

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

數據氣氛俱弱 股市商品紛回落

本週中國及美國分別受其各自的經濟消息普遍欠佳所影響，市場氣氛普遍偏淡，環球股市及商品市場均普遍回落。在壞消息多於好消息下，相信環球股市短期內將會繼續受壓。但在經濟增長的基本面未有改變下，即市大跌機會不高。



港股連跌7日，市場觀望氣氛明顯轉濃。圖為港交所交易大堂。新華社

中國方面，中國4月份製造業採購經理指數 (PMI) 錄得自2005年以來首次下跌，由3月份的53.4回落至52.9，較市場預期的53.9為低。雖然，PMI大於50反映製造業仍然繼續擴張，但增速放緩，在通脹仍然高企之下，市場料加息始終無法迴避，令內地股市本周偏軟。此外，人行副行長易綱更表示，當局將繼續通過存款準備金率、央票等手段控制資金流動性，加上中銀監布的監管標準銀《巴塞爾協議III》更為嚴格，市場擔心銀行或需再融資，令已緊縮的資金更為緊張，進一步利淡內地股市。

美國方面，美國供應管理協會公布，4月份非製造業指數為52.8，差過3月份的57.3，亦大幅低於預期的57.5，非製造業的增速放緩，降低了市場對美國經濟復甦步伐的預期。另外，ADP亦公布，4月私人市場就業人數增加17.9萬人，低過市場預期的19.8萬人，反映美國就業市場並未如市場預料般樂觀，使美股近期亦出現調整。

除經濟數據外，貴金屬及原油價格大幅下滑，亦拖累環球股市表現。白銀期貨受保證金額增加而暴跌，與上周一度逼近50美元的31年新高相比，累計跌幅已達20%，亦拖累金價從高位回落逾3%。此外，市場亦傳出多個大型基金紛紛減持其手上的黃金及白銀持有量，而基金大戶索羅斯旗下的對沖基金更沽售了其手上的大部分黃金及白銀，成為金銀價下跌的催化劑。

至於紐約期油的表現，亦受供需關係未如早前預期般緊張所影響，由高位回落近5%。美國能源資料協會公布，上周原油庫存增加342萬桶，至3.67億桶，遠高於市場預期的增加200萬桶，反映原油供應充裕。

不過，雖然本周利淡消息眾多，但亦非全為壞消息。美國財長蓋特納表示能夠保持聯邦政府在8月2日前不會債務違約，比

他早前的估計期限延長了三個星期，使國會有更多時間達成解決方案，令美國國債違約的可能性下降，支持美國國債本周走好。

另外，歐元區亦傳出好消息。葡萄牙與歐盟和國際貨幣基金組織達成了三年期規模為780億歐元的救助協議，降低了葡國債券風險，市場預計歐洲央行對推行緊縮政策的顧忌將減少，特里謝或於本週後期會議後宣布加息，使歐元本週中期再創兩年新高。

然而，本周除歐元區有讓會議議外，英國央行亦將於本週四議息；英國通脹持續高企，但經濟增長卻仍然疲弱，而英國央行行長金恩 (Mervyn King) 日前表示，較高的債務水平構成了重大經濟挑戰，而加息使得此問題進一步惡化，這正是維持低利率的原因，預計英國央行將暫時維持利率水平於0.5%不變。

美國復甦勢頭夏季後繼續

摩根資產管理投資總監
崔永昌

美國聯邦儲備委員會主席伯南克首次破天荒在議息後會見傳媒，並利用這個機會宣布，6,000億美元次輪量化寬鬆措施將如期在六月結束。伯南克接着強調，這並不意味立即開始緊縮貨幣政策，至少短期內利率將保持寬鬆。

之前一些投資者對次輪量化寬鬆措施於今年夏季結束而有所恐慌，我們認為是錯誤的。雖然我們認為，最近在美國股市出現反彈，部分原因是因為寬鬆的貨幣環境，但我們並不預期市場會因着相關措施結束而出現逆轉。縱使股票、外匯和債券於六月底前會較為波動，但大部分資產的價格其實已經反映了次輪量化寬鬆措施結束的因素。此外，全球股市繼續提供相當大的風險溢價，比起債券或現金有可能提供更高的回報。

而歐央行最近的加息行動，是一個很好的例子告訴投資者市場「已預計的事件」實質上對資產價格影響不大。歐洲股市不但沒有因着加息而導致崩潰，相反整個歐盟市場隨着貨幣緊縮的開始而逐漸轉強。

