

發展資本市場助拓離岸中心

恒生銀行總經理兼財資及投資業務主管、前中央政策組非全職顧問
馮孝忠

百家觀點



截至2010年11月底，香港人民幣存款達2,796億元，按月增長29%；預計其中60%為企業持有，40%為零售客戶持有，反映在跨境貿易人民幣結算的帶動下，香港離岸人民幣存量正逐漸由個人儲蓄為主向以貿易和資本市場為主轉變。去年12月，金融管理局公佈促進香港人民幣市場發展的優化措施。今年1月，人行發佈今年1號文件規範境外直接投資（Overseas Direct Investment, ODI）人民幣結算業務。政策的開放和調整，既反映內地對人民幣「走出去」和發展離岸人民幣市場的決心，也顯示內地和香港當局在政策和監管方面的穩健。

去年10月底，人民幣清算行的80億元兌換額度提前用盡，部分市場參與者猜測政策可能收緊。去年12月，金管局公佈的幾項優化措施，包括參與行需首先利用貿易結算項下收購的人民幣滿足客戶購買需求，人民幣長倉和短倉不可超過人民幣資產或負債的10%等，限制了參與行的自營業務空間，一些市場中參與者認為這可能影響離岸人民幣匯價市場的流通量。但目前市況並未出現交投萎縮。

政策的調校有利於本港人民幣業務長期發展，也體現了中央對發展香港離岸人民幣市場的支持。人民幣在資本項目未自由兌換之前探索發展離岸市場，無國際先例可循。政策的制定要考慮中國特有國情、制度背景及國際經濟金融形勢變化，而防範金融風險是發展的大前提。

優化措施規定參與行只可為客戶3個月內貿易需要購買人民幣，堵截了可能的套匯和套息等投機炒賣活動。對參與行人民幣長倉和短倉的限制，促使參與行降低相關業務的槓桿比率，從而減低了未來人民幣升值趨勢逆轉後可能出現的流動性風險。優化措施允許參與行通過清算行作為託管人將資金存放於深圳人民銀行，可減少參與行所面對信用風險過度集中的問題。這些措施一方面緩解了量化寬鬆下熱錢流入人民幣套利的擔憂，另一方面有利於控制風險從而引導離岸人民幣市場向更穩健、健康的方向發展。

金管局公佈優化措施，體現了當局對市場變化的迅速反應和監管的靈活

性，也從側面反映了金管局與人行之間溝通的順暢。近期是香港政府和金融監管機構（包括金管局、證監會等）近年來與中央政府和金融監管當局交流最密切及配合最有默契的階段，調整政策的推出反映中央對香港發展離岸人民幣市場的信心。

近年，人民銀行借調高級管理層到金管局工作，相信有效促進了本港監管部門對國情的理解和政策的解讀，在兩地溝通和政策協調中顯示了效果。成功的借調模式可以考慮推廣到證券和保險監管部門，以促進兩地監管部門的溝通和協調。

事實證明，市場逐漸適應政策的調整。去年10月底兌換額度用盡的消息公佈時，香港離岸人民幣（CNH）與在岸人民幣（CNY）的匯率差價一度擴大至1,000點子，但隨後幾日逐漸收窄至500點子以下，之後相對穩定，反映市場的波動平復很快。當前，CNH匯率與CNY的差價正在收窄而且穩定。香港離岸人民幣不依賴回流，流通量漸大，CNH每日成交由最初的1億至2億美元發展至近期的5億至10億美元。隨着離岸市場上人民幣的增多，香港人民幣離岸市場正邁向可獨立運行的階段。

市場中亦有觀點對香港政策調整後，在離岸人民幣業務發展中能否維持競爭優勢存有疑慮。跨境貿易結算或境外直接投資，即使不經香港進行，只要最終人民幣結算在香港發生，都可增加香港離岸市場的人民幣流通量 and 交易



■恒生經濟研究部的預測，至2011年底，香港人民幣存款量將達到6,100億元。
資料圖片
量，從而使香港在人民幣「走出去」過程中扮演重要角色。香港監管機構和市場參與者應當配合中國整體金融發展的需要，同時以防範金融和經濟風險為要務，以實現香港和其他地區雙贏發展的目標。目前，香港最重要的目標應該是維持唯一人民幣離岸清算中心的角色。

