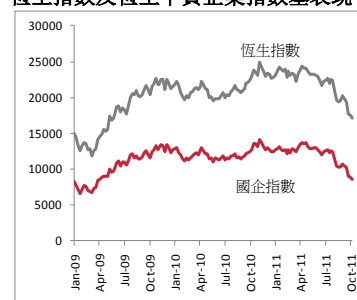


宏觀與策略 – 兩個重大風險在前，未來仍會波動

- ❖ **香港股市 2011 年第 3 季下跌超過 20%。**恆生指數及恆生中資企業(H 股)指數分別在 2011 年第 3 季下跌 21.5%至 17,592 點及 29.1%至 8,917 點，兩個指數皆為過去兩年的低位。下跌的源頭來自 8 月初美國國債上限，然後歐債危機(尤其是希臘)加速股市下滑。除非主要風險被移除，未來全球股市仍會動盪。
- ❖ **歐洲風暴擴散中。**歐洲國債危機不單困擾歐豬五國(葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘及西班牙)，更影響歐洲銀行體系。穆迪在 10 月 4 日將意大利信貸評級下調，反映對其經濟增長擔憂。希臘及意大利的國債分別佔其 GDP 的 143% 及 119%，而且希臘的財政赤字佔其 GDP 的 10.5%，希臘將面臨較高的破產風險。因此部份法國銀行因擁有希臘政府或企業的債務而引致信貸評級下調，德克夏金融集團(Dexia, DEXB BB)-一家比利時及法國合資銀行-的資產將被分離及正等候比利時及法國政府的援助。除非部份國家脫離歐盟，我們認為歐債危機短期內難以解決。
- ❖ **中國民間借貸為另一計時炸彈。**中國總理溫家寶在國慶期間探訪溫州的企業，他呼籲要對中小企加以援手。有報導說個別溫州企業的負責人因欠下超過 20 億元人民幣的債務而失蹤及逃走。民間借貸在浙江及東莞盛行，年息達 120% 或更高，所以部份借款人未能償還債務而逃走，企業東主的失蹤可能引起銀行壞賬。我們相對唯一對民間借貸的解決辦法是對其規範，為中小企提供合理的融資渠道及改變緊縮的貨幣政策。不然，中國的經濟增長可能受到民間借貸問題的拖累。
- ❖ **高波幅但估值便宜。**雖然恆生指數上日上升超過 900 點，但我們認為是一個短期的反彈而不是一個長期的上升趨勢。未來數月，歐債危機及中國的民間借貸風暴將是市場的焦點。目前，恆生指數及恆生中資企業指數的市盈率分別為 8.9 倍及 7.0 倍，估值便宜。不過，我們認為不利消息將阻礙股票市場在未來數月(至少至 2011 年前)的升勢，股票市場仍然脆弱及敏感。

恆生指數及恆生中資企業指數基表現



來源: 彭博

歐豬五國經濟指標

國家	GDP 同比	負債 佔GDP(%)	預算 佔GDP(%)	CPI 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

來源: 彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。