然而，也有一些風險是與次輪量化寬鬆措施結束有關。市場通常受到投資者心理所左右，有些投資者認為近期的美國股市和經濟反彈，原因是次輪量化寬鬆措施增加了投資者信心，及為市場提供了流動資金。次輪量化寬鬆措施確實為風險資產呈現正面投資前景，美國一些額外的資金亦

因此流出海外市場，從而增加全球流動資金。此外，悲觀的投資者擔心次輪量化寬鬆措施一旦停止，則美國股市可能重返熊市。我們並不完全撇除這種可能性，但是我們認為現有足夠證據顯示這情況的出現的可能性非常之低。

寬鬆貨幣措施仍然存在

首先，當涉及到利率、經濟增長和市場上影響，大多數的經濟理論和聯儲局研究報告均指出重點在於未來購買美國國債的數量，而不是資金流向。這一重點不能忽略，因為雖然美聯儲將在六月份停止購買新的國債，但透過再投資的原則將可維持國債數量不變，這意味着對債券價格影響極微。從本質上來看，寬鬆貨幣措施仍然存在，只不過它不會擴大而已。

其次，普遍認為國債供求的情況最終會影響市場的走勢。在目前情況下，只有當聯儲局開始銷售國債返回市場，緊縮其資產負債表，孳息率將因此而面對較大的壓力。可是，聯儲局一直沒有交出時間表，這種情況何時開始並無人所知曉，我們相信不會在短期內出現。

最後，我們認為近期美國經濟數據對其復甦情況已可以不言而喻。不僅最近的領先經濟指標一直非常強勁，就算是勞工市場自去年首輪量化寬鬆措施以來已出現明顯好轉。雖然房屋市場仍然是一個問題，但是其餘美國經濟復甦和發展一直向好，而這種改變絕不會因為增加了次輪量化寬鬆措施而導致。同樣地，其結束並不會妨礙經濟發展的勢頭。

寫字樓租金長遠應維持合理水平

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師
陳東岳

差餉物業估價署報告指出，2011年中區商廈新供應量約31.9萬方呎，明年則回落至16.6萬方呎。上述2011年新供應已包括干諾道中50號及陸海通大廈等，其實這兩個項目均是舊商廈重建，中區真正新增供應可說少之極少。適藉日本天災後，部分國際公司遷移地區總部到香港，在供求失衡情況下，近期甲廈租金一下子被推高。

新簽租約中環國際金融中心2期的呎租已直逼200元、置地廣場亦達150元、皇九76元等。大面積租客「搬遷音樂椅遊戲」陸續上演，不斷傳出銀行界、金融業、大型會計師行等遷至區外租較便宜新址。騰出空間很快有企業公司租客補上。

另一方面，近期甲廈成交價亦屢創新高，上環信德中心東翼一低層海景單位剛創出2.29萬元呎價的歷史新高，皇九20樓全層以2.75萬呎價成交等。預計未來中區甲廈租金及售價均呈上升之勢，

對企業來說，租金升直接令經營成本上升，企業能否持續存活，將視乎能否提高盈利效率及將經營成本轉嫁消費者。預見未來商品及服務加價潮將來得很迅猛，直接推高通脹。

港府早前舉辦「辦公室研討會」，就是研究未來新增辦公室供應，在維港保育及環保關注的大前提下，要在港島區大幅增加辦公室幾乎不可能。答案一定在東、西九龍及新界。較早時候，港府公布在啟德發展區興建住宅以供受市建局收樓影響的小業主換樓。可以考慮在啟德發展區作更多辦公室規劃，配合鐵路網絡的規劃與其他商業區連繫。

長遠來說，港府應考慮為應付未來辦公室的需求作策略性部署，面對鄰近地區城市的競爭，維持租金在一個合理水平很重要，有需要提供符合現代化「質」與「量」的辦公室以應付未來社會需求。或許現階段宜構思建立新的地區性核心，尤其是靠近深圳邊界區的衛星城鎮，提供長遠新增辦公室供應及商業配套設施。

PMI數據預示通脹壓力紓緩

大成基金 基金點評

剛剛過去的「五一」長假期間，中國物流與採購聯合會公佈4月PMI為52.9%。大成基金認為，PMI在經過3月短暫回升後再次延續回落勢頭，預示緊縮性政策的效力正逐漸顯現：經濟增長適度放緩、通脹壓力有所紓緩。長期來看，全球經濟復甦和國內經濟見底回升的趨勢並沒有改變，儘管央行一再收緊信貸，但政策放鬆的大趨勢也沒有改變，對市場大趨勢的判斷不應過於悲觀。