政策的穩健推進為本港人民幣離岸市場進一步發展奠定了基礎。根據恒生經濟研究部的預測，2011年經香港處理的人民幣跨境貿易結算金額可達到950億美元，其中沉積在香港的人民幣資金數額為570億美元。至2011年底，香港的人民幣存款量將達到6,100億元。
(二之一)

恒生銀行劉宇博士對本文亦有貢獻

地緣政治起浪 金融市場難靜

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

踏入2011年後，金融市場經過首半個月的歌舞昇平，終於面臨一次較明顯的壓力。即使金融海嘯的影響已淡退，歐債危機逐漸緩和，美國經濟情況改善得連失業率這種頑固數據也有驚喜，各大企業的業績有交代，但人無遠慮，必有近憂，當大家認為一切安好，可以放心，便是最要留意的時刻，意外往往在最沒有防備之時出現。
說的不是什麼，正是近日的地緣政治局勢，最近埃及的情況，令避險情緒再度提升警戒。可不是嗎？原來美股一直在兩年半高位運行，這也未嘗，更重要的是，反映投資者對後市波動性預測的VIX指數，一直在金融海嘯後的低位，這個被稱為恐慌指數的指標，正好說明了，投資者近來對於金融市場是如何放心，也反過來說明了，危機隨時悄悄殺來的可能性加大。

是，就在大家從基本因素上分析，覺得復甦有望，連歐美經濟也有樂觀之處，忽然就有各地的示威活動。星星之火，竟然可以燎原，事件不可謂不大。

埃及示威浪潮沖散美股

其中近來受到示威浪潮波及的埃及，正好是美國在中東地區活動或協商的重要一環，如今牽一髮而動全身，美股反應很快，上周五顯著下跌，各大美股主要指數均跌逾1%，而道指更結束了連續八周的升勢。而較多投資者留意的標普500指數則跌1.79%，技術走勢上，一舉跌穿上升軌，亦跌至保力加通道中軸，14天相對強弱指數亦由原本明顯超買的區域，一下子跌至全無超買可言，調整之快速，絕不是小事一宗。連帶上文提及的，反映美股後市波動性預測，其實也就是反映美股標普預期波幅的VIX指數，也大幅飆升24%，重上20水平。

當然，金融市場豈只美股或VIX，事實上，債市、匯市和商品市場也有恰如其分的反應。隨着



■受埃及示威浪潮影響，美股上周五顯著下跌。
資料圖片

有跡象顯示埃及騷亂逐漸升級，加劇了市場對中東地區政治不穩定局面的擔憂，促使投資者投避險資產，美國國債價格上周五上升。而避險情緒一啟動，避險貨幣如美元和瑞郎均見造好，歐元兌美元急跌0.9%，瑞郎兌歐元亦升逾1%。

避險情緒升溫 金價轉強

至於商品市場方面，投資者擔心騷亂可能向中東地區其他國家蔓延，故此，即使埃及的原油產量只排名全球第21位，但由於埃及掌握了全球兩大重要能源輸送通道，即蘇伊士運河和蘇伊士輸油管道，埃及局勢的變化可能令原油供應受影響，紐約3月期油上周五急升4.32%。

而一直以來，在地緣政治有危機時，除了油價上升，金價近年擔當的角色亦重。上周五埃及緊張局勢升級，紐約4月期金即扭轉近期弱勢，大升1.66%。

由此可見，老套一點也得忠告一句，在大家認為最值得放心之時，可能就是危機出現的最佳時刻，對於投資者來說，要時刻評估最新形勢，萬事留神，包括別過度借貸，因為凡事有例外，風險管理要留意的不單是絕大多數情況，也要顧及萬一的極少數例外。

新一年快到，筆者恭祝大家事事順利！

聯繫匯率制度利多於弊

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
戴道華

次按危機爆發以來，美元貶值、美元國際儲備貨幣地位降低、中港加強融合、人民幣國際化進程加快等，令港元應否繼續與美元掛鈎再度成為討論熱點。

雖然，聯繫匯率並非盡善盡美的匯率制度，但對香港細小、開放的經濟體和國際金融中心地位而言，它卻是權衡利弊以後最佳的選擇。此外，它有一個十分正面的作用，便是對政府財政提出了很高的要求，政府不能輕言發債，政府財政不能持續見紅，否則隨之而來的投機衝擊就會危及整個金融體系及實體經濟。

