

貨幣政策正常化 須防利率回升

香港金融管理局副總裁
余偉文

百家觀點

自2008年全球金融危機後，很多主要經濟體系的中央銀行都把利率推到非常低的水平，有些更實施了量化寬鬆政策，等同大量印鈔，以振興經濟。由於利率已接近零，下一個移動的方向只可能是上升。雖然我們無法預測利率何時會上升及上升的速度有多快，但現在有跡象顯示，主要經濟體系如美國、歐元區和英國似乎不會實施進一步的寬鬆貨幣政策，除了日本因最近地震和海嘯的影響則屬例外。



■金管局提醒要小心謹慎地管理利率上升的風險，保持強固的經濟基本因素和穩健的銀行體系，香港才有能力應付貨幣環境正常化的來臨。圖為匯豐及渣打等銀行總行。 彭博社

相反地，多數已發展經濟體系的非常寬鬆貨幣狀況很可能會逐漸回復到比較正常的狀態，即貨幣政策「正常化」可能快將實現。事實上，由於面對食品和能源價格不斷上漲而造成的通脹壓力，多個亞洲國家已經提高利率對抗通脹。例如，中國人民銀行已經提高利率和存款準備金率，以遏止消費和資產價格上升。其他中央銀行如韓國和泰國的央行亦曾於3月上調利率。

即使受金融海嘯影響最嚴重的已發展經濟體系，它們的中央銀行對通貨膨脹的風險也越加警惕。歐洲中央銀行剛於上星期加息，以防範通脹上升的風險。在英國，英倫銀行貨幣政策委員會的部分成員亦曾一再投票支持加息。美國方面，有跡象顯示經濟復甦的基礎漸見穩固。市場預期第二輪量化寬鬆政策在2011年中完成後，將再沒有下一輪的量化寬鬆政策。根據用於衡量市場對美國利率政策預期的指標，市場人士自去年年底開始預期會更早加息。

若已發展經濟體系特別是美國提高利率，對香港有甚麼影響呢？大家都知道，在聯繫匯率制度下，港元利率會跟隨美元利率上升。至於實際運作方面，就是在貨幣發行局機制下，先會有資金淨流出，然後會帶動本地利率上升。當美元利率上升，本地利率起初因為銀行體系

有充足的流動性，可能會相對偏軟；但當本地利率和美元利率的差距擴大，市場參與者自然會進行套利交易，沽出港元買入美元以賺取較高的利息。

這種利差交易最終會驅使匯率走弱至1美元兌7.85港元的水平，即金管局承諾承接港元沽盤的弱方兌換保證匯率。當金管局向銀行買入港元沽出美元，銀行體系總結餘將會下降，銀行間流動性會相應減少，導致利率上升。直至本地利率上升至更接近美元利率，利息套利的吸引力便會減弱，匯率便不會進一步下調。貨幣發行局的設計就是透過利率的自動調節來維持匯率的穩定。因此，一旦美國開始加息，就會啟動貨幣發行局制度下的利率自動調節機制。

在貨幣發行局安排下，視乎港元在外匯市場的供求情況，港元匯率會在7.75至7.85的兌換範圍內上落。早些時候，港元匯率在日本地震後因市場避險活動而轉弱至超出了7.80水平，引起了一些關注。但平心而論，市場力量無論把港元推向強方或弱方兌換保證水平，也是正常不過的事。

相信大家還記得，香港在2008年9月至2009年12月期間有大量資金流入，推高港元匯率至7.75

兌1美元的水平，並多次觸發強方兌換保證，導致銀行體系流動性大增，將利率推至極低水平。日後無論是基於利息套利交易或其他原因而出現資金淨流出，將有助香港的貨幣狀況恢復到比較正常的狀態，這也許有助緩和消費及資產價格上升。

我們無法準確知道甚麼時候會出現資金淨流出，以及流出的速度，但我們亦明白到，在2008年末至2009年流入港元的大量資金必須流出（亦即透過弱方保證而兌換成美元），香港的貨幣基礎和利息才可以回復較正常狀態。所以當資金從香港流出之時，我們不需過分擔心和害怕。

資金流入和流出是在貨幣發行局安排下維持匯率穩定的正常現象。但我們要小心謹慎地管理利率上升的風險，保持強固的經濟基本因素和穩健的銀行體系，香港才有能力應付貨幣環境正常化的來臨。這正是金管局推出一系列對住宅按揭貸款審慎監管措施和要求銀行留意其他信貸增長過快的主要原因，這些措施將有助於確保銀行只向有能力承受利率上升導致還款負擔增加的人貸款。同樣，無論是企業或個人，亦應適當管理利率風險，避免過度借貸。只要大家同心協力，我相信我們能夠更有效應付未來貨幣環境的變化。

