業市道並沒有因爲股市而下跌，最近更因賣地成績理想，樓價再創新高，奇怪的是，本港的地產股份大部分未能追隨樓市而上升，明顯地地產股已落後於實際的地產市道，所以投資地產股可能是一項明智的抉擇。

衆多地產股中，萬邦投資 (00158) 較少人留意。恒生指數雖然未重上三萬點歷史高位，但該股今年已升破其歷史高位，爲港股少數創出歷史新高的股份，可說是股壇奇葩。

該股爲收租股，主要持有中區皇后大道中的萬邦行商場舖位及寫字樓，以及金利商業大廈舖位及寫字樓，兩者的出租率均逾百分之九十。今年首六個

月，集團物業出租率分別上升百分之二及百分之七，因此半年淨溢利已達一億七千萬港元。期內由投資物業公平價值上升所帶動之溢利增長爲一億五千萬港元。

期間來自租賃業務之營業溢利由五千二百萬港元，上升百分之八而至五千六百萬港元，隨着經濟進一步改善，該公司期內續約租金持續上調，租金收益保持穩定增長，因此期內之收益亦同時增長百分之七而至七千二百萬港元。

雖然目前股價已升上八十元新高，但公司的每股資產淨值高達一百零二元，相較之下仍有約兩成的折讓。今年全年地產市道仍然向好，該股的預期市盈率僅有六倍左右，故此現水準該公司仍有一定的投資吸引力。由於該公司業務單純，而且香港的物業租賃業務是一門穩健必賺的業務，是故現在與其購買樓宇物業，倒不如持有這類股份更加可靠。

實力雄厚 信譽超卓

天順證券投資有限公司 SKYWAY SECURITIES INVESTMENT LIMITED

香港銅鑼灣希慎道 33 號利源 33 樓 3302 室
電話: (852) 2907 2300 傳真: (852) 2907 2309 電郵: info@swi.hk http://www.swi.hk
上海辦事處 電話: (021) 6120 9400

頭牌手記

口沈金

新股破底熱潮不再

前日的港股憑末段的衝刺，幾經辛苦重上二〇〇〇〇關，不少人以爲昨日的市況一定是好友乘勝追擊了，殊不知在外圍市況無大變動之下，港股卻完全走樣，甫開即跌逾二百點，幾乎將前日的進賬一舉抹去。最低時恒指報一九八〇〇，跌二八四點，收市一九八五七，跌二二七點。國企指數收一一三〇五，跌一五一點。全日總成交四百二十五億元，較上日少四十億元。

二萬點關得而復失，確實令人有點泄氣。不少人在追問昨市之跌原因何在，我相信主要是市場仍爲農行上市問題謀劃計算，甚至有人傳言農行上市很可能即時破底。自然，這只是揣測而已，但顯示新股熱潮不再，太多的集資，市場的確感到吃不消。

昨日上市的两隻新股，一開即跌破底價，已經頗能說明問題了，還是歲寶這隻新股情願取消上市，可能就避過破底的厄運。市況如此，夫復何言哉！

恒地天匯事件越鬧越大，這亦影響了恒地以至同級的地產發展股，連長實、新地也不得不陪跌，特別是長實，下跌一元四角半，有點過火。由於條例規定上市公司董事在業績公布前一個月不可以買賣相關公司的股份，所以李嘉誠增持長、和，亦到此爲止，可能暫時要承受淡友的壓力，不過我仍相信在九十元左右買長實，肯揸中長線，風險應不大。

地產發展股不振，而收租股及本地基建股就表現出色。我頭牌兩隻愛股希慎 (00014) 與合和 (00054) 都逆流而上，前者升六角，後者升三角半，均處近期的高價水平。希慎每股資產淨值三十五元二角七仙，現價二十二元七角，仍有大把折讓，故買家依然有膽大手吸進。至於合和，今期派末期息，吸引力更大。合和的樂活道新樓盤改租爲售，訂價不廉宜，但因屬真正豪宅區，慢慢賣肯定可以去貨，這亦是合和今期業績的一張皇牌。

七月期指收一九七八六，低水七十一點。似乎淡友還想繼續滯市，如何走向，本周所餘兩個交易天當是關鍵。



經紀愛股

江蘇寧滬路費增盈利升

口大福證券

基於預期江蘇寧滬 (00177) 交通流量將堅穩增長，收入亦逐步上升，尤其是交通流量組合改善及重型貨車的路費增加，因而預測該公司於 2009 至 2011 年度的每股盈利將錄得 12% 的複合年增長率。按興建、營運、轉移項目安排下經營的收費公路的貼現現金流分析計算，遂將該股目標價上調至 8 元，相當於並不昂貴的 2010 年度預計市盈率 15.3 倍，其股息率則爲具防守性的 5%。該股昨日收報 7.020 元。

於 2010 年第一季度，江蘇寧滬的收入大增 29% 至 15.6 億元（人民幣，下同），純利則躍升 39% 至 5.96 億元。該公司的核心資產滬寧高速公路江蘇段佔公司 2009 年度總路費收入 82%，並佔整體經營利潤 86%，由於其經營地區的經濟發展迅速復蘇，因此，於 2010 年第一季度及 2010 年首 5 個月，該路段的日均交通流量分別按年回升 14% 及 13%。於 2010 年第一季度，由於更多貨車使用該路段，以及重型貨車的路費增加，導致每架次全程日均收入按年回升 9% 至 193 元，日均路費收入則按年大增 24% 至 1080 萬元。

2010 年第一季度的貨車日均交通流量按年上升 27%，佔整體交通流量的 29.4%，較去年同期增加 2.8 個百分點。根據江蘇省政府的指令，由 2009 年下半年起，載貨量逾 10 噸的貨車使用省內高速公路的收費按每噸公里 0.09 元至 0.05 元的遞減方式計算，以取代過往的 0.09 元至 0.04 元的計算方式。路費上升至少有助抵銷因嚴重負重貨車使用公路而所增加的維修成本。

整體上，江蘇寧滬其他收費公路資產的表現亦有改善。除因少量交通分流至新競爭道路，引致 312 國道滬寧段的日均路費收入按年下跌 10% 外，於 2010 年第一季度，廣靖、錫澄及蘇嘉杭高速的日均路費收入均分別上升 9%、14% 及 19%，而寧連公路南京段的日均路費收入更上升 42%。

