



GIA

資產管理季刊

GIA Financial Planner • GIA Asset Manager
寰宇理財 寰球收益

集團沿革與發展：

- ◆ 西元2001年成立於香港，開展了立基香港、面向中國的營運策略與組織發展。業務始發展於香港之財富規劃師暨境外財富管理平臺服務，目前為香港前三大之獨立理財顧問服務提供者（非銀行與保險之財富管理業務服務提供者）。
- ◆ 繼香港平臺“前店後廠”商業模式之發展後，繼而擴張其服務至資產管理服務與理財培訓業務，並逐步將市場由香港、臺灣發展至大上海與廣東珠三角地區，構成三大商業模式與業務主軸下兩岸三地跨區域經營型態。
- ◆ 目前以香港總部暨上海區域總部為營運基地與投資主體，並繼續尋找內地投資與保險顧問等行業的投資與業務發展機會。
- ◆ 目前共有五家公司，有當地監理機構所核發的證照公司共三家，並繼續申請香港暨內地之資產管理暨資產顧問諮詢、訓練等服務之相關證照與資格。

所屬公司簡介：

寰宇投資顧問股份有限公司

Global Investment Advisors Ltd. (HK)

於2000年成立，透過與國際金融機構合作開發及代理各項金融投資保險等商品，並經由財務顧問提供財富管理與遺產稅務規劃諮詢服務予高資產客戶。

- ◆ 「香港證券及期貨事務監察委員會 (HK SFC)」許可經營持牌法團（中央編號：AGN867）
- ◆ 「香港保險顧問聯會 (HK CIB)」會員（會員編號：330）
- ◆ 「香港財務策劃師學會」會員（會員編號：C000088）

寰宇財富管理服務有限公司

Global Wealth Services Inc. (HK)

2002年成立，以發展金融及保險商品之平臺服務與相關顧問業務，提供產品與客戶管理服務系統予大中華地區之獨立財務顧問 (IFA)、保險經紀暨證券金融機構等公司，協助經營其客戶關係與服務。

- ◆ 「香港保險顧問聯會 (HK CIB)」會員（會員編號：384）

寰益投資諮詢(上海)有限公司

Global Securities Advisors (Shanghai) Ltd.

成立於2007年初，以提供全球投資顧問研究、資產管理顧問與投資理財訓練服務為主。

寰益資產顧問有限公司

Prosperity Asset Management Inc. (HK)

2004年成立，提供集團整體資產管理服務與投資研究，預計向香港證期會申請相關證照。

GIA Global Funds Inc. (B.V.I)

成立於2004年，取得B.V.I.證監會基金管理證照，可發行境外基金產品與提供專戶管理服務。

GIA Financial Planner • GIA Asset Manager
寰宇理財 寰球收益



編者的話

近年來，隨著油價節節高漲引發的通膨壓力，使得民衆由以往保守的銀行存款與購買儲蓄險的理財方式，轉為投資股票/基金以及投資連結型保單以提升投資績效打敗通膨。

伴隨全球金融規管的逐漸開放，如大陸開放QDII產品、香港取消遺產稅、增加避險基金的註冊等等，金融商品的設計也更加豐富多元化，投資人的需求已經由基本的理財晉升至財富管理領域，這可由中港臺商業銀行目前競相推出財富管理服務業務可見一斑。

然而在財富管理領域中，當瞭解客戶的理財需求與投資屬性後，如何據此提供最適切的投資策略與資產配置才是財富致勝的重要關鍵。

因此，GIA Financial Group以往曾因應不同市況與主題印製不同的投資理財刊物，如「遺贈稅賦規劃手冊」、「2007年全球投資回顧與展望」及「理財啟示錄」等，自2008年起我們將刊物統一更改為以「資產管理」為主軸，輔以「理財策劃」為經緯，每季提供投資人全球金融市場的投資展望分析與資產配置應用策略，以及理財策劃相關技巧，並定名為【GIA資產管理季刊】，期能每季提供投資人中長期投資方向與理財指標，共創財富人生。

在2008年的首季，我們將為您做全球金融市場動向的趨勢分析，並對去年表現亮眼的深滬與香港股市未來發展提出看法。整體來看，08年的投資主軸包括：

- (1) 以中國為核心的亞洲新勢力；
- (2) 以德國、俄羅斯為軸的歐盟東擴；
- (3) 天然資源與替代資源。

至於在中港股市的部份，中國股市繼續走牛的基本面依舊，不過可以肯定的是2008年牛市的繼續會比2007年更複雜；香港本地資產泡沫的聚集更可望催生出一段令人欣喜的行情。

GIA資產管理季刊

發行日：2008年1月

出版者：GIA Financial Group

編輯：GIA 投資研究部

地址：2604-8, Shui On Centre, 6-8 Harbour Road, Hong Kong

目錄 Contents

■ 趨勢分析

P 2 結論與建議

P 3 美國的「全球化」走向死胡同

P 9 經濟巨頭熄火，全球面臨衰退危機？

P 12 看不見谷底的美元熊市

■ 市場分析

P 15 2008中國 A 股市場展望

P 21 資產價格上漲可望醞釀港股亮眼行情

註：本著作若日後內容或相關法規有所變更，恕不另行通知。

著作權所有，本刊圖文非經同意不得轉載節錄使用。

結論與建議

- 美國所訴求的「全球化」發展策略即將伴著美元持續貶值而隨之煙消雲散，與美國經濟脫勾並且朝向「區域化」的發展才是自求多福的良方。在這大前題下，08年的投資主軸為（1）以中國為核心的亞洲新勢力（2）以德國、俄羅斯為軸的歐盟東擴（3）天然資源與替代資源。
- 新興國家以高速步伐擴張，新增需求也隨之湧現。特別中國擁有13億人口，每年10%以上的速度成長；再加上人民幣匯價的上揚，中國人財富的膨脹速度更見可怕，為了滿足中國人的需求增長，資源類商品的市場需求只會日益增加，價格也難以大幅回落。
- 雖然全球經濟正在逐步放緩，中國的出口增速也將受到影響，但是內需足夠強勁的中國經濟仍將保持高速增長，而人民幣升值加速，奧運會作催化劑，中國股市繼續走牛的基本面依舊。不過可以肯定的是2008年牛市的繼續會比2007年更複雜。
- 展望2008年，支撐港股強勁增長的有利條件仍有望延續。首先，中資上市公司仍然有望達到20%的盈利增長。其次，在人民幣加速升值的大背景下，紅籌股和國企股作為優質的人民幣資產其增值功能更加突出。另外，香港本地資產泡沫的聚集更可望催生出一段令人欣喜的行情。



美元如同『國王的新衣』一樣罩不住

本報告性質為金融市場研究，並不供做投資參考；內容由 GIA Financial Group 研究團隊與第三方機構提供，相關事項請參閱最末頁免責聲明。

趨勢分析：

美國的「全球化」走向死胡同

在「全球化」的謊言之下美國妄想用美元，消耗全世界的資源，而美國人借貸消費也是在耗費他們未來的資源與購買力…

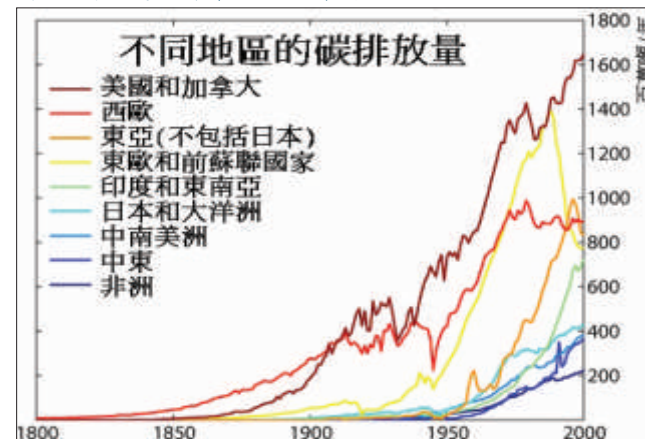
錢宜成

寰宇投資顧問股份有限公司
執行董事

擁有13年投資研究的經驗並且曾經擔任大型金控/銀行研究部主管與基金經理人職務，工作之餘也擔任「上海財經大學國際從業資格教育學院」與「臺灣金融研訓院」之『全球投資講座』主講人。具備「倫敦商學院」財務專業與大學工程背景，其專長為針對機構與個人客戶提供量身訂作的解決方案…

2008年的投資展望很難寫，因為此持續五年的牛市行情讓市場把所有能說的故事都講過不只一遍。但是逆向思考來看，結論又是非常好寫，因為好的一方繼續向好（如中國的經濟成長繼續過熱），壞的一方也繼續沉淪（如美國的信用繼續惡化），不過重點還是要強調，美國所訴求的「全球化」發展策略即將伴著美元持續貶值（實際上代表美國信用破產）而隨之煙消雲散，「區域化」的發展才是自求多福的良方。