因此，要維護聯繫匯率，政府財政便要嚴守穩健之道，其成果便是匯率穩定、金融穩定和全球最具競爭力的稅制之一。至於包括於港元債券市場因此而缺乏政府債券、政府調節經濟手段有限等的代價是相對較輕的，而且這樣一來，香港整個經濟的債務槓桿比率較低，股市和銀行融資發達，整體依然是利多於弊。

愛爾蘭削最低工資促就業

為換取IMF和歐盟的援助，愛爾蘭承諾進行一系列削減開支和增加稅收的改革，除企業利得稅標準稅率維持在12.5%不變以吸引投資和創造就業以外，其他稅率全部上調。此外，愛爾蘭政府還決定把最低工資由時薪8.65歐元削減1歐元至7.65歐元，其考慮是即使對稅收的影響是中性偏負面，但對促進失業率最高的青少年及低技能勞工就業最有助。

以人均GDP來計，愛爾蘭是歐盟最富庶的經濟體之一，最低工資在削減以後也仍然是歐盟最高之一。這一決定顯示其偏向福利型的政府財政結構存有隱患，必須修正。這對正在就最低工資進行立法的香港的啟示便是在經濟好景之時，最低工資即使存在問題也可能會被掩蓋；但在經濟不景時，它對競爭力和就業的影響或會集中浮現。與其在危機中被迫動大手術，痛苦地削減最低工資，還不如在設定最低工資時便全盤考慮，準確拿捏，綜合平衡競爭力、就業、公平社會、弱勢群體保障等不同方面的需要。

經濟自由度影響競爭能力

2008年金融危機爆發初期，愛爾蘭經濟自由度居全球第三，僅次於香港和新加坡，2009年和2010年其排名分別下滑至第四和第五位，但被超越的是澳洲和新西蘭這兩個沒有受到危機重大波及的商品出口國，顯示愛爾蘭經濟的自由度整體得以維持，而且其投資自由度迄今仍為全球最高。即使在危機處理當中，愛爾蘭依然選擇以內部調整來換取對外來投資的高度吸引力和競爭力，足見其重要性。

香港面對的問題與愛爾蘭不同，是資金流入和利率低企下房地產價格飆升過快，政府因此採取了包括懲罰性印花稅在內的措施進行調控。同樣道理，有關的尺度要拿捏準確，要確保香港吸引各種類型投資的吸引力和競爭力不會受到削弱，否則香港在經濟下跌時期需要吸引外來投資時便要付出代價。

(四之四)

濠江樓市2011年迎豐收

威格斯資產評估執行董事、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

各位讀者，虎年快將過去，迎來是兔年。十二生肖中，老虎代表孔武有力，而白兔是靈巧快速。濠江的樓市虎年節節向上，年氣十足，主要得力於本地經濟繁榮，內外消費強勁，全民就業，社會一片景氣。究竟2011年澳門樓市表現會如何呢？

澳門的三大物業種類中，住宅和商舖表現強勁，而辦公樓則較為平淡，這與當地的經濟重點不無關係。澳門現時的經濟結構仍以旅遊業、博彩業和服務業為支柱，而一般商業則仍在起步階段。

回顧2010年住宅市場，第一個成交金額和數量高峰期在4月，隨後大市轉向平靜，直至11月份濠江迎來第二個高峰，這主要是受惠於購買者預先在政府打擊炒樓措施執行前入市。以按年比較，2010年的總體住宅成交的數量和金額分別上升了52%和104%，兩者大幅差額可見2010年住宅樓價的升幅也很理想。