地緣政治淡化 關注通脹數據

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

近周開始，商品價格雖然仍在上升，但比起早前的升勢，已有不少緩和，主要原因當然是中東、北非的地緣政治因素淡化，雖然利比亞戰事仍在，但尼日利亞在周六進行總統大選，據媒體報導選舉部分投票結果顯示，現任總統喬納森得票在南部領先，而前軍政府領導人布哈里得票則在北部領先，據指投票氣氛良好，有利舒緩鄰近地區的緊張局勢。

在這種背景下，投資者把焦點轉回至經濟層面，實屬正常。美國上周五公布經濟數據優於預期，4月份密歇根大學消費者信心指數錄得69.6；另外，3月份消費者物價指數年率升至2.7%高位，不過核心通脹仍然維持在1.2%的低位。在通脹憂慮舒緩下，美國國債息率回跌，美債回升。

黃金續為抗通脹投資工具

誠然，美國核心通脹仍然維持在1.2%的低位，但市場更關注中國的通脹可能為對全球帶來的影



■國際信評機構穆迪上周五將愛爾蘭債信評等連降兩級至Baa3，僅高於「垃圾債券」一級。圖為愛爾蘭都柏林市容。 彭博社

響，黃金繼續成為抗通脹的投資工具；中國國家統計局上周五公布，一季度內地經濟增長動力充足，國內生產總值增長9.7%，而3月居民消費價格指數(CPI)同比增幅達5.4%，創3個月新高。

而一如市場預期，人行於數據後再次上調存款準備金率；人民銀行周日傍晚公布，將上調銀行存款準備金率0.5個百分點。計及今次，人行在今年短短4個月內已加存款準備金率4次，連同兩次加息，反映中央決心收緊銀根，預期當局在通脹降溫前將繼續緊縮政策。由此看來，投資者關注通脹和調控，或更廣義地說，是關注央行的退市態度，可以說比地緣政治更重要，難怪從近日VIX的走勢，再跌至15附近水平，投資者並無悲觀可言，即可見一斑。

歐洲債務問題暫不易解決

當然，人無遠慮，必有近憂，歐洲的問題始終未解決，即使早前有本事加息，但實質問題未處理。國際信評機構穆迪上周五將愛爾蘭債信評等連降兩級至Baa3，僅高於「垃圾債券」一級。

另外，希臘10年期公債息率飆升至14%之上的歐元面世以來新高，短期公債息率更觸及19%；希臘總理巴本德里歐雖然強調該國目前無重整債務計劃，但市場認定該國債務重組機會甚高，分別只在於時間。而隨著希臘公債息率飆升，投資者對歐債危機的憂慮明顯增加。

的確，正如國際貨幣基金組織(IMF)和世界銀行日前舉行2011年聯合春季會議時預計，未來幾年全球經濟失衡問題可能將急劇惡化，未來5年美國的經常項目赤字或激增70%，而世界銀行則警告，中東和北非持續的動亂已推動今年頭三個月油價上漲21%，從而導致多國食品價格的波動性加大以及通脹率攀升，更多人將面臨陷入貧困的威脅。整體而言，從上述兩大機構的言論可見，結構性問題仍存在，只是投資者選擇樂觀看法而已。

美元明年或迎逐步走強拐點

路透社特約專欄撰稿人
楊輝

隨著美國第二輪量化寬鬆(QE2)的即將結束，美國利率和匯率都可能出現上升走勢。這種變化一方面可能對全球流動性變化產生較大的影響；另一方面，作為估值的基礎，美元走強對未來資本市場價格也有可能產生較為深遠的影響。

金融危機後，美元呈震盪的態勢，美元的波動也成為影響全球金融市場的主要因素。從歷史上看，美元指數與道瓊斯指數和大宗商品價格有很強的相關性，美元升值時，大宗商品價格一般呈下跌趨勢。

而美元與美股的關係在不同時期表現出不同的特徵。上世紀90年代中期後，美元與美股呈現了同時走強的特徵。而2000年互聯網泡沫破裂後，一般在美元貶值態勢時，美國和大宗商品也都呈現上漲趨勢。