圖一：美國是全球最大的污染源



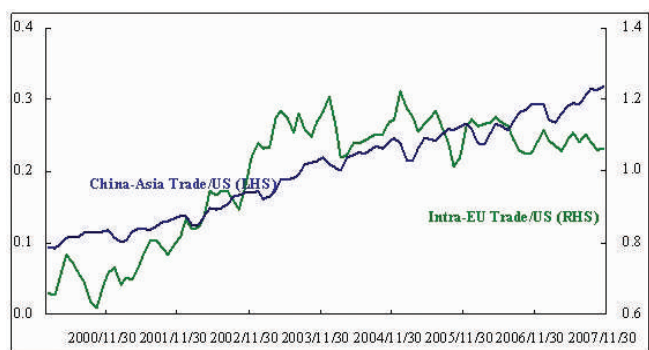
資料來源：United Nation

向全世界認錯，伊朗也不會像童話中的小孩一樣獲得寬恕，反而要時時耽心美國的懲罰。在「全球化」的謊言之下美國妄想用（沒有什麼價值但是取之不盡的）美元，消耗全世界的資源，而美國人借貸消費也是在耗費他們未來的資源與購買力。當美國自以為代表世界時，其實已經把自己的短期利益放在其他國家之上，從身為污染地球、消耗資源最嚴重的國家，美國卻拒絕簽署京都議定書(Kyoto Protocol)以善盡環境保護的義務這件事可見一斑。



中國 + 東盟10國

「中國東盟自由貿易區的設想是 2000 年在新加坡召開的領導人會議期間提出的。當時東盟方面提出中國加入 WTO 對東盟影響的關注，中國方面提出了建立中國東盟緊密經濟夥伴關係的建議，其中包括建立中國東盟自由貿易區。」2005年東盟首腦會議通過的《東盟第二協約宣言》，確定了在2020年建立東盟自由貿易區的目標，這是實現東盟一體化的三個支柱之一。中國－東盟自由貿易區涵蓋約17億人口，約占世界人口的23%。



圖二：歐盟區內貿易額與美國貿易額相當，亞洲區還有很大成長空間

資料來源：Bloomberg

圖二中我們計算美國、歐盟、中國與亞洲的貿易額（出口加進口總額）做比較，歐盟區內貿易額，與美國的貿易額相當，2004年時甚至於達到接近其1.5倍的水平。相形之下，中國與亞洲的區內貿易額，只有美國貿易額的30%左右，未來還有很大的成長空間。

由於東盟10個成員國經濟發展水平參差不齊，去年越南、老撾、柬埔寨和緬甸4國的人均國內生產總值平均只有356美元，而泰國、菲律賓、馬來西亞、印尼、汶萊和新加坡等6個老東盟成員的人均國內生產總值平均已達1,626美元。《框架協議》規定，汶萊、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡和泰國6國在2007年之前將11個優先領域的產品關稅削減為零。柬埔寨、老撾、緬甸和越南4國將在2012年實現對這11個領域產品的減免稅。這11個優先領域包括：農業產品、航空運輸、汽車、資訊技術、電子電器、漁業、醫療保健、橡膠產品、紡織服裝、旅遊業和木製品。

開發中國家與未開發國家

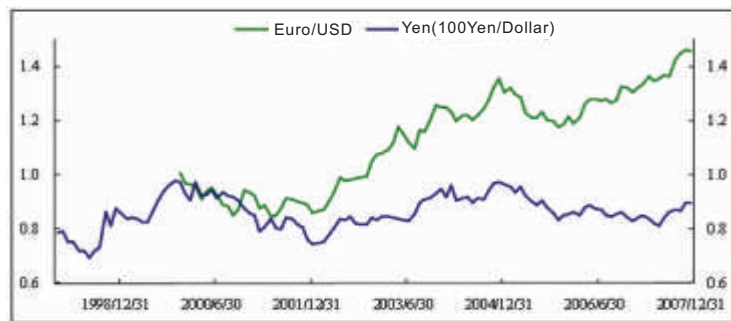
老撾、柬埔寨、越南和緬甸4個經濟相對落後國家的領導人，簽署了《加強柬老緬越經濟合作與一體化萬象宣言》，通過了《緬甸－老撾－越南發展三角區社會經濟發展總體計畫》，以加強該地區在互惠領域的經濟合作與互助行動，縮短與東盟其他成員國間的差距。



中國和東盟自由貿易區的發展是否利於東亞合作進程，成為加快東亞一體化的一個有利因素，基本上我個人是存疑的。不過，我認為其問題的根源是日本——經濟上它遲遲不願開放其國內市場，政治上亦遲遲不願放棄其孤立主義（緊抱美國的大腿而不願對亞洲伸出友誼之手）的結果，使得它一直無法成長整合亞洲市場的主要力量。

我們看好亞洲長遠的發展，但是也要提醒投資人她所包含的風險也很大。未開發國家的其實還無法假設它們必然會進步到成為新興市場，現在看到的股市大漲，其實依然是資金面的推動，在資金依然流入的狀況下，展望持續看好。這種市場對於「流動性」又期待又怕受傷害的特性，也是誘發金融風暴的高危險地區，正是中國人所謂「福者禍所倚」的本質。

圖三：日本的匯率政策，顯示它沒有開放市場的誠意



資料來源：Bloomberg

德國復興

「An efficient labor market - **getting the right workers into the right jobs and wrong workers out of the wrong jobs** - has helped give the United States an edge over other industrialized nations' economies」- William Poole, president of the Federal Reserve Bank of St. Louis.

1990年10月兩德統一為德國的經濟帶來沉重負擔，並使其增長在統一後數年持續放緩。根據柏林大學所發出的文章，兩德統一的經濟代價約為一兆五千億歐元，比當時全國的國債還多。東德的弱勢經濟狀況及不切實際的兩德貨幣兌換率（基於政治動機），令東德工業競爭力大幅下挫並使不少工廠倒閉，導致經濟重大損失。當時東德需依賴每年一千億歐元的特殊補助來重建其經濟，而從西德提供的商品資助亦使西德資源緊缺，最後導致不少最初受東德政府支援的虧本工業需要私有化。兩德統一後，大部份前東德地區處於近20%的失業率。高失業率導致許多德東人移居到西部找尋工作而令當地人口持續下降，以專業人士的流失尤其嚴重。

我們認為德國在統一之後的痛苦蛻變之中，獲得二項寶貴的經驗：第一是企業改革——包括國營企業私有化之後的改革與東西德原有產業架構的重整；第二是勞動力流動性的提高。尤其是勞動力流動性 Labor Mobility是產業升級與重整的過程中必



備的要素，這二項要素將使得德國在未來歐洲聯盟向東擴張與整合的過程中，需要經歷產業升級與分工、裁撤、重整與再投資活動，佔有較高的戰略優勢。

歐盟東擴

2004年歐洲委員會把十個候選國於納入歐盟中，她們包括：

愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛、波蘭、捷克、匈牙利、斯洛伐克、斯洛文尼亞、馬爾他和賽普勒斯。於2007年加入的國家則有保加利亞、羅馬尼亞，而目前尚在候選名單的候選國是土耳其、克羅地亞與馬其頓共和國。

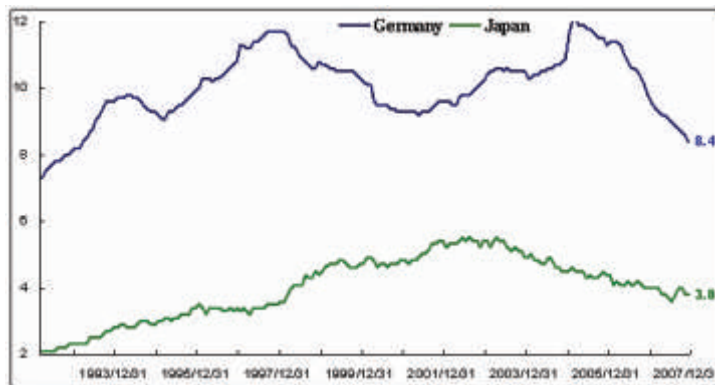
波蘭、捷克、匈牙利在加入歐盟後至2006年底其股市各自上漲了超過150%，德國股市同期上漲了64%。此外，雖然2001-2007年歐元累計升值超過65%，但是德國自2004年開始成為全球最大的出口國（以價值計算），主要原因就是來自於東方的成長，以及德國本身重整成功後，競爭力提升的表現。我們認為，歐盟東擴提供了廣大的腹地供歐洲企業建立新而自給自足的「價值鏈」（產業中不同附加價值過程的分工體制），這是未來歐洲經濟逐步與美國經濟脫鉤（Decoupling）的基礎。



