

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

百家觀點

# 表外信貸成炸彈 中資銀行礙宏調

經濟增長穩步前行，但通脹隨之迫近，雖然中央政府聲明保持適度寬鬆的貨幣政策，但從去年開始國務院正逐步引導貨幣條件從反危機狀態向常態水平回歸，意味着市場貨幣供應增長的速度將會大幅減慢，從人民銀行2010年第四季度的貨幣政策執行報告可見，去年年末廣義貨幣供應量M2同比增長了19.7%，比09年同期的增速低8個百分點，而慣常反映實體經濟融資總量的人民幣貸款餘額同比上升了19.9%，增速大幅下降下降了11.8個百分點。

從人民銀行這些數字可見，內地的貨幣供應量增速大幅下降，意味着可用的新增資金及流動性縮小，不過，這未必真正反映了內地的融資總量增長，理由是，雖然中央下令調低貸款新增總量的預期和調高存款準備金率以限制信貸發放，但商業銀行使用表外信貸便可輕易避過這些關口，在基準利率仍然低企下，把握任何息差收益。

至2013年期間陸續浮現。

以地方債務為例，數據顯示，大多數地方債是中長期貸款，約54%的貸款期限在5年以上，2011年至2013年間有大量地方債將進入還款期，估算今年的地方債總額會增加至12.5萬億人民幣。但是，地方政府的項目大多承認了極低的回報率和極長的回本期，而且，地方政府的收入很大程度上依賴賣地收入，隨着中央要求限制對房地產市場的貸款額和意圖打壓內地樓市，地方政府收入將會大幅下降，大幅增加了地方債變成不良貸款的機會。

根據惠譽國際評級去年12月發表的報告估算，內地銀行業的表外信貸超過3萬億人民幣。主要的方式之一，是信貸機構利用信託公司，以類似證券化的形式把銀行貸款產品打包成投資產品，方便銀行避過了存款準備金率及貸款配額的限制。這種融資方式明顯地反映到內地房產業，隨着中央要求收緊銀行對房地產市場的貸款，截至去年第3季度，信託公司和地產市場總共發放了3,200億元貸款，是人民銀行公佈數據的1.72萬億正式貸款的18.6%。

人民銀行統計司司長盛松成於今年2月19日撰文表示了新增人民幣貸款不能完全反映社會融資總量的觀點。據他統計，2010年新增人民幣貸款以外融資金額高達6.33萬億元，為同期新增人民幣貸款的79.7%，而金融機構表外業務總計亦高達3.8萬億元，與惠譽估計的數字相若。

去年新增人民幣貸款總額為2008年的2倍，經過連續兩年大幅放寬貨幣市場，在極低成本的情形下，不能否認大部分的貸款進入了信譽和回報率較低的项目，當中以表外貸款尤甚，因為非正式貸款渠道多以協商形式達成，很容易便能規避審查。這些問題將很可能在今年

綜觀整個內地信貸市場的情況，以現時信貸流流量之高，不難令人聯想到央行在一眾呼聲下，仍不願意提高基準利率控制貨幣市場的原因是，高息情況會直接增加融資成本，在難以確定有多少「潛在不良貸款」的情況下，加息等於放大了不良貸款大幅增加的機會，中央近年積極拓展地方債券的發行，除了是為進行體制改革外，很可能是為了應對內地銀行業面對的危機。情況有點類似十多年前，內地金融體系在經歷一輪信貸寬鬆後，造成了其後大量的資不抵債情況。

比較一下建設銀行和美國銀行的估值：現時建行的市值約為2.225億美元，大幅高於美銀約1.400億美元，但兩者去年的淨利息收入則分別為27.4億美元及51.5億美元，而存款總額則為1.03萬億美元及1.01萬億美元；以存款總額作為銀行的生意規模來看，建行和美銀大致相若，但建行的市值卻超出6成，明顯是反映市場對中國商業銀行的盈利增長預期，若內地不良貸款總額開始增加，和利息向上，銀行業成本上升，中期或對中國銀行業的估值產生負面影響。