這種差異也是不同經濟周期時期的特點決定的。90年代中後期，強勢美元主要受高增長和高利率的驅動，這也引起的大量的資本流入，高增長和資本流入都推升了美股。而互聯網泡沫破裂後，經濟增長主要由寬鬆貨幣政策推動，寬鬆貨幣政策導致了美元貶值，同時也催生了股市的泡沫。

短期繼續低位運行未變

因此，基於我們對美元匯率的判斷，QE2結束前後，短期內美元可能繼續仍在低位運行，但將隨着美國於2012年加息預期的增強而逐漸升值。

儘管如此，由於當前美國的經濟復甦依然依賴於寬鬆的貨幣政策以及流動性的投放，而不是勞動生產率的提高的推動，因此即使美元開始走強，升值幅度可能不會太大。

股市和大宗商品仍會在經濟復甦的大背景下仍會

呈現震盪攀升的態勢，資本市場受到的衝擊並不會轉化為大級別的危機。

如果未來美元波動幅度超過預期，隨着美國經濟的趨勢性走強，美元大幅上行，則需要關注美元波動對資本市場尤其是新興市場的衝擊。

美債進入熊市平坦過程

對於利率而言，由於QE2退出後，市場對美國經濟增長和通脹水平的預期都可能減弱，同時市場已經提前反應，因此真正退出後，長期利率未必會大幅上行，上行空間可能有限。而緊縮預期的存在和流動性減少將導致短期利率較大幅度的上升，即美國債券市場有望進入熊市平坦的過程中。

對於匯率而言，短期內，美元供給增加，美國的通脹預期上升、財政赤字的擴大、持續的零利率政策，以及歐元區的財政緊縮、加息政策都導致美元在短期內有走弱的趨勢。但中期來看，QE2的退出，美國加息預期、財政赤字的削減，歐元區債務問題的不確定性都可能觸發美元的走強。而長期美元能否持續走強，則取決於美國是否能夠步入依靠勞動生產率大幅提高推動的經濟增長周期。

美元的動盪是影響國際資本市場的一個主要因素，美元的逆轉走強可能暫時削弱美股和大宗商品價格的上漲勢頭。但美元的逆轉以及國際匯率的大幅波動是否能改變股市和大宗商品價格的走勢仍依賴與美國和世界經濟的增長情況，值得持續關注。

對中國而言，美國退出QE2能夠緩解國內宏觀調控的壓力。一方面，美聯儲退出QE2有利於緩解全球的流動性，降低全球總需求，抑制大宗商品價格和輸入性通脹；另一方面，如果美元走強，人民幣有效匯率的升值也有利於降低外需的增長。

總之，任何美國的緊縮性政策會削弱國內的通脹壓力，QE2的退出對中國的債市的影響偏正面。

存備金率上調符預期 A股績看升

大成基金

基金點評

央行上周末宣佈，自4月21日起，將存款準備金率上調0.5個基點。大成基金認為，在3月份CPI創32個月新高的數據出台後，央行旋即出台該政策體現了央行應對通脹反應迅速，也符合市場普遍預期。此舉主要是為了回收銀行體系過剩的流動性，以更有利的控制通脹。

上周，7天回購利率一度降至1.95%的2010年11月以來的新低，反映銀行體系內流動性氾濫。4月到期的央行票據達9110億元，將進一步增加銀行體系的流動性。而且，由於憧憬人民幣升值及中國央行加息，國際熱錢近期大量流入，中國的外匯儲備在1季度增加了1980億美元。通過此次調整，央行從銀行系統回籠資金約3700億元。

不會約束銀行放貸能力

因此，大成基金認為，此次調整不會直接約束銀行的放貸能力，收緊貨幣供應仍將主要依賴於直接的窗口指導，或間接的動態差別存款準備金率。大成基金相信，此次存款準備金率上調不會對實體經濟造成太大影響，且在市場預期之內，對資本市場的影響也將有限。

大成基金認為，目前股市基本面面臨的風險很低。首先，當前市場整體估值偏低，因此下跌空間有限；其次，全球最大經濟體美國經濟的最壞時間已經過去，並開始復甦；再次，內地的經濟仍保持較快的增長；而且，事實證明，中國央行的調控藝術比過去高明了很多，能夠為經濟增長創造良好的政策環境。

周期性板塊股看高一線

大成基金相信，隨着調控政策的出台及落實，通脹高峰即將過去，未來A股市場可能出現了一些更加積極的變化，對於部分行業而言，未來甚至醞釀了一些新的機會，A股市場存在震盪向上的可能。大成基金看好水泥、鋼鐵、化工、煤炭等周期性板塊，估值存在較大修復空間的銀行板塊以及新興產業中的太陽能、電網建設、節能減排板塊。