圖五：保加利亞、羅馬尼亞加入歐盟前後股市均上漲

資料來源：Bloomberg

圖四：德國的就業市場有結構性的改善；日本的終身雇用制則阻礙自己的改革



資料來源：Bloomberg

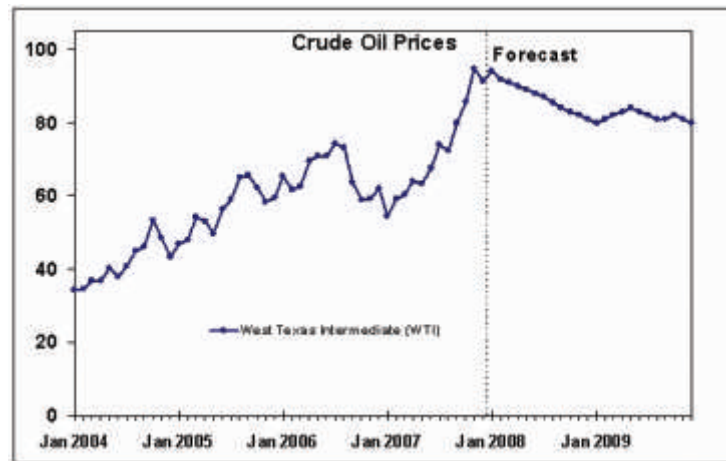


天然資源的長期爭奪戰

從2006-2008年鎮海、舟山、黃島、大連等中國的戰略石油儲備四大儲油基地將陸續完工，而2015年的長期目標是儲備90天的使用量，以2007年中國原油日消耗量約7百萬桶計算，中國將儲備超過6.3億桶原油，與美國的7億桶戰略石油儲備相去不遠。若加計民間商用庫存，美國原油總庫存超過10億桶，估計中國將會亦步亦趨。

根據中國的商務資訊部的預估，中國的石油自給率在2010年下降到54.7%，2020年降到44.6%，而目前石油進口有約74%來自於中東與非洲，而且90%以上來自於海運，因此中國積極與俄羅斯爭取石油探勘與運輸管線的合作以分散風險。另一方面，過去俄羅斯的石油主要出口至歐洲市場，本身也有分散風險的需求，加上未來開發的新油田主要位於東西伯利亞地區，地理位置離中國較近，使得中俄的石油管線計畫順理成章的成行，在東西伯利亞太平洋管線的中國支線將於2012年完工，中國將獲得此運量的37.5%，另一方面原有的中哈管線（連接哈薩克的油田），亦有可能擴建讓俄羅斯能借道出口，俄羅斯計畫在2015年把出口至東方（包括中日韓）的石油從目前占產量的3%提高到占30%。

圖六：原油價格預估



資料來源：Bloomberg

風險—將來自於最能築夢的地方

「人們從過去的錯誤中學習，並繼續犯下新的錯誤…」 -- Emanuel Derman

…還有，在財務學上所假設的理性預期本身所隱含的風險。我認為『部份市場參與者並不會從過去的錯誤中學習，因此除了會犯下舊的錯誤之外，還會繼續犯下新的錯誤』。



我們看到的美國房地產的『泡沫破滅』，其實是源自於2000~2003年聯邦資金利率從6.5%一路降至歷史低點1%，並且帶動全球主要中央銀行同步降息的結果。而前次千禧年的科技泡沫之所以能夠營造的那麼大，部份是肇因於1998年短期降息的結果。而1998年短期降息則是肇因於LTCM公司倒閉，美國為避免發生「本土性金融風暴」所產生的結果。如果把更早與更小的迴圈納入考慮，1987年黑色星期一美股的崩跌也讓聯邦資金利率短期降息，之後進入高峰再墮落谷底。

回顧1998年的金融危機，源自俄羅斯國債停止償債開始，引起對沖基金公司LTCM倒閉，而美聯儲因應危局採取大幅減息以增加流動準備，境外資金也回流美國造成亞洲金融風暴。美聯儲增加流動準備的決策為1999年的科技股提供絕佳的哄抬的機會，進一步營造股市泡沫然後走向破滅。

2006年8月對沖基金公司Amaranth在天然氣投機交易中虧損46億美元之後倒閉，相對於1998年9月LTCM公司虧損42億美元之後倒閉的事件，市場的免疫力增加許多。只不過我們認為美國次級房貸事件造成的信用危機尚未結束，因為目前仍然有許多衍生性商品缺乏市場報價無法評估其損失(市場估計金額由1,000億至5,000億美元不等)。而且美聯儲為了解決信用危機採取緊急降息的措施有可能是與1998年一樣錯誤的決策，有利於造就另一個更大的資產泡沫(也許2010年?)。

我們認為當前經濟發展的一大危機是執政者的決策錯誤，而我們也看到市場再一次設下陷阱讓美聯儲不得不往陷阱中跳。歷史總是不斷重演，我們也不預期人能從歷史中學習教訓。回顧這些市場危機與其所因應的金融政策其實證明其中沒有理性的存在，反而較能印證其一直在過熱與過冷的二個極端之間擺蕩。從目前全球資金對於中國市場與中國概念的追捧，很有機會在中國與新興市場營造一個更大的資產泡沫。所以我所相信的劇本是軟著陸的環境先讓資金獲利，並且鬆懈其警戒心，然後再造成硬著陸收尾。這是未來最大的風險來源。



趨勢分析：

經濟巨頭熄火，全球面臨衰退危機？

汪光玉

寰宇投資顧問股份有限公司 協理

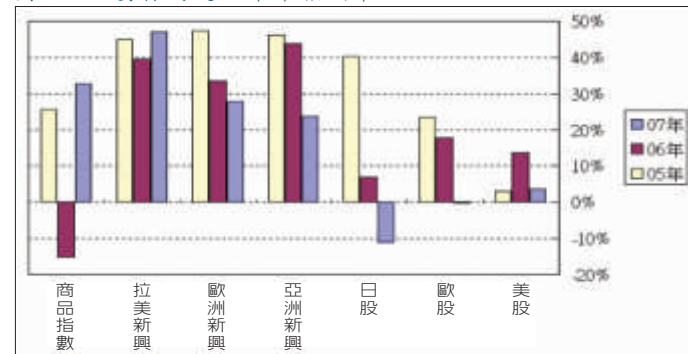
擁有10年投資研究的經驗。負責全球經濟發展與另類投資商品的研究，利用計量分析方法，建立與追蹤全球資產配置模型。專長全球資產配置、經濟發展模型、另類投資...

08年首季全球市場將會籠罩在經濟衰退陰霾中，多頭信心將被一次又一次的削弱，直至投資商品價值低估...

美國、歐洲、日本全球三大經濟區成長步履蹣跚，極可能將全球成長推跌至3%以下水平。前美國財政部長Summers更預估美國在08年陷入衰退機會高至六成。歐洲央行堅決對抗通膨，拒絕因應成長放緩而降息，令歐元在07年兌主要貿易對手大幅升值，出口競爭力嚴重受創，歐洲人最大樂事是飛至美國享受高歐元的消費樂趣，因此歐洲復甦之期可能較美國更晚。日本僵固的社會結構，令日本無法在日新月異的世代尋找立足點，而且日益老化的人口，最終拖垮日本財政與經濟，希冀日本成為經濟火車頭，帶領全球恢復高速增長等於緣木求魚。反映全球擴張力度轉弱，通膨壓力升高，主要地區股票市場在07年表現普遍較06年差，特別是道瓊歐洲600與日本日經225指數，在07年甚至出現零報酬與負回報，美國S&P指數也只有3.5%的年回報；而S&P GSCI商品總回報指數則扭轉06年的跌勢，在能源與貴金屬領軍下，去年勁升32%；具有天然資源與經濟改革題材的拉丁美洲股市，在07年也有極佳表現，連續三年上漲30%。

圖一：主要標的近三年年報酬率

資料來源：Bloomberg



08年除了全球成長放緩憂慮外，通貨膨脹與美元匯價加速下滑也是投資者所關心的大事。自美國成為超強經濟大國後，全球商品價格與美國經濟迴圈具有相當高的關連性，但是07年底美國、連同歐、日消費需求明顯轉弱，能源與其他商品保持在高位，能源更在08年初創新高至100美元/桶，顯然商品價格在中、印等新興國家需求劇增下難以大幅回落。美元加速貶值更激發商品價格居高不下。



