

本港人債市場發展迅速

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



2010年香港市場新發行人民幣債券總規模約370億元。截至去年底，香港人債的存量達570億元，預計今年首季末可達800億元。香港人債特點之一是發行人種類多樣化（包括了內地金融機構、H股公司、紅籌公司、港澳企業和跨國企業等），發債人的性質和業務範圍也很多元化；另一特點為機構配售規模增長迅速。香港人債市場的近期發展已領先於港元債券市場。



香港人民幣債券特點之一是發行人種類多樣化，當中包括內地金融機構。資料圖片

本港人債的發行也逐漸探索出特有的模式，部分發行人無信用評級，以較高利息發行，並由基金經理及其他專業投資者自己判斷債券的信用風險。此發債模式拓寬了香港債券市場在信用評級和發行人種類等方面的選擇，是香港資本市場的突破。一些較難獲得回流額度的發行人（暫時主要為地產相關企業）也有發行與人民幣匯價掛鈎的美元債券。

在提供投資產品方面，現階段香港的離岸人債市場發展成功，似乎比期待的「小QFII」基金（除非額度寬鬆並能夠持續性增加）更能配合全島進度。香港證監會也對人民幣計價基金的態度正面，有利於香港培育人民幣投資產品的機構投資者，相信有更多的人民幣債券基金將會出現，而保險公司是最重要的機構投資者之一。

香港人民幣保單已在發展中，但缺乏具規模的長期投資渠道。當前離岸人債多數年期短，二手市場流通量小，不敷保險產品的需求；相對而言，香港保險公司更需要「小QFII」。未來若內地出面向香港保險公司的「小QFII」，供保險公司申請額度，相信可促進香港人民幣保單市場的發展。長期機構投資者的存在，對資本市場的發展非常重要。早前，中保監也表示對香港保險公司投資內地債市抱支持態度。

上月人行公布人民幣ODI試點管理辦法，業界對此反應正面。內地機構透過ODI進行境外投資，可以帶來境外人民幣存量的增加，並刺激離岸人民幣市場發展。根據商務部的數據，2009年內地企業的對外直接投資總額為565億美元，其中約63%是流向香港；2009年末，香港存量佔總存量約67%。未來，若其中一定比例可通過人民幣完成，也可能為銀行提供股本融資貸款的機會，香港離岸人民幣市場就更加完善。若跨境貿易結算和境外直接投資人民幣結算兩試點發展順利，今年末香港人民幣存款量可能達到1萬億元。

當前，人民幣「走出去」主要途徑包括跨境貿易結算、境外直接投資、央行間人民幣互換，和香港的個人及商戶累積等。跨境貿易結算和境外直接投資可成為境外人民幣存量增加的主要驅動力，而兩者發展的條件之一是對手方（跨境貿易中的賣方或境外直接投資中的出售方）願

意接受人民幣交易。對手方除持有人民幣從升值中獲益外，需要在投資和交易等方面有更多選擇。即使相關貿易或投資不經香港，對手方亦可選擇通過香港進行人民幣投資或外匯交易。

離岸人債之外，投資內地銀行間債券市場逐步放開，人民幣計價基金相繼出現，交易所上市產品（如房地產信託基金，即REITs）亦在準備中，這些豐富了香港人民幣投資產品的選擇。另一方面，離岸人民幣存量的增加將為更多的投資產品（如人民幣計價股票等）提供條件，從而形成良性循環。隨著香港人民幣市場多元發展模式的形成，在人民幣流出和離岸人民幣投資及使用的循環中，香港離岸市場可扮演不可或缺的角色。

以內地客戶基礎的優勢，中資投行在債券發行、安排、包銷的業務可謂異軍突起。主要的內地基金公司近年來在港多已設立分支機構，也趁機申請發售人民幣投資基金，中資保險公司是人民幣保險產品的先行者，為中資金融機構打造品牌起了積極作用，也成為培養和招攬人才的重要基石之一。

外匯交易方面，目前已有銀行將東北亞地區的貨幣交易（其中包括新台幣NDF和韓國NDF等產品的交易等）集中到香港。隨着香港離岸人民幣市場規模的增長，相信亞洲貨幣交易向香港集中的趨勢會持續，並有利於鞏固香港國際金融中心的地位。

