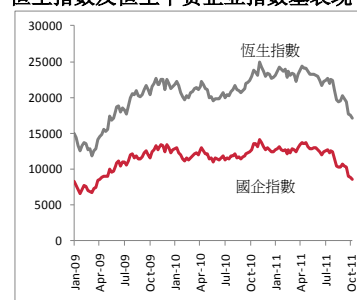


宏观与策略 - 两个重大风险在前，未来仍会波动

- ❖ **香港股市 2011 年第 3 季下跌超过 20%。**恒生指数及恒生中资企业(H 股)指数分别在 2011 年第 3 季下跌 21.5%至 17,592 点及 29.1%至 8,917 点，两个指数皆为过去两年的低位。下跌的源头来自 8 月初美国国债上限，然后欧债危机(尤其是希腊)加速股市下滑。除非主要风险被移除，未来全球股市仍会动荡。
- ❖ **欧洲风暴扩散中。**欧洲国债危机不单困扰欧猪五国(葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊及西班牙)，更影响欧洲银行体系。穆迪在 10 月 4 日将意大利信贷评级下调，反映对其经济增长担忧。希腊及意大利的国债分别占其 GDP 的 143% 及 119%，而且希腊的财政赤字占其 GDP 的 10.5%，希腊将面临较高的破产风险。因此部份法国银行因拥有希腊政府或企业的债务而引致信贷评级下调，德克夏金融集团(Dexia, DEXB BB)-一家比利时及法国合资银行-的资产将被分离及正等候比利时及法国政府的援助。除非部份国家脱离欧盟，我们认为欧债危机短期内难以解决。
- ❖ **中国民间借贷为另一计时炸弹。**中国总理温家宝在国庆期间探访温州的企业，他呼吁要对中小企加以援手。有报导说个别温州企业的负责人因欠下超过 20 亿元人民币的债务而失踪及逃走。民间借贷在浙江及东莞盛行，年息达 120% 或更高，所以部份借款人未能偿还债务而逃走，企业东主的失踪可能引起银行坏账。我们相对唯一对民间借贷的解决办法是对其规范，为中小企提供合理的融资渠道及改变紧缩的货币政策。不然，中国的经济增长可能受到民间借贷问题的拖累。
- ❖ **高波幅但估值便宜。**虽然恒生指数上日上升超过 900 点，但我们认为是一个短期的反弹而不是一个长期的上升趋势。未来数月，欧债危机及中国的民间借贷风暴将是市场的焦点。目前，恒生指数及恒生中资企业指数的市盈率分别为 8.9 倍及 7.0 倍，估值便宜。不过，我们认为不利消息将阻碍股票市场在未来数月(至少至 2011 年前)的升势，股票市场仍然脆弱及敏感。

恒生指数及恒生中资企业指数基表现



来源: 彭博

欧猪五国经济指标

國家	GDP	負債	預算	CPI
希臘	同比	佔GDP(%)	佔GDP(%)	同比
意大利	-5.5	142.8	-10.5	1.7
愛爾蘭	0.8	119.0	-4.6	3.1
葡萄牙	2.3	96.2	-32.4	2.2
西班牙	-0.9	93.0	-9.1	2.9

来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。