08年首季全球市場將會籠罩在經濟衰退的陰霾中，每當公佈不利的經濟資料，多頭信心將被一次又一次的削弱，直至投資商品價值低估。投資商品價格與其他自由市場商品一樣，由供需決定「合理價格」，需求欲望則受到可用資金多寡所左右。08年國際資金正往寬鬆方向發展。首先美國政府為了挽救受房貸所苦的人民，在07年連續降息，幅度達1%，08年1月中旬Fed已再次緊急降息至3.5%，加上凍結指數型房貸利率，以及商議中的減稅政策等，美國貨幣政策將會從07年下半年的緊縮轉為寬鬆。歐洲與日本同樣面對經濟衰退的難題，雖然歐、日在07年下半年並沒有加入降息行列，但是短期內也難有升息舉動。因此08年上半年先進工業國家貨幣供給是相對放寬。大宗游資供應主要來自出口工業國與中東石油出口國。石油價格保持在90美元以上，遠高生產成本數倍以上，中東國家手頭資金較以往任何時期豐裕。其餘兩大資金供應者分別來自中國與日本。中國外匯存底累積高達1.4兆美元，雖然預期中國08年出口創匯的能力，受人民幣升值與先進工業國家進口需求減少而稍降，但是中國當局在處理外匯存底的態度明顯轉變，過去中國外匯存底以購買美國公債為主，在07年成立主權基金後，已積極投資國際企業，成為國際證券市場的新活水。日本居民在近數年大舉匯出資金賺取利差，07年下半年美國次貸肆虐，證券市場動盪不安，利差交易資金大舉匯回日本，令日圓兌美元從122水平急升至108，不過日本始終無法擺脫通縮，經濟面也轉差，指標利率無法調升，日本利率環境將會再逼使日本人資金出走，尋找獲利機會。因此，先進工業國只要不陷進嚴重衰退，在游資的充斥下，08年的經濟問題適足提供投資者進場佈局的好機會。



由於金融市場波幅受經濟面衝擊而拉高，散戶短線進出在缺乏足夠資訊與信心的情況下，虧損機會大幅提高；不過投資者正可趁修正機會作長期投資佈局。具有長期成長潛力的投資標的在歷經數年的急升，已變得非常昂貴，以中國與印度為例，本益比分別是49倍與30倍，比過去五年平均本益比高出60%以上；而近三年中國的累計漲幅高達三倍，漲幅較低的印度也有兩倍的增幅。長期投資佈局著眼於投資標的擁有結構性的改善，或者符合長期需求成長的標的。中國、印度、越南皆從非工業化國家，努力改變為工業出產國，導入市場機制讓資源流至最有效的生產單位，提升人民的生產力。其中改革從社會意識型態、政治制度、以致法律的各個層面。



俄羅斯擁有豐富的能源與有色金屬資源，而且在眾多新興國家中平均教育水平最高，當初被外商高盛列為金磚四國之一。但是近年俄羅斯在普京領導下，政治走向獨裁與強人統治路線，並將能源產業收歸國家，能源商品變成國際政治談判的工具，資源分配被嚴重扭曲，經濟改革在俄羅斯已岌岌可危。由於普京所屬政黨在國會選舉大獲全勝，今年普京在總統卸任後極可能轉任總理，普京路線也不會有太大改變。類似情況也發生在中南美洲各小國。中南美洲政客利用人民對貧富兩極的不滿情緒，獲得政權。為了回饋選民政客大發免費午餐，也將「重要產業」收歸國有，最後這些國營企業也難逃生產效率降低的命運。這些過去曾被看好的國家，未來成長之路已變得模糊不清，也喪失長期投資的價值。

表一：長期投資標的

中國	低成本生產、高水準工人，令中國工業具有競爭優勢；13億人口內需市場。
印度	外資大量流入，固定投資與基礎建設的大增，鋪設工業生產成長的遠景，內需市場的長遠發展。
越南	鄰近中國的地域優勢，東協區域整合的長期發展。外來投資急增，市場規模小，易受資金流入推升。
巴西	通膨受控，內需持續改善、資源豐厚、南美區域整合創造更大市場發展空間。
中東	享有豐富的石油資源，商業意識開始發芽。
能源	新興人口大國經濟高速成長，形成全球爭奪資源。
水資源	溫室效應引致乾旱現象，科學家預估未來乾旱將會更為嚴重，如何管理或生產「水」將會是未來重要議題。
農牧商品	人口增加，低收入國家消費能力提高，農牧商品需求將會激增；而且農產品具有替代能源功能。
奢侈品	貧富兩極化（M型社會）現象在全球各地愈益嚴重，身處頂峰的尖子為了彰顯財富、地位，對奢侈品的需求只升不降。

新興國家以高速步伐擴張，新增需求也隨之湧現。特別中國擁有13億人口，每年10%以上的速度成長；再加上人民幣匯價的上揚，中國人財富的膨脹速度更見可怕，為了滿足中國人的需求增長，各類資源價格難以避免被拉升。印度是全球第二大人口國家，雖然印度人民普遍仍處極端窮困階段，對資源並不如中國的渴求，不過印度在未來數年後，基礎建設改善，工業產出大幅增加，當地人民將會生活水平獲得提升，對各種商品與資源的需求也會爆發。因此資源類商品的市場需求只會日益增加，價格也難以大幅回落。



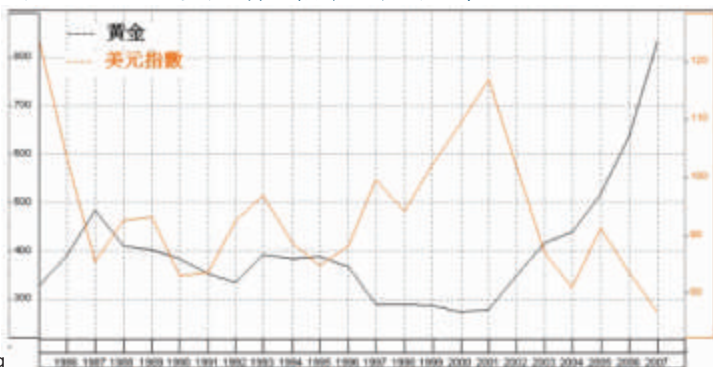
看不見谷底的美元熊市

著名的布列敦森林協定，決議將美元與黃金掛勾，並以美元作為國際匯兌的中心貨幣，自此正式宣告金本位制的終結，並開啓了美元長達半世紀以上的黃金時代…

張思思 寰宇投資顧問股份有限公司 協理
擁有10年投資研究的經驗。擔任全球經濟發展與大中華地區股市投資的研究，採用基本面與技術面相互參照的分析方法，建立與追蹤大中華地區股票投資配置模型。專長全球資產配置、總體經濟分析、價值分析…

1944年，以美英為首的非共產國家在美國新罕布夏爾州的布列敦森林(Bretton Woods)集會，會中簽署了著名的布列敦森林協定，此決議將美元與黃金掛勾，並以美元作為國際匯兌的中心貨幣，自此正式宣告金本位制的終結，並開啓了美元長達半世紀以上的黃金時代。當初之所以會將美元訂為匯兌的基準，主要考量就在於美國強大的國力，以及穩定的財政與經濟狀況使得美元足以成為可信賴的硬貨幣(Hard Currency)，然而自從1999年歐元正式整合上路，終結美元的唯一超強地位，2000年網路泡沫破滅，宣告美國經濟黃金十年的結束，2001年911事件發生，將美國拖入永無止盡的反恐戰爭，建構美元帝國的各項支柱逐一崩落，美元就此一蹶不振，以一籃子主要貨幣匯率所計算的美元指數在2002年－2007年期間累計共下跌了36%，且迄今尚無止跡象，美元是否正步上20世紀後期黃金的後塵？

圖一：20世紀後期的黃金熊市正在美元身上重演？



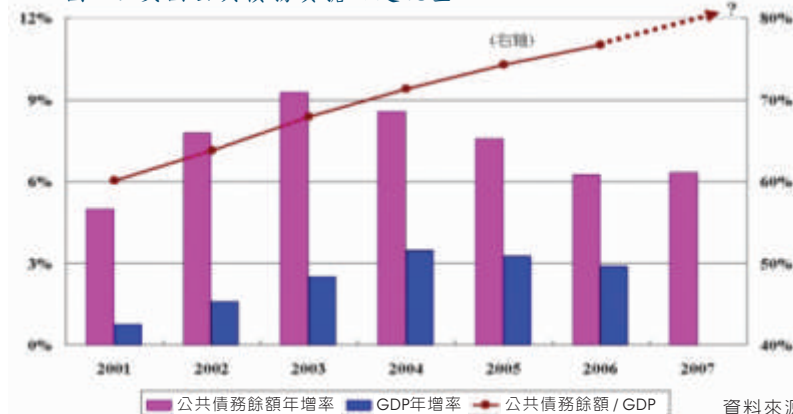
資料來源：Bloomberg

許多人都說雙赤字問題是導致美元貶值的一項重要原因，其實美國國內人口眾多，且美國民眾向來習於借錢消費，因此美國很容易便成為全球最大消費國家，貿易赤字早已變成一種經常性的常態，且長時間以來外國資金大量投資美國股票與債券產生巨額的資本帳順差，也足以抵銷經常帳逆差對美元帶來的壓力，嚴格講貿易赤字應該並非真正的問題所在，美元貶值是由一連串因素相互影響所造成，貿易赤字只是其中之一，關鍵恐怕還是在於美元資產能否吸引更多的國外資金持續不斷進行投資，而以現階段的情況來看，這樣的條件似乎並不存在。