■根據惠譽國際評級去年12月發表的報告估算，內地銀行業的表外信貸超過3萬億人民幣。分析估計，這些貸款產生的問題很可能在今年至2013年期間陸續浮現。

路透社

## 中東不穩 油價互動成焦點

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

中東和北非地緣政治局勢持續不穩，目前金融市場上的焦點，已落在油價與其他資產價格的互動上。隨着利比亞東部石油轉運站布加受到空襲，當地衝突升級，市場繼續擔心石油供應風險，加上美國原油庫存減少，油價昨日明顯上揚，紐約4月份交割的輕質原油期货價格上漲，創29個月收市新高。

當然，油價上升，除了中東危機，也包括美國的庫存減少因素，美國能源部公佈，截至2月25日當周全美原油庫存減少，是7個星期以來首次下滑，而市場原先預期原油庫存將增加；報告並顯示，該周美國汽油庫存減少，跌幅創3個月新高。然而，無論是何因素，期油走勢強勁，正式突破100美元大關，卻實在反映中東局勢的影響並未消退。

### 市場憂慮通脹情緒升溫

值得注意的是，在利比亞政治動盪及油價高漲下，避險資產繼續推高金價，紐約黃金期貨漲升，再創紀錄新高。而中東動亂惡化，原油價格連日急升，使市場對通脹的憂慮情緒升溫。

而貴金屬則變得更具吸引力。白銀同樣在避險需求下被追捧，紐約商品交易所5月份交割的期銀價格上漲，

創下三十一年以來的最高收盤價格，走勢維持強勁。另外，6月份鉑金期貨上漲，過去12個月時間裡已經上漲了85%；4月份鉑金期貨上漲，過去一年時間裡上漲了18%。

除了上述貴金屬，油價變化而間接帶起的，還有糖價。市場預期巴西將更多甘蔗加工成乙醇，使糖的供應更加緊張，紐約5月原糖期貨大漲。

相反，油價上升令市場擔心未來經濟增長放緩，影響基本金屬的需求，紐約銅昨日回軟，COMEX 5月期銅合約下跌，較紀錄高位低約3%。

而另一方面，油價向上，令市場擔心，美國經濟復甦步伐有可能減慢。當然，正如美國昨日公布上月份民間就業人數增加21.7萬人，增幅大於預期，反映美國就業市場繼續向好，而褐皮書亦指出今年初全美各地區的就業市場都有所改善。

然而，聯儲局主席伯南克在眾議院金融服務委員會聽證會上表示，為了刺激美國經濟，不排除擴大資產收購計劃規模的可能，某程度上正是安排了後路，萬一失業率未能大降，又或通脹升溫，甚至兩者齊來變成滯脹，聯儲局也有應付的方法。

短期而言，美國既然因失業未能快速大幅下降，將遲於其他歐洲國家加息，美元轉弱亦屬合理，而美債因通脹風險加大，美國國債走軟而美股高位調整，相信仍是近日可見的韻律。

## 新財案扭轉市民「供應不足」看法

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師

陳東岳

財政預算案出台，各方反應多於褒。看出財爺避免激化通脹的苦心，不退稅而把派錢注入強積金，奈何強積金要退休才可用，不如順應民意，以更直接方法令市民受惠。其實預算案亦有可取之處，起碼在穩定樓市方面，肯定下了一番功夫研究而作出了針對性的措施。雖然不能舒緩短期樓價上升，但有助於扭轉市民對短期供應不足的看法。

### 政府不再單讓市場主導

就着幾項新措施跟大家談話：(1)雙軌賣地取回主導權：政府主動推出18幅住宅 / 商貿和酒店用地，以公開拍賣或招標方式出售，這是繼「孫九招」引入「勾地制度」實施多年後，政府首次啟動「勾地」及「主動賣地」雙軌並行，表明政府已改變態度，不再單讓市場主導。

(2)推「限呎地」回應社會訴求。政策開宗名義以「限

呎地」增加中小型住宅供應，並設定數量為3,000個，以回應社會對上車新盤不足所作的訴求。

(3)主動推售商業 / 商貿和酒店用地應市。這項措施主要針對近期寫字樓 / 商貿和酒店房間需求大，用地售價迅速飆升，部分原因源於政府以「額外印花稅」打擊短線住宅樓炒家，資金轉到寫字樓等非住宅類別。可以看到，這類物業新供應不多，以酒店為例，三星或以下的住房率接近爆滿，酒店房間供應不足是不爭的事實。