4月份PMI指數低於市場預期，而且背離歷史趨勢，出現反季節性下降，說明儘管製造業繼續擴張，但增速在放緩，政策收縮對實體經濟的影響逐漸顯現，符合大成基金在二季度策略報告對經濟增長的判斷。

大成基金認為，新訂單指數大幅萎縮是PMI回落的主因，新訂單回落反映需求增長較弱。生產、產成品庫存均拐頭向下，但指數的絕對值在50以

上，製造業整體平穩的增長。但是新訂單大幅回落的情況下，企業開始減緩生產以庫存存處於更加合理的水平，接下來去庫存周期可能展開。

值得欣慰的是，購進價格指數回落，反映通脹壓力有所減弱，符合大成基金對CPI於今年二季度見頂的判斷。其中，除非金屬礦物製品製造業、造紙、木材和鋼鐵等行業購進價格指數明顯上漲外，其他行業購進價格指數呈現明顯回落，這反映上游通脹壓力有所減弱，相信將逐漸傳導到下游。

另外，拉登被擊斃的消息震動全球金融市場，原油、黃金等大宗商品一度大幅下挫。大成基金認為，拉登之死對全球大宗商品市場只會產生短期的衝擊。大成基金相信，隨着歐美等國逐步退出量化寬鬆政策，大宗商品的價格可望逐漸回落。價值人民幣兌美元升值加速，相信輸入性通脹壓力將有所紓緩。

在緊縮性政策的作用下，經濟增長出現了適度放緩，通脹壓力也有所紓緩，這預示着緊縮性政策未來可能會有鬆動，這對市場將是利好。

人口老化成經濟增長難題

康宏證券及資產管理董事
黃敏頓

中國在過去10年保持了每年雙位數的經濟增長，作為重點新興市場之一，其中一個重要的經濟長期增長因素是年輕人口比例較高，為內部消費提供動力。不過，中國政府近日公佈了一系列新的人口普查數據，或許暗示了中國要倚靠年輕動力來提升經濟的條件並不容易。

中國國家統計局於4月未發佈人口普查數據，現時中國人口為13.39億，10年間增加7,390萬，即年平均增長僅為0.57%，這個平均年增率數字相比1990至2000年間的1.07%大幅縮減。這顯示了中央政府實行的「一孩政策」發揮作用，過往的人口過快增長勢頭持續得到控制。在發佈會上，國家統計局副局長張為民更表示，中國未來人口增長將會繼續下降，並預期在2032年前後會達到人口零增長的地步。

老年化問題將日益惡化

在整個人口普查的數據當中，對經濟最富意義及啟示性的莫過於中國的老年化程度。在全國第六次人口普查數據顯示，大陸31個省份的人口年歲分佈為：0至14歲人口16.60%；15至59歲人口70.14%；60歲及以上人口13.26%，其中65歲以上人口佔比為8.87%。與第一次人口普查相比，0至14歲人口的比重下降了2.93%，而60歲及以上年齡的人口比重則上升了2.93%。這一升一降的情況凸顯出中國將於未來10年出現日益惡化的人口老年化問題。

老齡化會帶來年輕勞工的缺乏，現時中國高速發展的經濟仍然需要大量勞力作為支撐，尤其當固定投資佔GDP近7成的情況下。另外，人口老齡化也直接意味着越來越少的年輕人需要負擔越來越多的老年人的生活支出，而中國的社會福利

保障體系就此還沒有做好準備。

根據早些時候聯合國的估計，中國的工作年齡人口將於2015年達到高峰，並在2050年以前驟降23%。到那時候，中國將有4億3,800萬名60歲以上的老人，或每100名屬工作年齡層的成年人中，有61名60歲以上的老人，比2005年增加16人。如果這些推算得到實現，在人口老齡化和勞動力減少的作用下，內地的人口紅利很可能會快速衰減。若在2032年中國的人口出現零增長，有機會出現「未富先老」的經濟問題。

中國人口老化問題在國內已經擾攘數年，主要是提醒政府需要正視老年人口增長的情況，確實制定相關的養老金制度。中國現時養老金制度不完善，存在龐大債務、空頭賬戶和狹窄的適用範圍。現時，中國的勞動人口只有約3成領有政府的養老金，而且主要在國營機構，至於農村，養老金根本不存在。

保持低生育率政策難改變

在中國政府公佈第六次人口普查後，有多方面聲音提出中國將放寬「一孩政策」。但是，相信政府在可見的將來仍然會保持低生育率的政策。這是因為雖然中國的生育率下降，並伴隨着人口老化風險，但若貿然放寬生育政策，這將會在短期內急速提高中國對物資的需求。這看似是能夠從需求帶動中國經濟增長，但是中國是擁有13億人口的國家，本身物資並不足以維持內需，而這正是中國實施限制生育的主因，若政策得到放寬，這會導致更嚴重的供需失衡，物資價格急漲等可能造成社會動盪的因素。