一般來說，外國資金購買美元資產的大宗其實多半是集中在美國政府公債上面，尤其各國央行巨額的外匯存底幾乎超過8成都是購買美國公債，以往由於美元幣值穩定，且美國政府債信一向是全球最高等級，這樣的做法當然不會有任何問題，然而自從美國經濟的黃金十年宣告結束，加上美國政府為了進行反恐戰爭導致國防支出不斷增加，在稅收減少且預算膨脹的情況下，近年來美國政府又再度出現龐大的財政赤字，並被迫重新發行已經停賣數年的30年期政府公債，於是美國公共債務餘額也隨之大幅攀升，如今美國經濟再現衰退危機，美國政府又要提出減稅方案來挽救經濟，可以預見未來政府稅收勢必將進一步萎縮，但反恐戰爭的泥沼卻讓政府支出無法相對縮減，長此以往美國政府的財政將迅速惡化，美國公債的投資價值也將大受影響，除非提高公債發行的利率，否則美國公債將越來越難吸引外國資金投入，但這在美國經濟正逐漸走下坡的環境中無疑是不可能的選項。

圖二：美國公共債務負擔日趨沉重



資料來源：Bloomberg

當然，除了政府公債以外，美國民間企業發行的各種有價證券——包括股票與公司債，在以往也是普遍受到外國投資人的偏好，並成為吸引外國資金流入美國的因素之一，尤其在堪稱為美國經濟黃金十年的1990年代，美國股票與公司債以其提供的良好報酬儼然成為國際投資人的優先選擇，不過那種美好的時代畢竟已成過去。進入21世紀以後，金磚四國與油元國家迅速崛起，美國股票相形之下顯得遜色不少，2002年爆發的安隆假帳事件，以及美國各大金融機構去年在房貸相關衍生性商品上產生的龐大財務黑洞，也讓外國投資人對美國企業的誠信日漸失去信心，更何況現在美國經濟正步向衰退邊緣，外國資金更加不可能選在此時購買美國股票，由此來看，美元恐怕將長期承受資金流出美元資產的壓力。

美元今年亦無反彈機會

美元走勢正處於熊市當中乃是無庸置疑的事情，而且就長期角度來看，熊市似乎也還沒看到結束的跡象，然而在2008年，美元是否存在跌深反彈的機會？猶記得2005年年初，市場也是充斥一片看壞美元之聲，但美元隨後的表現卻是跌破所有人的眼鏡，在當年兌歐元共升值了14%，主要原因就在於美國聯儲局持續調升利率之下，當年美國的利率水平終於超過歐元，並且其差距在那一年期間也呈現不斷擴大的趨勢，因而吸引了許多國際間的套利資金轉向投入美元的懷抱，可見不同貨幣間的利差變化應是主導匯率短期走勢的一項重要因素。

圖三：美元利率水平現已落居歐元之下

資料來源：Bloomberg



只是，如今美國經濟正面臨衰退危機，聯儲局自去年下半年開始便已連續調降三次利率，造成目前美元一年期存款利率再度落居歐元之下，高盛也大膽預估聯邦資金利率在今年將會由目前的4.25%大幅下降至2.5%，相形之下，歐洲雖然也面臨經濟趨緩的風險，但歐洲央行官員的態度仍是以控制通脹壓力為優先目標，可見即使稍後歐洲央行也跟進減息，降幅應該還是會與美國有著明顯差距，這代表我們將看到美元相對於歐元的負利差將會持續擴大，因此美元在今年恐怕難有大幅反彈的機會，預料今年內歐元兌美元匯率將有機會看到1歐元兌換1.6美元以上的水平。

市場分析：

2008中國A股市場展望

中國A股市場在政府宏觀經濟政策的引導下，07年上漲的階段性非常明顯。A股市場低於10元的股票基本上難以得見…

黃娜 寰宇投資顧問股份有限公司 分析師
上海交通大學金融學碩士，通過CFA二級考試。具備扎實和深厚的金融專業理論知識。曾就職於化工行業，瞭解化工行業價值鏈運作和分析。負責研究宏觀經濟香港與中國股市。專長為價值分析…

2006年末遙想2007年股市時，上證綜指3500點已經是看似相當冒進的股指估值了，而今站在2007年末，絕大多數人都在開始反省自己的保守。2007年最後一個交易日上證綜指收於5261.56點，漲幅96.66%，全年最高曾經到達6124.04點，滬深300同比上漲161.55%，深交所綜合指數年漲幅162.81%。截至同一日滬深股市總流通市值為93064億元，兩市總市值突破32萬億元，證券化率急速上升；滬深兩市A股新開帳戶總數已達3721.29萬戶，約是2006年的12.9倍。隨著股市各項記錄一一被改寫，中國人更加確信自己股市的“黃金十年”準確無誤的來到了。

中國A股市場在政府宏觀經濟政策的引導下，2007年上漲的階段性非常明顯。上半年中、小市值股票成為上漲主力，垃圾股更是雞犬升天，A股市場低於10元的股票基本難以得見。隨著政府5月30日提高印花稅，股市重挫，兩市A股有850只跌停，投資者們從中吸取教訓，新基金大量發行和老基金分拆，金融、地產、有色金屬、採掘業等一線藍籌得到市場青睞，股市經過一段時間調整後逐步又進入上升通道，10月16日上證綜指創出歷史新高6124.04點。但在GDP和CPI雙重指標加速上升的情況下，政府加大了宏觀調控力度，10次上調金融機構存款準備金率和6次上調存貸款利率，調控效應在年末時逐步發生作用，在金融、地產的帶領下市場開始調整。

圖一：全球主要市場表現比較

	07年12月	07年	近三年年複利	近五年年複利
Shanghai A	8.0%	96.1%	60.7%	31.2%
Hang Seng Index	-2.9%	39.3%	25.0%	24.4%
India	4.8%	47.1%	45.4%	43.1%
Vietnam	-4.7%	23.3%	57.1%	38.3%
Russia	2.1%	11.5%	50.7%	42.7%
Brazil	1.4%	43.6%	34.6%	41.5%
Dow Jones Index	-0.8%	6.4%	7.1%	9.7%
Dow Jones Europe	-1.5%	-0.2%	13.3%	12.6%
Nikkei-225 Index	-2.4%	-11.1%	10.0%	12.3%

資料來源：Bloomberg; JP Morgan



A股的牛市起源於股權分置改革和人民幣升值，2007年在美國深受次級房貸之痛，全球受此牽連之時，中國市場由於其封閉性而更具吸引力，各路資金爭相追逐，導致國內流動性持續上升，其直接後果就是資產價格的高估，股市的高估值也就在所難免。關於中國股市的高溢價已有若干人在為其存在尋求合理性，但與此同時“泡沫”言論也在與之分庭抗爭。“股市沒有昨天，只有今天和明天”，那麼面對2008年的股市我們又該何去何從？

膽大也要心細，樂觀中更要保持冷靜

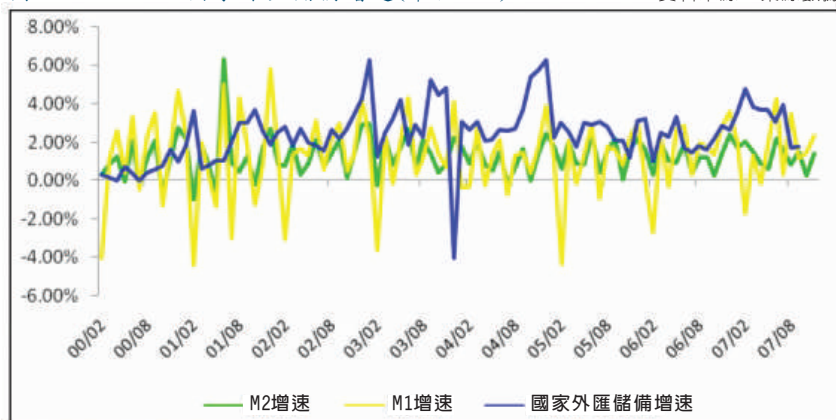
在反省著對2007年判斷不夠激進的同時，是否意味著展望2008時我們應該大膽、大膽再大膽？事實上已經有人提出了2008年中國A股市場將到13000點的猜想。我們暫且不對這些猜想予以評論，具體點位留待2008年市場去檢驗。我們同樣也認為中國A股的大牛市仍將延續，雖然全球經濟正在逐步放緩，中國的出口增速也將受到影響，但是內需足夠強勁的中國經濟仍將保持高速增長，而人民幣升值加速，奧運會作催化劑，中國股市繼續走牛的基本面依舊。不過可以肯定的是2008年牛市的繼續會比2007年更複雜，我們圍繞資金和業績對可能影響2008年股市運行的風險進行逐一分析。

