

人民幣國際化有利兩地資本流動

摩根大通中國區全球市場業務主席

李晶

百家觀點

儘管近期市場的波動性較大，中國和香港的監管部門仍在醞釀出多項新的股票和債券市場措施，包括一度被擱置的「小QFII」計劃（也稱為人民幣合格境外投資者「RQFII」計劃），以及推出在境內上市的追蹤香港股票指數的交易所交易基金（ETF）。當局已經多次表示正在對這兩項措施的推出做預先準備，而最近公佈的支持香港發展的多項政策中也包含這兩項措施，似乎表明它們出台的步代將相對加快。在固定收益市場方面，內地非金融類公司將首次獲准以香港的「點心債」形式進行籌資；此外，中國政府將促進人民幣債券在香港的發行。

繼本月中旬李晶強副總理訪港以來，監管部門的迅速行動表明最新一輪的人民幣國際化措施將以更快的步代推出。商務部表示，最新關於離岸人民幣回流的外商直接投資規定最快將於9月份推出，而《上海證券報》也已對下個月可能出台的小QFII計劃細則進行了報道。中國的人民幣貿易結算計劃已擴大到全國範圍，我們通過與內地基金公司高管的討論發現，業界預期香港掛鈎ETF的實施很快將會獲得批准。以下我們將分析點心債市場以及香港和內地之間的投資資金流動將受到怎樣的影響。

預期離岸人民幣存款的競爭加劇，債券收益率上升。商務部已就一項即將實施的人民幣計值外商直接投資計劃公佈了相關監管措施的草案，闡明離岸人民幣如何以外商直接

投資形式回流內地市場。商務部發言人並進一步表示，商務部將爭取在9月份實施該項規定。最新一輪的措施旨在通過擴大合格發行人的來源範圍以及制定離岸人民幣的回流機制，增大離岸人民幣市場的廣度和深度。由此而擴大的點心債市場將加劇離岸人民幣存款的競爭，並使債券收益率上升。

長期而言，新的投資產品應有助促進跨境投資資金的流動，但初期影響可能不大。小QFII計劃的最初額度定在人民幣200億元（相當於目前香港存款總額的3.6%），而鑒於「A+H」兩地上市公司的A股與H股的股價相比存在12%的溢價（根據恒生AH股溢價指數），預期首批小QFII基金將以投資境內債券市場為主。同時，去年發行規模最大的QDII基金（諾安基金管理有限公司的全球

黃金基金）獲得人民幣32億元的認購資金，而同期發行的其他13隻QDII基金平均募集資金達人民幣6.10億元。

初期的小QFII產品將以債券投資為主。雖然小QFII的許可證發放標準仍存在許多不確定性，但市場預期第一代產品在資產配置上，債券和股票的比例將為80/20，相比之下，現有的QFII產品主要以投資A股股票為主。因此，股票在小QFII的初期額度中所佔比例將非常小。自李晶強副總理訪港以來，香港財經事務及庫務局副局長已表示希望小QFII計劃可在2011年底前推出，而香港金融管理局則表示離岸人民幣回流中國內地的政策框架將在年底前制定。

上述措施表明香港作為離岸人民幣結算中



■業界相信，人民幣國際化將持續刺激融資需求，本港銀行所擁有的內地相關貸款勢將愈來愈多。

心的重要地位將進一步加強，同時表明中央與中國多家預備推出香港ETF產品的資產管理公司進行了討論，了解他們對產品推出時間和投資者認可度的預期。

經濟放緩成定局 人行緊縮政策不變

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

最大新興經濟體之一的巴西，在上月底減息0.5%，至12%，主要因為對經濟前景的憂慮，市場對該行動為之意外。反觀作為另一新興經濟體的中國，仍然不惜犧牲經濟增長，傾向以控制通脹，作為貨幣政策的主要指標，這不得不令人憧憬貨幣政策轉向。事實上，內地年內新增貸款不斷放慢，有指上月新增貸款只有1,400億元人民幣（下同），貨幣增長受控，惟內地當局似乎未有有意改變現有的緊縮政策。

內地八月份PMI為50.9%，在經過連續四個月下跌後回升，按月升0.2%，指數除了繼續處於50%以上的榮枯臨界點外，亦反映內地製造業增長速度加快。然而，數據只是在表面上呈現利好，若細看PMI當中的分類數據，不難發現內地製造業，以致宏觀經濟的隱憂。

期內新訂單指數為51.1%，按月未有變動，新出口訂單指數更加錄得2.1%的按月跌幅，至48.3%，是自09年4月份以來首次打破50%的分界線，顯示內地製造業的生產狀況仍處於回落，未有全面反彈的跡象。另上月主要原材料購進價格指數按月增加0.9%，至57.2%，顯示製造業通脹壓力加大，或傳導至宏觀層面上，增加整體CPI上漲的壓力。