外地客澳門買樓自住比例增

值得大家注意的是，2010年第四季外地居民購入澳門樓宇自住的比例大幅上升到57.5%，表示該地新落成的住宅項目吸引了大量外國人下注，這個現象是可喜的，表示他們再涉濠江樓市。展望將來，利好的因素仍會是主導大市向上，包括輕軌的落實興建，港珠澳大橋的上馬，廣珠高鐵通車到拱北、市民收入穩步上揚和銀行利息低企。本人預計中小型住宅會在2011年錄得10%升幅，而成交量會突破18,500宗，去年的景氣將延續至今年。

再分析一、二手市場，讀者會發現這兩個市場2010年表現強勁，其中一手樓的成交樓量和金額（在1月至11月）錄得64%和113%升幅，這與同期的二手房的62.5%和110%相同，反映出當地樓市較健康成長，還未出現一手強力拉動二手樓急升，而再拉動一手樓反覆再向上，形成一個急速升市的循環。這與香港樓市的規則不同，原因是澳門近年沒有土地進行公開拍賣，市場參與者不能創造地王，再利用高地價效應推高現樓價值。

「三高」造就商舖交投暢旺

我們轉向商廈市場。澳門的新公司註冊數目在去年二、三季錄得理想升幅，如以首三季比較，去年錄得了12.3%升幅，這表示去年有大量公司在當地進行註冊，大大有利於辦公室和商舖的未來市場。商舖市場表現一枝獨秀！去年首11個月，商舖的成交金額和數目分別錄得了84%和25%的佳績，這主要得力於當地的「三高」現象。首先零售營業總值去年急升30%，再者市民平均收入上升2.3%和訪澳旅客急升13.8%，三組數字是近年錄得的高位。如果中國經濟持續牛氣，訪澳遊客穩步上升和居民收入逐步改善，本人預計2011年濠江的主要旅遊區商舖的售價和租金會再錄得約20%升幅。

但相對來說，澳門的辦公樓市場仍未完全發展起來，主要是當地商業氣氛不太濃厚和第三產業的企業仍未趨向成熟發展。市場仍未回復到2007年高峰期，甲級辦公樓的呎租和呎價，分別維持在13至15元和2,300至2,500元，沒有出現大幅上升的現象。本人預測這個情形在2011年仍會保持平穩，沒有大幅上升突破的空間。

各位讀者，2011年的濠江樓市仍會是光輝燦爛的一年，大家有餘財力可細吼一下！

試點房產稅率有待提高

路透專欄撰稿人
顧蔚

熱點透視

中國新開徵的房產稅是向正確的方向邁出了一步，這可能有助於抑制投機以及財富重新分配。不過，上海和重慶試點方案適用的1%稅率不會對買家起到太大的作用——去年中國的房價漲幅達到了20%。

開徵房產稅有兩層意義。首先，通過對高檔房產所有者徵稅，政府可以將一部分財富從富人手轉移到窮人團體。重慶計劃在未來三年投資150億元人民幣用於建設廉租/公租房，而只有三分之一能夠仰賴中央政府的投資。

內地房價5年翻一番

第二，房產稅的效果要比當前的交易環節稅收更為有效。根據中國社科院的數據，中國的660座城市中有6,500萬套空置房。目前的規定是對購買不足5年的交易房產徵收5%的營業稅，而房屋的空置成本幾乎可以忽略不計。根據發改委的數據，2004年到2009年間，中國房價翻了一番。

問題就在於，1%的房產稅率看似不夠嚴厲。設想一下，一套價值50萬美元的豪華公寓，買者每年繳納的稅款也不過是5,000美元。而要是租出去，按照目前約2%的年收益計算，每年還能淨賺5,000美元；要是市場能夠按照去年的速度攀升，

就有可能賺到10萬美元。

不過，若稅率提高到5%的話，該套房每年要繳納的稅款就達到2.5萬美元；就算租出去，每年也要虧1.5萬美元。而要是買家採用按揭方式購買的話，那就更不合算了。即便是如此，這要比澳洲一些富有房主承受的稅負還要低。

迄今為止，重慶和上海的試點都很謹慎。根據香港金管局的數據，賣地收入仍佔內地地方財政收入的30%。不過，要是內地政府確實想抑制房價上漲的話，提高房產稅的適用稅率，似乎是最好的辦法。



■有分析指，相比去年內地房價漲幅，上海和重慶試點方案適用的1%稅率不會對買家起太大作用。
資料圖片