市場流動性面臨收縮

從緊的貨幣政策取代了實施十年之久的穩健的貨幣政策。12月5日中央經濟工作會議在部署明年經濟工作時明確提出，明年要實施穩健的財政政策和從緊的貨幣政策。

圖二：M1、M2、國家外匯儲備增速(單位：%)

資料來源：聚源數據



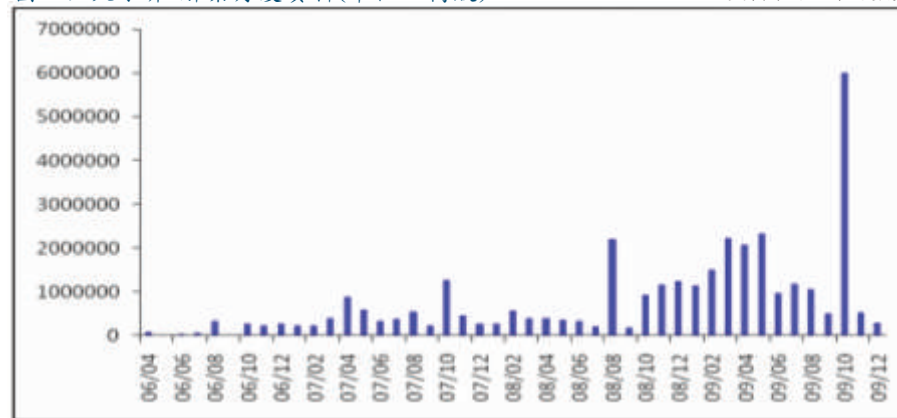
從緊的貨幣政策就是要嚴格控制信貸總量和投放節奏，減少流動性過剩的壓力，用準備金率、利率等手段調節貨幣供求。從某種意義上說，從緊的貨幣政策主要是針對商業銀行貸款所代表的間接融資而言的。原因是每年的信貸規模投放基本都失控，速度過快，規模過大。這一政策修改反映了政府調控貨幣投放的決心。

2007年上調存款準備金率和存貸款利率的累積效應將顯現，若通貨膨脹始終得不到控制，未來加息仍可期。去年經過10次上調後存款準備金率為14.5%，該標準創20餘年歷史新高。據測算，上調1個百分點後，可一次性回收流動性近4000億元。而經過6次上調存貸款利率，一次性存款基準利率上調至4.14%，一次性貸款基準利率上調至7.47%，在美國持續降息的情況下，中國依舊選擇了連續加息，這充分說明政府將對抗通脹壓力作為首要解決的問題，在通脹問題解決之前，央行仍舊將採取加息措施。

大型紅籌股加緊回歸，大小非(註)解禁再遇高峰，市場資金面壓力增大。去年中國中鐵、中國船舶等12家央企境內增發、配股。年底國資委主任李榮融表示，2008年仍將主推央企整體上市。中國遠洋、中國神華、中國石油、中國鋁業、中海油服、中海集運等6家企業H股去年也回歸A股。而中國移動、中國網通、中煤能源、中海化學等紅籌股則有望在2008年回歸。同時2008年將有8227241.6萬股的“大小非”開始先後解禁，解禁股數較2007年增長了近42%，且由於2008年市場的不確定更大，股東拋售解禁股的意願將更強烈，資金壓力將更大。

圖三：“大小非”解禁月度資料(單位：萬股)

資料來源：聚源數據

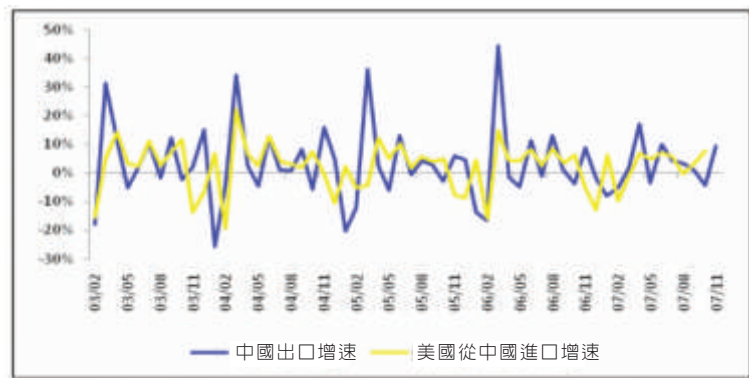


註：大非—即股改後，對股改前占比例較大的非流通股。限售流通股占總股本5%以上者在股改兩年以上方可流通。
小非—即股改後，對股改前占比例較小的非流通股。限售流通股占總股本比例小於5%，在股改一年後方可流通。



上市公司業績增長放緩

全球經濟放緩直接制約中國出口類企業業績增長。2007年由美國房地產銷售價格下跌為導火索的次級債風波已經在逐步蔓延，美國眾多金融機構陸續公佈出巨額的次貸損失，美元貶值也從未停下腳步。美聯儲不得不採取措施來恢復投資者的信心，降息，白宮出臺救市方案，聯合歐洲其他央行對市場輸入流動性。我們認為2008年美國經濟繼續放緩應該是毋庸置疑的，只是放緩的速度逐步減弱。而其對歐洲和亞洲經濟的不良影響則可能會在2008年加速凸現。2007年9-11月中國出口同比增速都在22%左右徘徊，而季節因素調整後的月環比增速平均只有0.8%。



資源類商品價格維持高位下游企業成本高居不下。2007年資源類商品價格上漲的第一主角當屬原油。2005年石油高位在70美元/桶以下，2006年在80美元以下，但是2007年，在3季度初出現一個短暫的回落後，原油價格便一路上行，陸續突破了80美元、90美元大關，並屢次衝擊100美元，並於2008年第一天終於觸及。而其他資源類商品如有色金屬、農產品的價格在2007年也同樣迎來了各自的春天。我們認為2008年資源類商品的價格應會有所回落，但仍將處於相對高位，這勢必會造成下游相關企業的成本高居不下，尤其是不能將成本上升轉嫁給下游的公司，其盈利水平必然要受到影響。

投資收益和參股股權對盈利的貢獻度將會降低。深交所2007年9月發佈的一份分析報告顯示，2007年上半年深市主板公司加權平均每股收益0.195元，與上年同期相比增長82.53%。每股主營業務利潤和每股營業利潤分別增長25.33%和70.39%，增長幅度低於每股收益；而來自非主業的每股投資收益卻增幅高達159.01%，每股公允價值變動收益增長158.73%。這表示上市公司來自於非主營收入的利潤在逐步增強。但是



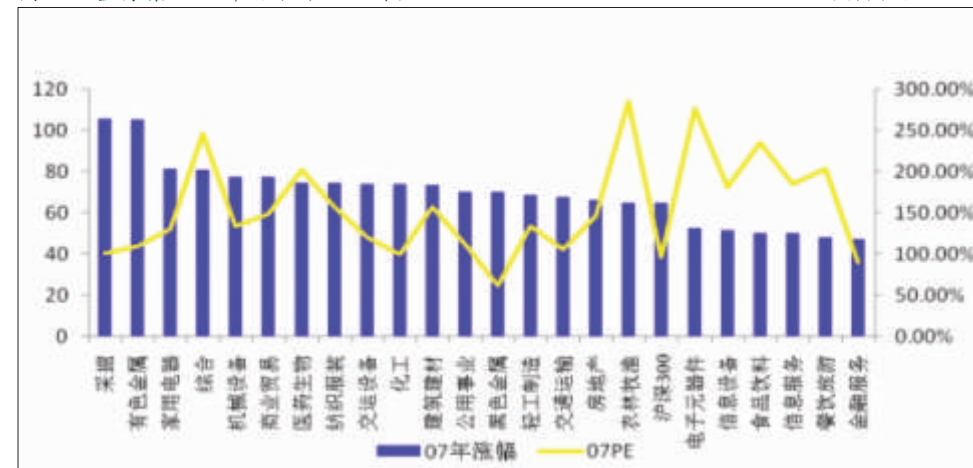
投資收益對盈利的貢獻度畢竟是不能長久和穩定的，隨著2008年市場不確定性的增強，其貢獻度終究會要回歸。