(4)公布總體供應量以扭轉供應不足看法。公開總供應量是對公眾作期望管理，宣示有3萬至4萬的潛在供應。這是所有勾地表內的住宅用地加上港鐵及市建局所預計可建單位，再加上預計私人發展商透過補地價修改地契所能供應的總和。

當然，不是一個年度內全部能勾出勾地表的用地，發展商推盤亦有各自的時間表，3萬至4萬可能不只是一年，而是幾年的供應量！兼且這批用地賣完有何後着？政府開發新增住宅用地有何長遠計劃？如果能把這些都一併向公眾交代就更好了。

## 遠水難救近火 樓價易上難落

置業18主席

張肇柱

新一年度《財政預算案》上月底出爐，財爺從增加土地供應着手，計劃年內推出3萬至4萬伙新供應，以回應市場對住宅用地的需求，但該批單位落成需時，最快2至3年後才可真正能推出市場，而且發展商亦只分階段推出，可謂名副其實的「遠水」，未能解決現時供失平衡的「近火」問題，樓價只會易上難落。

另一方面，預算案中未有針對樓價升勢，再度推出打壓措施，令二手業主叫價更硬淨，甚至提價放售。其實，早於預算案公布前，部分買家已預期政府未有新措施出台，積極追價入市，市場屢現高價成交，而到預算案公布後，陸續有業主將盤「解封」又或提價，以一個中小型單位計，預算案前後樓價已相差數萬元，令部分買家失去預算打退堂鼓，或迫於無奈以更高價格購入同類型單位。

發展商亦趁勢在預算案推出後紛紛推盤，包括恒基上

環尚賢居、長實青山灣海譽及新地掃管笏星堤罕有地同日派發價單，並在上周六發售，長實大圍盛譽亦於周日加入戰團，3個發展商突連推4盤，令沉寂一時的一手市場再度熱烘烘。

### 新盤連推 入市意慾高漲

新盤連推，誘發市場購買力傾巢而出，部分新盤探求價不求量策略，以高市價推出，面對高價推盤及二手提價，亦有發展商改變策略，推出多項優惠吸客，其中大圍新盤就增加優惠發售，首批推出單位即日「清袋」，即使其他未有優惠新盤亦有不俗的銷情，反映現時買家入市意慾依然高漲，發展商亦於近數天繼續加推。

筆者認為，自去年政府推出額外印花稅，打壓炒家買賣後，樓市雖然短暫冷淡，發展商亦延遲推盤計劃；但經過近月調整後，樓價不斷回升，沉寂多月新盤連環推出，市場餓盤多時，加上息口低企及游資氾濫的情況下，有不少投資客傾向於「買磚頭」保值，相信未來樓價仍會繼續上升。

## 亞新興經濟體易受高油價衝擊

路透外匯市場分析師

Neal Kimberley

全球化可能帶來這樣一個始料未及的後果：亞洲新興市場比發達市場更易受到油價持續高企的衝擊。1973和1979年原油供應吃緊時，發達經濟體可以說受到多得不得相稱的打擊，因為這些國家那時有大量需要使用原油的製造企業。

有些人指出，發達市場可能再次比新興經濟體受到更大的衝擊，卻沒有人認為這些發達國家目前的經濟狀況很理想。但2011年，形勢變得截然不同。目前很大程度上，發達經濟體需要的消費者耐用用品都產自亞洲新興國家，發達國家的大多數製造基地都已搬到新興國家。

儘管新興國家的勞工成本較低，但如果中東和北非的政治動盪最終導致油價長時間高企，亞洲新興國家製造業受到的衝擊可能會最大。

### 佔GDP遠高於發達經濟體

匯豐控股首席經濟學家Stephen King近期在研究報告中強調，新興國家的石油消費佔國內生產總值(GDP)的比重要遠高於發達經濟體。

發達國家在能源使用效率方面要做得更好。King援引石油巨擘BP 2010年全球能源數據評論的內容稱，2009年德國石油消費相當於GDP的1.8%，美國為3.3%，而中國為4.3%。截至2009年底，韓國石油消費佔GDP的6.9%。油價長時間高企將對原油消費佔較高GDP比例的非產油國構成拖累。但油價上漲的首輪影響不僅局限於這些。亞洲新興經濟體必須將生產的商品運給發達國