央行行長周小川在存款準備金率上調之前表示，「中國的存款準備金率不存在絕對的上限」，但大成基金認為，今後存款準備金率繼續以「齊步走」的方式進行上調的空間已越來越狹窄。未來存款準備金率的上調方式須進行「改革」，相機實施動態的、有差別的存款準備金率制度，已勢在必行。



■人行進一步將存款準備金率上調，料不會影響A股反覆向好態勢。圖為股民在證券行關注股票行情。 新華社

最低工資對地產行業的影響

山西省政協委員、威格斯資產評估顧問公司執行董事、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

全球金融風暴後，歐美國家為挽救經濟和金融機構，推行一連串的「量化寬鬆」措施，既大量增加貨幣供應量，也「人為地」將銀行息口維持於較低水平。但因當地經濟疲弱，令居民消費意慾低企，通貨膨脹不成氣候。也因為「銀紙」不值錢，游資大幅流入「資源行業」使這些商品價格持續上升。反觀亞洲區，情況完全是兩碼事。亞洲區內經濟火車頭：中國內地和新加坡的經濟增長持續強勁，令到區內居民消費能力提升，再加上各種資產價值大幅上升，游資不斷湧現，迫使通貨膨脹情況失控。

高通脹對基層市民影響最大，中國內地及港澳特區的民間產生了巨大的「最低工資」的需求。經過長時間的討論和諮詢工作，香港特區終於立法規定最低工資水平，並於5月1日正式實施。但可謂一波三折，該措施的實施細則仍有多點具爭議性，如每周一天的有薪休息日、飯鐘錢是否硬性規定計薪、有否規定工人的最低工時等等。

公司需補貼「零佣金」經紀

對房地產行業的從業員影響有二者，物業管理保安員和房地產代理人員。應對行業特殊情形，勞工處於4月11日發出對地產代理行業的指引。現時各大型地產中介行住宅代理的一般底薪介乎5,000至7,000元，如你每日工時約10小時計，則會出現公司需要補貼給那些「零佣金」的經紀情形，這已違反地產代理「多勞多得」的大原則。

另外，大型代理行現在奉行「半學徒」制度，即還未考取「房地產代理人執照」的人士會先當市場研究員，既可學習交易程序和市場情況，也可提供交易中的支援服務。但市場研究員的工資還未達「最低工資」水平的時間，則公司要補貼

其差額。在5月1日後，地產代理行可能需要減少聘用「半學徒」和加速對「表現未符理想」的代理人員開除。長遠來說，它會加重代理行的營運成本，使其生意的擴張速度減慢。

對物業投資長遠構成不利

根據統計處最新公布《工資及薪金總額按季統計報告》於去年12月的平均月薪計算，港府外判的二、三更制保安員的月薪會上升至6,944和9,548元，增幅達27%及3%，而一般及廁所清潔工人則會享受22-45%月薪增幅。再者，大廈的管理人的酬金是按大廈管理總開支的相讓百分比支取。這些多項支出增多勢使大廈的管理費大幅上升，令業主和租客增加負擔。工資的上升會進一步提高本地通脹，做成一個「狗追尾」的循環現象。長遠來說，必會增加本地業主持有物業的成本，對物業投資是項不利因素。

綜觀本地各行業，「最低工資」的措施都會做成影響。香港安老服務協會已表明會令薪酬成本上升25-30%，並建議各院舍下月起加價10-15%，以彌補部分開支增加。現時私營的安老院主要利用各個舊區的低層單位營業，以取其租金支出較低和鄰近龐大的客戶群的有利條件，但安老院的加價必會令客源減少和經營困難。一些專業投資者以較低價購入舊區低層單位並以理想回報率租予安老院舍的生意經會「行不通」了。

但反過來看，高通脹會令物業投資變得更加吸引，在低息環境下持有大量現金根本上不能「抗通脹」，只有找尋較高回報及具升值潛力的投資工具如物業、股票及外幣才較合算呢。今年以來，內地共有12個省區市調整了最低工資標準，其中以沿海部分居多。半數漲幅在20%以上，有些更達26%以上，增幅可觀。當中國山西省調整工資由850元至980元，達15%，反映這個「資源大省」既受益於資源價格大幅標升的好處，但也直接推高當地物價，政府需要大幅加工資以維持基層工人的生活質素了。同時當地的房地產會因高通脹而持續上升，令市民置業更不容易了。