這是人口龐大的國家的先天問題，在經濟發展到一定程度後，失衡問題會更為突顯。若人口增長急速，這將會導致物資短缺及伴隨着嚴重通脹；相反，若保持人口增長緩慢，則會造成推遲的老年化問題。

兩年內港人民幣資產規模可增10倍

德意志銀行大中華區首席經濟學家
馬駿

截至2011年2月，香港離岸市場上的人民幣資產規模約為800億元，包括人民幣債券、貿易信貸和貨幣市場工具。其中人民幣債券的規模最大，從2009年底的380億元增長到2010年底的680億元。中資銀行、財政部和中資企業是香港人民幣債券的主要發行者，一些境外銀行和企業也逐漸加入進來。

相對與4,000億元人民幣存款，人民幣資產（債券和貸款）規模太小，因此目前香港絕大多數的人民幣滯留在存款賬戶，平均年化收益水平僅為0.4%。這些人民幣存款進而通過清算銀行——中國銀行（香港）分行存放在中國人民銀行深圳分行，獲得0.72%的利率。停滯在央行賬戶上的這些離岸人民幣沒有存款創造功能和貨幣乘數。

然而，我們認為未來人民幣債券、貸款和股票等產品的規模將會快速增長。主要驅動力有三個：人民幣FDI政策的放開將快速推進人民幣債券和貸款產品的增長；第三方使用人民幣的規模會顯著上升；人民幣貿易信貸將穩步增長。

我們預計在以上三個驅動力作用下，在港人民幣資產規模能從2010年底的700億元左右增長到2012年的7,000億元左右；2012至2015年，其規模會再有幾倍的增長。

支持以上預測的理由有以下五個方面：1. 人民幣FDI政策將產生的資產創造效應。目前香港人民幣債券和貸款的主要發展的一個瓶頸是缺乏與內地市場的「循環機制」。在港進行人民幣融資並匯回內地使用，需要得到監管部門的特別審批。如銀行和財政部的融資需要國務院批准；麥當勞、聯合利華、合和基建以及卡特比勒等跨國公司在港發行人民幣債券匯回內地使用，需要接受中國人民銀行和外幣局的個案審批。

目前，決策層正在「緊鑼密鼓地研究和制定人民幣FDI的政策」（中國證券報2011年4月11日）。2010年10月，中

國人民銀行公佈了《新疆跨境直接投資人民幣結算試點暫行辦法》，允許以人民幣對境內直接投資在新疆試點。這個政策一旦在全國範圍內推廣，人民幣FDI就會有一個更加標準化、透明化的審批機制。這個變化將對跨國公司的融資行為產生重大影響。

跨國公司經港融資意欲強

我們最近對44家在華經營的跨國公司進行了問卷調查，其中一個關鍵的問題是：如果中國政府放開人民幣FDI，你的公司是否會對在香港進行人民幣籌資並匯入內地使用這種方式感興趣？

結果令人吃驚，高達65%的受訪者表示他們感興趣。原因主要有兩個方面：其一，與境內人民幣相比，在港人民幣的融資成本更低；其二，雖然香港人民幣融資的成本並沒有明顯低於美元或港幣的融資成本，跨國公司仍會對人民幣融資感興趣，因為他們的經營目標並非外匯套利，而是希望通過此舉減少未來人民幣現金流所面臨的外匯風險錯配。

目前每年約有500億美元的FDI通過香港投資到內地，即使保守假設其中的20%為人民幣FDI所取代，未來兩年人民幣FDI的總規模也會達到200億美元（約1,300億人民幣），這意味着由人民幣FDI創造的人民幣貸款和債券需求將大幅增長。

德意志銀行對44家跨國公司關於離岸人民幣融資的問卷調查結果。問：貴公司在內地的人民幣兩年期借款成本是多少？答：6.3%（平均值）。問：如果在香港進行兩年期人民幣貸款或發行債券，貴公司的預期成本是多少？答：2.6%（平均值）。問：貴公司在香港的兩年期美元/港幣貸款成本是多少？答：2.8%（平均值）。問：如果監管部門放開人民幣FDI的相關政策，貴公司是否對在港借入人民幣並匯入內地使用的做法感興趣？答：是（65%）；否（7.5%）；不確定（27.5%）。

(三之二)