總觀倫敦的歐洲美元中心角色，主要是作為資本市場的集散地，既是債券、銀團貸款的包銷、安排中心，而同業間的貨幣市場則是跨時區的全球性運作。香港的人民幣離岸中心，可以參考同樣模式。

正如前文所提及，香港需在國家金融和經濟發展的大環境中考慮人民幣相關業務的發展。政策方面，香港可積極與內地監管部門保持溝通和協調，貫徹漸進改革的發展思路並注重有效控制風險。隨着香港離岸人民幣的累積和相關市場發展的深化，香港亦可在國家推進人民幣匯率形成機制改革和增強人民幣匯率彈性的實踐中，發揮必要的作用。（二之二）
恒生銀行的劉宇博士對本文亦有貢獻

港股今年上半年績炒復甦

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上週二（1日）本欄提過「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。當時的想法是地緣政治局勢，加上近期歐美金融市場上，投資者充滿一種安樂感，這正好是轉角位出現的跡象。

投資者傾向先行獲利

筆者沒有想到的倒是，率先發難的卻是港股。農曆新年過後第一個交易日，港股先高後低，紅盤高開，迫近24,000點，但可望而不可達，即市已見愈跌愈急，反映出投資者對後市並不一面倒樂觀，傾向先行獲利，觀望內地隨時發出的新一輪調控招數。

無論如何，提到轉角位，不厭其煩，可以強調的是，今年的主題始終是復甦。轉角位在去年底到今年初出現，尤其重要的是，去年主題是復甦無望；以金融市場上投資者的習性，當人人已深知某一特定主題，便是轉角市開始，主題自然有變。

事實上，觀乎歐債危機淡化，美國宏觀經濟數據好轉，企業盈利表現勝市場預期，均為好消息。遠的不說，就以上週五（4日）大家仍在農曆新年的氣氛下，美國公布的企業業績和經濟數據，均見佳績。

首先，穆迪公布去年第四季業績，盈利為1,374億美元，增長35%，主要受評級服務及分析業務收

入都取得兩位數增長帶動；期內，穆迪收入增長16%，達到5,643億美元，多過市場預期。一葉知秋，幾年前金融海嘯時的風聲鶴唳，以至金融機構的不景氣，應該正式告終。

更有代表性的是，萬事達卡去年第四季盈利為4.15億美元，增長41%，多過市場預期，原因是消費者開支增加，該公司處理的交易量上升，推動收入增長；期內，萬事達卡收入增長11%，達到14.4億美元。以此觀之，更見普遍人的消費意慾和金額均見提升，這比起一般抽樣訪問的調查更有參考價值，可以說明經濟復甦的力度。

美國服務業加速擴張

至於經濟數據方面，美國上週四（3日）公布新申領失業援助人數，大幅減少4.2萬人至41.5萬人，反映就業市場正逐步改善。另外，美國供應管理協會1月份非製造業採購經理指數上升59.4，高過市場預期，亦反映服務業加速擴張。

當然，投資者消化各種消息的速度其實很快，即使是主題的大轉變，也可以在短時間內明顯炒作，甚至炒作過度，過程中出現調整壓力，不足為奇。

筆者估計，雖然由年初至年中，復甦主題仍然生效，但畢竟實體經濟復甦速度較慢，遠不及金融市場的資產價格走勢反映得快；故此，反映復甦較去年所想更快，這一主題見諸金融市場的反應會時見反覆。而具體地說，今年1月投資者已經明顯掌握了復甦的概念，如今在2月份，股市很大機會有一定調整，港股先行，而歐美股市的回落亦可能不遠矣。

工業國未解困 港出口蒙陰影

恒生銀行
高級經濟師 范婉兒、首席經濟師 嚴愛群

香港政府將於2月23日公布去年第四季本地生產總值。最新的數據顯示，本地生產總值增長經連續3季高於過去平均水平後，第四季將回落至4.7%。去年全年，本地生產總值估計增長6.5%，增速為4年以來最快。

展望今年，全球經濟維持兩速發展的局面：一方面新興市場國家經濟強勁增長，另一方面工業國家則仍在掙扎求生，令香港出口前景蒙上陰影。然而，以目前就業市場改善的情況看來，相信本地消費需求將繼續支持經濟增長。另外，現時有更多跡象顯示通脹預期正逐漸升溫，倘若情況未能受控，日後可能會出現更高的通脹。