行業個別發展，題材決定錢財

既然2008年的流動性在緊縮政策的調控下應得到控制，公司業績對於股價上漲的支持也不及2007年般強勁，結合2008年將發生的一系列事件，如十一屆全國人大一次會議3月召開、股指期貨和創業板的推出，兩稅合一正式實施、奧運會舉辦，我們認為2008年的A股股市上漲途徑必然更曲折，上漲幅度更趨縮小。而我們在對市場機會進行判斷時將圍繞啟動內需、加速升值、節能減排和資產注入展開。

圖五：各行業2007年漲幅和PE比較

資料來源：WIND



在出口減速、投資趨穩的情況下，中國的經濟增長將更多依靠內需，同時受益於股市財富累積效應和奧運經濟的催化作用，消費行業應是個不錯的選擇。從對農村中小學生免學雜費到擴大醫保、低保，可以看到中國政府正在努力通過財政手段拉動新一輪內需。醫改方案出臺漸行漸近，基本醫療和公共衛生將由“政府主導”，中央和地方都將大幅度增加醫療衛生投入，據測算，全民醫保將使中國藥品市場擴容1000億元。醫藥行業在寬鬆的政策環境中將會更健康 and 規範地發展。CPI持續高位，食品貢獻最大，加上原油高企，農產品行業也被給予厚望。2006年開始的股市大牛市累積了大量的財富效應，汽車行業、旅遊行業明顯是財富效應釋放的出口。奧運會的召開向來對主辦國的“吃、喝、玩、樂”有較大拉動作用，因此奧運主題也是2008年必然要被炒作的題材。



金融行業和地產行業作為人民幣升值的兩大載體，既然人民幣加速升值早已是國內外的共識，兩大行業勢必在2008年並肩前行。近期受宏觀調控政策影響，兩大行業都出現了不同程度的調整，但是在中國經濟增長的大背景下，2007年支持銀行業快速增長的利息淨收入快速增加，資產質量上升、中間業務快速增長和費用下降等因素仍會長期發生作用，而保險業和證券業則是資本市場持續走牛最直接的收益者。同時2008年兩稅合併，內地金融業的所得稅率統一為25%，金融業的創新改革不會停下腳步，股指期貨推出，QDII額度提高，對於國內金融業既是挑戰也是機遇。考慮到中國的城市化和人口紅利，土地資源的稀缺性，地產行業的供不應求局面應是長期存在的，宏觀政策的調控只是改變該行業的運行節奏而非趨勢，而且有利於龍頭企業鞏固在該行業的強勢地位，因此我們認為可在調整過程中選擇龍頭企業介入。

中國在全球能源需求方面扮演著越來越重要的角色，龐大的需求和粗放型的能源消耗方式都迫使節能減排提上議事日程。當前中國政府節能減排政策的推進力度前所未有，而且可以說是全方位出擊，其中對官員考核體系變化和排汙成本的提高可望在較快時間內促進節能減排的真實現效，2008年應是結構調整效果逐步顯現的一年。而且資源商品類價格的飛升是有目共睹的，通過節能減排也可以實現成本上的節約。因此在節能減排這一主題下，我們認為生產節能設備和提供節能技術的企業、有效運用節能技術提高生產效率和降低成本的公司應能有所發揮。同時節能與新能源開發是息息相關的，所以對於新能源的開發我們認為也是可選擇的投資標的。

資產注入是企業實現外延性增長的捷徑，尤其當前A股市場PE高估，企業盈利能力增長速度與股價的上漲速度不匹配的情況下，資產注入是對高高在上的PE的有力支持。在選擇2008年資產注入的投資機會時，最突出的還是央企的整體上市，國資委為完成以往提出的到2010年培育出30至50家具有國際競爭力的大企業集團任務，提出了“以提高競爭力和控制力為重點深化國企改革”的央企整合方針。從目前53家大型骨幹型央企的情況來看，它們無疑位於中央著力控制和培育的30至50家大企業集團之列，大多屬於國家明確控制的七大行業，如航太軍工、石油石化、民航、航運、電信、煤炭、電網電力，以及一些支柱產業（建築）和高新技術產業（資訊技術行業為主）的重要骨幹企業。因此可關注這些行業的整合機會。



市場分析：

資產價格上漲可望醞釀 港股亮眼行情

袁夢君

寰宇投資諮詢(上海)有限公司
助理分析師

上海財經大學證券投資與金融工程專業畢業。負責研究宏觀進經濟與中國股市。專長為價值分析...

07年香港股市成績亮眼，恆生指數年終收盤為27,812點，全年上漲39%，國企指數與紅籌指數漲幅更高達56%與84%...

雖然香港股市仍主要受美國經濟影響，但看起來去年初爆發的美國次級按揭貸款危機並未給香港股市蒙上太多陰影，在本港經濟6%的增長及充裕的跨境資金流入的支撐下，07年的香港股市成績亮眼。恆生指數年終收盤為27812點，全年上漲39%，國企指數與紅籌指數漲幅更高達56%與84%。期間國家外匯管理局宣佈「港股直通車」計畫，因憧憬內地資金大量流入，短短2個月內恒指迅速被炒高63%至10月30日的31,638點，創全年新高。

圖一：2007港股走勢回顧大起大落仍豐收



資料來源：Bloomberg

表一：2008年指數點位預測

指數名稱	12/31收盤價	預估2008年底目標	波動範圍
恆生指數	27812.65	34000	38000-21000
國企指數	16124.72	21000	24000-12000

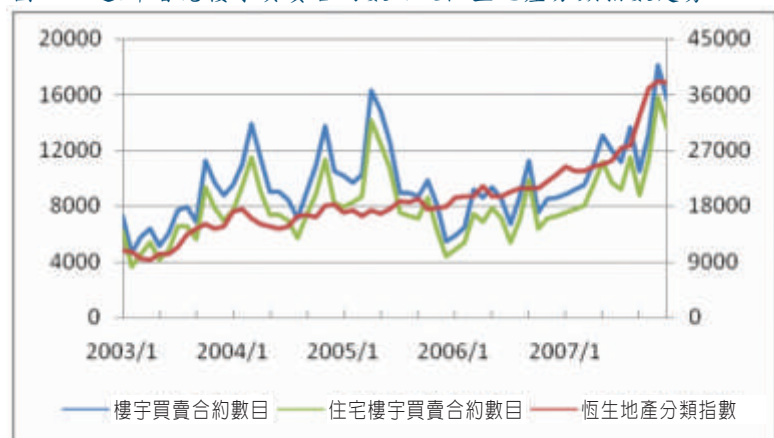
將繼續受到國際游資的追捧。另外，香港本地資產泡沫的聚集更可望催生出一段令人欣喜的市場行情。



一方面，由於香港實行盯住美元的聯繫匯率制度，使得金管局在貨幣政策的制定上喪失了主動性，去年香港跟隨美國4次減息；另一方面，香港本地經濟繁榮，且在人民幣升值的背景下，香港大部分商品的進口成本呈上升趨勢，通貨膨脹壓力加劇。四次減息使得香港進一步進入負利率時代，負利率達1.95%。持續的利率負值無疑會催生出巨大的資產泡沫。

負利率最直接的受益者將為樓市。事實上資產泡沫的聚集在去年的房地產市場上已經有所顯現。2007年全年香港樓市累積升幅更達23%，樓價升至9年多新高，而交投量則創下自1997年以來的10年新高。而對於08年，業界普遍認為，儘管增速放緩，全年樓價仍將再升15%。同樣，負利率的持續也將使更多資金流入股市，滋生更大的行情和更大的資產泡沫。

圖二：近5年香港樓宇買賣合約數目及恆生地產分類指數走勢



資料來源：
香港土地註冊處

在資產泡沫開始顯現的背景下，房地產行業將是香港股市投資的最優選擇。香港本地房地產股在恆生指數中權重為20%，房價的上漲無疑會給股價以強勁的支持。國內房地產信貸政策的緊縮也給財務狀況良好的香港地產商提供了分享中國這塊大蛋糕的機會。

至於中資地產股，儘管政府一系列嚴厲的調控措施促使地產股短期內深度回調，但調控的根本目的並非打壓市場，而是延長行業景氣，並對低收入人群給予住房保障。相比於調控政策的短期影響，嬰兒潮帶來的人口紅利、人民幣升值、2010年18億畝土地紅線的設置等長期影響供求的因素，將確保房地產行業未來幾年仍保持景氣。而市場的矯枉過正，正是買入的最佳時點。