家的消費者。油價上漲將推高貨運燃料費，使得亞洲製造業的勞工成本優勢被部分抵消，並擠壓製造商的盈利。

美國總統奧巴馬在1月發表國情咨文時表示支持開發本土清潔能源技術，但只有碳氫化合物成本上升，才能激勵相關努力得到落實。美國農業部長威爾薩克已表示擬用更多玉米提取乙醇(酒精)，用作可替代原油的燃料。

由於天然氣和原油價格脫鉤表明化肥成本不會被拉高，因此美國種植玉米的農戶有穩賺不賠的把握。美國農業部稱，始於9月1日的新銷售年度中，美國用於提取乙醇的玉米數量將達到創紀錄的50億蒲式耳，較今年略有增加。不過，玉米價格堅挺只會加劇亞洲新興經濟體已經面臨的食品價格上漲問題。

### 影響相當於徵收消費稅

油價持續上漲的影響實際相當於徵收消費稅，只有石油出口國毫無疑問是唯一的受益方。普通家庭會因為油價上漲而減少非必需品消費。市場的產品需求下降，將給製造商帶來負面影響。這當然會拖累全球經濟，一如1970年代時的情形。但2011年，油價上漲可能會對亞洲新興經濟體產生更大影響。過去數十年以來，亞洲新興國家一直是發達國家所需消費耐用品的生產供應方。因此很可能出現如下情況：如果油價持於高位，在投資者看來，發達經濟體的確會遇到自己的問題，但亞洲新興經濟體或許更加容易受到衝擊。

## 國策支持 航空工業添動力

敦沛證券業務董事

施俊威

「兩會」開幕，「十二五」規劃實施，飛機製造受惠於國策。中國去年宣布7大新興產業文件中，表明重點發展以幹支線飛機和通用飛機為主的航空設備，加強航空產業未來發展，相信往後將有更多扶持政策出台。

### 拓展全球通用飛機市場

在國務院國資委謹慎推行的央企股權激勵中，中航科工(2357)，成為第三家試點央企控股上市公司。中航科工2003年10月在香港上市，最初的控股股東是原中國航空工業第二集團公司，目前由中航工業控股持股佔56.70%。在中航工業旗下附屬20餘家上市公司中，中航科工被定位為中航工業全價值鏈民用航空產品製造業務的旗艦公司，以及中航工業國際化融資併購平台。該公司主要航空產品包括各種類型的直升機、支線飛機、教練機、通用飛機、飛機零部件和航空機電產品。

據市場分析，中航集團參考過全球兩間最大飛機工業集團，即係美國波音公司，同埋歐洲空中巴士公司，而按中國政府取態，中國自行發展飛機工業係要接近美國波音公司模式。近日中航工業集團全資持有的中航兩家飛機宣布，收購全球第二大通用航空企業美國西銳飛機工業公司100%的股權，是中國航空企業首次併購歐美發達國家的整機製造企業。併購完成後，中航通飛

將以西銳公司為平台，打造中航通飛美國產業基地，並通過美國基地以及與內地產業基地的協同發展，開拓全球通用飛機市場。

儘管國務院國資委、財政部2006年啟就允許央企控股上市公司實施股權激勵制度，但最近幾年在操作中一直十分謹慎，此前僅有內地上市公司烽火通信(600498.SS)的首期股票期權激勵計劃和中交建(1800)股票增值權計劃獲得批准。與前兩家央企控股上市公司相比，中航工業的股權激勵方式不同，中航科工此次計劃採用回購股票的方式進行激勵。該公司董事會將選擇激勵計劃參與者，並確定將授予以限制性股票數量，而早前更與母公司旗下中航機電簽訂協議，同意斥資7.68億元人民幣，全購旗下附屬天津航空股權。是次收購有助增加新航空機電業務，提高其航空產品及配套生產能力，其航空業務體系亦將更加完善。



■一架Mi-171型旅遊觀光直升機在江西廬山北山景區上空試飛。 新華社