總括而言，香港經濟增長料將回復至過往平均水平，惟通脹似會進一步攀升。我們預測，2011年實質本地生產總值將有4.5%的平穩增長，但通脹率亦將上升至3.7%。

外部需求快速降溫

由於出口增長放緩，去年本地生產總值增長連續3季高於過去平均水平後，第四季將稍降，但仍達4.7%，相當於過去10年的平均增速。貨物及服務淨出口對經濟增長的貢獻料將由去年第三季的8個百分點略降至第四季的4.2個百分點，反映外部需求於連續數季補充存貨後快速降溫。

收入增加及就業前景明朗，應可令消費保持強勁。去年失業率由年初的4.9%降至年底的4.0%，為兩年來最低；股價及樓價上升締造的財

富效應亦可能是原因之一。投資料會進一步增長，主要因為最新的調查顯示企業信心仍高企；樓市活躍及持續進行的政府基建項目，亦將推動投資。

我們估計，消費及投資應為去年最後一季經濟帶來2.8個百分點的增長。倘若我們的估計正確，2010年全年本港經濟增長料達6.5%。去年首3季，實質本地生產總值增長高達7.1%。

新興市場料門水喉

美國方面，失業率仍高達9%以上，樓價則仍在下跌。歐洲的情況更為惡劣，因為歐羅區的債務危機有從周邊國家蔓延至核心成員國。另外，不少歐洲國家將要減債減赤，亦令當地的經濟前景蒙上陰影。

與工業國家迥異，新興市場國家的復甦步伐較快，但通脹壓力像會構成更大的挑戰。2010年，內地及印度的經濟錄得近雙位數的增長，惟通脹亦處於高水平。新興市場國家料會進一步收緊政策。例如，內地的財政刺激措施將逐步消退，而人民銀行估計亦會調高利率及銀行法定存款準備金率以遏止通脹及樓價上升；這些措施均可能令經濟增長減速。

與全球其他經濟增長較快的地區一致，香港通脹壓力亦持續攀升。由於食品及能源價格上升，去年消費物價通脹由年初的1.0%上升至年末的3.1%。香港經濟增長料將回復至過往平均水平，惟通脹亦似會進一步攀升。我們預測，2011年實質本地生產總值將有4.5%的穩健增長，但通脹亦會升至3.7%。

大中華投資機會與風險

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

今年通脹上升以及相關的政策收緊風險繼續困擾內地股市，有關即將加息及其他政策控制的傳聞不斷成為媒體焦點。儘管通脹及政策收緊困擾將持續一段時間，但最新公布的按月數據顯示食品及非食品價格均有見跡象，因此目前並不存在通脹失控的重大風險。

在可預見的未來，有關通脹及資產價格上漲的持續困擾，無可避免將令中央政府進一步採取控制措施，以遏抑市場上的過剩游資。不過，我們認為，這些措施並不會扼殺中國的經濟增長。

消費行業增長前景樂觀

我們對2011年仍然樂觀。由於零售行業將繼續從中央政府的內需增長政策中得益，並跑贏整體經濟，因此預計內地消費企業可實現強勁的盈利增長。事實上，內地零售行業依然「年輕」，新興消費業務（如嬰兒護理、娛樂和網絡購物）將繼續茁壯成長。儘管年內市況將受到政策的干擾，但我們期待消費類別將孕育更多增長機會，為我們的樂觀看法提供支持。

同樣地，香港股市亦面臨政策困擾。儘管如此，考慮到匯率掛鈎政策及開放式經濟，香港對於以資本控制或調整匯率/利率以遏抑境外資本流入的做法，看來最欠決心及能力。因此，只要環球貨幣政策維持寬鬆，以及內地經濟繼續強勁增長，香港的資產再膨脹主題應可獲得良好支持。

台灣的後市展望好壞參半。儘管美國最新的宏觀指標有所改善，但我們繼續預計，美國漫長且欠均衡的經濟復甦將限制台灣的出口增長。

台灣後市展望好壞參半

台灣科技企業正在經歷轉型，謀求在價值鏈中更上層樓。台灣科技企業因而面臨挑戰，需要從低製造成本模式，轉向產品設計和品牌等非其傳統優勢所在的其他商業細分領域。最新的五都選舉結果有利於執政的國民黨，海峽兩岸關係破冰亦可令內需類別繼續得益。我們將繼續留意風險回報特質吸引的內需主題投資意念。