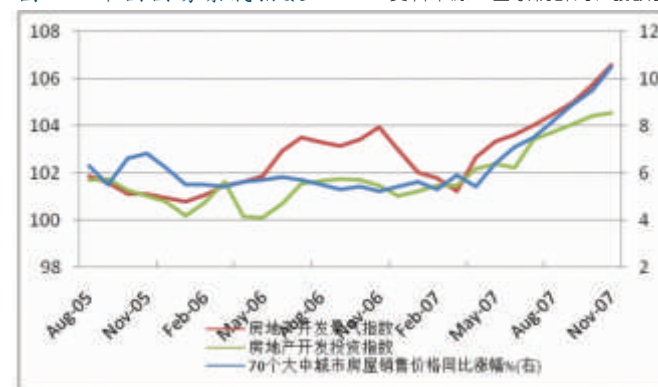


在香港本地地產股中，新鴻基(0016.HK)作為香港最大的地產開發商，理應最先享有行業復甦所帶來的溢利。新鴻基在香港擁有4,350萬平方英尺的土地儲備，所開發專案多為豪華公寓和頂級寫字樓，毛利率較高。並且新鴻基正積極拓展國內的地產開發業務，收購了江蘇、南京等地區的地皮，並和內地地產商聯手開發廣州綜合性商業專案。新鴻基在國內的土地儲備已達5,080萬平方英尺。

資產注入是支持股市強勁增長的一個講不厭的故事。在中資的地產股中，華潤置地給了我們繼續這個故事的理由。母公司華潤集團強大的資產規模和政府背景，使得華潤置地在拿地時採取獨特的“孵化戰略”，即土地先期由集團購買和管理，等到專案比較成熟時再按市場價格注入上市公司。這種模式很大程度減輕了上市公司的現金流和負債壓力。去年12月，華潤置地通過發行股份收購母公司旗下全資子公司，取得了總面積達290萬平方米的3塊地皮，收購資金較淨資產值有50%折讓。集團公司目前有土地儲備約520萬平方米，並且仍在積極的斥資拿地，可見未來華潤置地低成本收購土地的機會仍然可期。

圖三：中國國房景氣指數

資料來源：國家統計局，發改委



在作投資決策的過程中，永遠不能忽略行業重組所帶來的股市神化。2008對於中國的通信行業將是充滿變革的一年。3G測試和牌照發放從03年起就呼聲漸起，因為牌照的發放給了新移動運營商一個進入的契機，也意味著行業的重大變革。各種傳言沸沸揚揚流傳了幾年，從政府高層和運營商高管的近期言論中可以判斷，行業的重組似乎真的近了，3G牌照有望在08年四季度正式頒佈。

過去幾年的經驗表明，判斷電信重組時間發生錯誤的概率總是很高，似乎從05年起，牌照發放的判斷就已經甚囂塵上。因此在有跡象明確表明3G牌照頒發之前，仍然是移動運營商的黃金歲月。中國移動(941.HK)作為電信行業名副其實的龍頭，市場佔有率達65%，並保持著78%的新增用戶份額，淨利增速亦達30%，忽略行業重組的因素，未來3年仍將是中國移動高速增長的時期。而在3G牌照發放之後整個行業格局隨之改變，戰略性的投資借機進入的弱勢運營商將更加有利可圖。



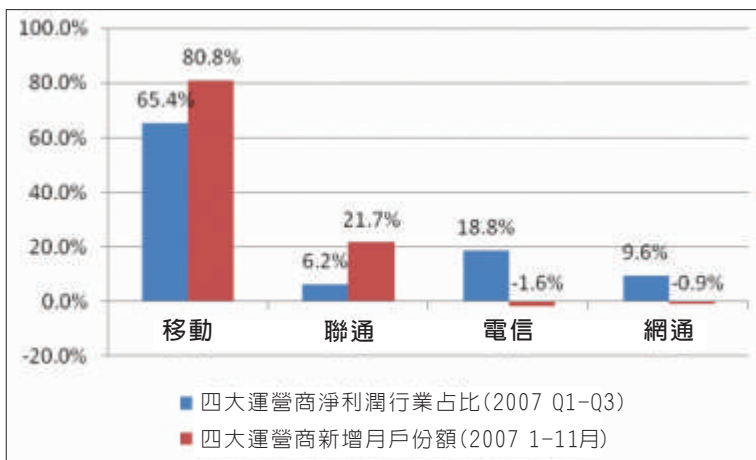
目前市場上流傳著各種行業重組的版本，但是最終無論採用哪種版本，通信設備製造廠商都將穩收盈利，因為我們相信：在淘金熱中，往往是賣鏟子比挖金子更有利可圖。2008年，我國電信業將進入3G網路建設的高峰

期，全年電信投資將快速增長，增速將在15%以上。未來局勢明朗後，3G設備和終端的大採購，將給製造商帶來前所未有的利潤增長。

中興通訊（763.HK）作為國內無線設備和手機製造行業的龍頭企業，理應在3G網路的建設中獲得豐厚收益。中興通訊在中國移動TD-SCDMA 網路建設首次大規模招標中，獲得52%的訂單份額，奠定了在國內TD設備市場的“先發優勢”。預計公司在未來TD新增設備市場中仍將保持30%以上的市場份額。即便刨除不確定性較大的TD-SCDMA業務，公司的營收仍然保持高速增長，並逐步向國際設備商第一梯隊邁進。公司海外業務的營收占比和利潤貢獻都超過了50%，並且保持近100%的同比增速。海外業務主要來自於印度、北非及亞太等新興通訊市場，這些地區較低的通信普及率及較快經濟增長，為公司未來盈利增長提供了強大保證。國內業務部分，作為中國移動和中國聯通GSM及CDMA系統的主要設備製造商，現有網路的擴容也給公司帶來穩定的收益，並且隨著愛立信等老牌廠商的退出，公司的市場份額也將逐步提升。由此，公司未來幾年仍然有望維持35%的盈利增長。

雖然我們對2008年的香港股市非常樂觀，但任何時候都不應把風險置之腦後。對美國經濟放緩的擔憂仍然左右著港股的投資情緒；對於主要依靠資金推升的香港股市來說，任何較大的市場調整都會引發大批境外資金撤出，而使市場失去資金面支持；資產泡沫聚集初期是股市投資人賺錢的大好時機，但當資產泡沫足夠大時，終難逃破滅厄運，投資人應謹記在心。

圖四：四大運營商淨利潤及新增用戶份額行業占比



資料來源：公司資訊

免責聲明

以上資料由 GIA Financial Group 相關附屬公司(以下簡稱GIA)所提供，僅作討論研究之用，或許會根據後續的建議或討論而進行部分或全部修改、更正或替換。本文內容不可用於公開傳閱，且不構成對任何證券、商品、其他投資產品、投資協定、任何其他合同、協定等的推薦、促銷和買賣建議。本資料涉及的任何資訊均為客戶專屬資訊，具有專屬性質，在未取得集團附屬公司書面同意的情况下，不可將本資料資訊披露給任何第三方。本資料的某些資訊來源於 GIA 認可的機構，但 GIA 並未對此資訊進行單獨的核實。

GIA 不代表本資料所傳達（明示或暗示）的任何資訊，也不對此進行擔保。GIA 對本資料的準確性和完整性不承擔任何責任或義務，且對由此引發的錯誤、遺漏或錯誤言論不負有任何責任。本資料使用者將承擔所有涉及的風險。本資料所包含的任何意見及判斷，其有效性截至本資料公佈日止，如有任何改動將不另行通知。本資料不旨在確認或令任何人承擔上述資訊闡述的交易（如有）涉及的所有（直接或間接）的風險。GIA Financial Group 及其下屬任何分支機構並未就此向閣下進行建議，閣下須就上述資訊的使用向專業人士進行適當諮詢或尋求協助。請注意，本資料所提供的價格或標準只作解釋說明之用，此類資料將會因市場環境的變化而有所變化。對於因使用本資料而導致的任何直接、間接或繼而產生的損失，或在某司法轄區非法派發本資料所導致的損失，本公司不承擔任何責任。GIA Financial Group 或關聯機構，及其客戶、雇員，可以對本資料資訊所涉及的交易進行操作。



GIA Financial Group

Hong Kong Head Office

2604-8, Shui On Centre, 6-8 Harbour Road, Hong Kong

Tel : (852) 2861 1306

www.giainvestment.com

Shanghai Regional Office

Rm 1811, Eton Place, No. 69 Dongfang Road, Pudong,
Shanghai, 200120, P.R. China

Tel : (86-21) 5888 5101

www.gia-china.com