今年大中華的選股概念，當中包括涉及大量內地遊客業務的中檔消費零售連鎖網絡，通過自有品牌提高邊際利潤。另外，以中高端客入為目標（盡可能減少公共區域及過多的娛樂設施），資本回報率較高的連鎖酒店值得留意。還有，中國彩票市場的設備供應商，亦從彩票行業增長以及行業規管相對寬鬆中受惠。

不可忽視的是，平板電視供應鏈中的吸引環節（例如背光產品），日益專注於盈利能力以及開拓鄰近市場。企業資源規劃類別的領軍供應商，在金融資訊科技領域的能力正不斷加強；相對增長前景以及與相關企業比較而言，其估值更為吸引。

在中國市場上，我們認為企業盈利增長往往比估值更加重要。儘管部分消費股（例如鞋業）近期遭拋售，我們仍能避免損失，正是因為我們在類別輪動及「自下而上」選股方面都能堅守投資紀律。我們繼續在擁有增長空間的行業中尋找投資對象。

通脹催生日債危機

路透專欄撰稿人
Jim Saft

熱點透視

在突尼斯（突尼西亞）和埃及引發民怨的食品和能源通貨膨脹，也可能嚴重衝擊日本民眾的實質工資和購買能力，進而影響他們持有政府公債的意願。而這些債務對日本政府來說相當重要。可能觸發日本債務危機的，並不是債市大戶，而是日本散戶民眾。因儘管利率極低，這些民眾一直以來都很耐心地持有日本政府公債。

日本公債國內持有率達94%

由於國內有龐大且被動的投資群（國內持有日本公債的比例高達約94%，美國僅50%左右），讓日本得以免遭公債利率擠壓，而且也不像美國那樣，容易遭到外國投資人和央行拋盤的衝擊。對日本這樣一個半數支出要靠借貸的國家來說，這是一個很重要的支撐因素，但也是很嚴重的弱點。

日本投資人直接持有日債的比例不到5%，主要是透過金融機構推出的帳戶和工具來做投資，而這些投資工具的收益與公債收益率（殖利率）亦步亦趨。在通脹循環中，物價下滑使得購買力提高，退休人士和投資人或許還能接受只有1.2%的10年期公債收益率。但若物價大幅上揚，他們可能會要求更高的收益。

日本數據顯示，去年12月肉類水果等新鮮食品價格漲幅達到10.3%，整體食品價格觸及歷史高位。能源價格也在上漲，且對不斷襲來的中東衝擊相當敏感。總體而言，哪怕日圓不貶值，日本消費者看上去也遭受貿易條件打擊，生活必需品價格漲幅，遠遠超過他們所能爭取到的薪資增幅。

日圓受累國家主權評級被降

對日本家庭而言，通縮一直都並不可怕，至少從他們自己



標普早前將日本主權評級下調，日圓即應聲下跌。

資料圖片的報告來看是這樣：63.9%的日本人表示滿意去年的生活水平（1989年該比例為63.1%）。評級機構標準普爾上周指因人口老化問題，且預計政府負債比率將繼續上升，將日本主權債信評級從AA調降至AA-。不過，債市對此反應冷淡，日圓下跌。日本公債五年期信用違約互換（CDS）漲至約0.85%，逼近去年夏天歐洲債務危機時的紀錄高位。

日本無疑有很多可在公債下跌時自我保護的手段：大量持有海外資產，經常帳保持盈餘，擁有凝聚力強且服從指揮的金融行業。因此需留意以下情景：陷入通脹的國內持債人迅速增持海外債券和其他投資，削減公債頭寸。這會使公債收益率上升，日圓下跌，從而引起外國投資者注意，導致他們大肆拋售日本公債。如果事件順勢發展，從現在起一年裡，人們都會對日本公債泡沫何以持續如此之久感到不可思議。

若是這樣，全球損失將是深遠沉重的，焦點將集中於美國及其高債務，而催生產通脹的量化寬鬆政策，最終將被證明是「大殺傷力」工具。