PMI同時展現現狀放緩及原材料壓力加大的困境，不利經濟增長及控制通脹，有關當局的取態尤其受到關注。國務院總理溫家寶在《求是》雜誌中撰文指出，經濟增速略為放緩的水平合理，主要因為主動調控未超預期，同時提出宏調首要任務仍是穩定物價，亦不會改變宏調取向。

有關言論意味內地經濟雖呈放緩，惟已在當局預期及掌控之內，政策方向及執行奏效，而當局



■圖為中國人民銀行辦公大樓。

繼續以打擊通脹為主要任務，也預示宏調將延續，無疑令市場對調控鬆綁的預期落空。

市場對調控鬆綁預期料落空

內地通脹高企，上月升至37個月以來的新高，在原材料價格推動外，食品價格亦是通脹居高不下主因，其中豬肉價格再度見升勢，連升三周，在中秋及國慶等假日需求刺激下，豬肉價格料再受支持，從而影響CPI回落幅度，預期通脹只會以緩慢速度回落，能否達到年初4%的調控目標，難度甚大，而內地上半年GDP達9.6%，高於「保八」的目標，有一定放緩的空間，因此當局着力打擊通脹的方向，可謂無可厚非。

另一方面，歐美經濟放緩跡象趨趨明顯，勢拖累內地出口，而有當當局在宏調取態上又未見轉向，經濟放緩的趨向幾成定局，加上內地續收緊市場流動性，早前有指央行擴大存準金徵收範圍至保證金，變相上调存準金2.3次，預期A股將反覆。

QE3對國際金融市場的影響

中銀香港高級經濟研究員
戴道華

量化寬鬆之所以在國際上反對的聲音大，是因為它把美國財政赤字化的嫌疑令美元承受貶值壓力，作為全球首要儲備貨幣美元的發行國，美國如果明知其貨幣政策會導致美元貶值還是執意推行，則是以鄰為壑的行為。美國和亞洲新興市場貨幣政策背馳所造成的息差擴大，會進一步加大美元兌亞洲各國貨幣的貶值壓力，從而危及亞洲持有的約佔全球一半的官方外匯儲備當中巨額美元資產的購買力。

近月，歐債危機與美國政府債務上限調升以及美國主權評級被S&P調降糾結在一起，使美元暫時成為避險貨幣，惟其避險功能還是無法消除美元因為QE2而承受的貶值壓力。到8月底，美元兌6種主要貨幣的美元指數從年初的高位貶值9.0%，美元指數73.959的水平距離從2002年初展開的大跌浪的低位72.696點僅一步之遙。QE3如果推出的話相信能把美元推至新高。如非瑞士、日本干預等人為影響，美元貶值幅度恐怕會更大。歐債危機雖然較美國政府債務問題更為嚴重和迫切，其解決更加遙遙無期，但美元兌歐元今年首8個月仍然顯著貶值7.8%，顯示美國量化寬鬆對美元的殺傷力。

勢將刺激風險資產價格

美元貶值，以美元計價的商品價格攀升、通脹壓力抬頭是有聯動關係的。在一度跌穿80美元一桶的水平後，紐約即月油價又回升至接近90美元的水平；現貨黃金價格在急跌至接近1,700美元一盎司的水平後，現已回升至1,835美元的水平；CRB商品指數從8月初急跌後的低位反彈了7%，較其歷史高位只差約8%。美元貶值固然刺激以美元計價的商品價格，另一方面聯儲局推QE3其實也向市場傳達了一項信息即聯儲局將為市場風險包底，這也會刺激風險資產的價格。



■分析認為，美聯儲局若推QE3，勢將進一步推升金價。

在其他條件不變的情況下，股市也將受惠於QE3。8月9日聯儲局會議有3位公開市場委員會的成員投反對票，所反對的是關於零利率將至少維持至2013年6月份的明確承諾。其後，這3位成員在公開發言中說明他們主要擔心明確承諾會降低政策彈性，另外也表態反對貨幣政策被用來支持股市，因為當時正值美國主權評級被S&P下調以及歐債危機導致美股乃至全球股市出現恐慌性下跌。由此可見，QE3推出除對股市有流動性的支持以外，也能刺激股市投資者的風險承受意願。至8月底，美股年內的表現明顯較歐洲和亞洲主要股市為佳，這指甚至全部收復S&P評級調降所導致的失地而平收，對QE3的憧憬正是原因之一。

至於債市，央行買債肯定是正面的消息，因為即使歐債危機蔓延至意大利和西班牙，但只要歐洲央行入市買其債券，其長債息率仍應聲而降逾100bp。美國聯儲局如推QE3加碼買美國國債，或是把其債券組合置換及展期，都可以壓制長息，令美國國債收益率曲線變得更平。由於短息已低至與日本國債相若的水平，故其長息會有更大的下降空間。不過，在美國政府削減赤字，投資者對美國國債不離不棄的情況下，聯儲局買債其實是在與美國私人投資者和外國投資者爭利。（摘自中銀香港財經評述，《評估美國推出QE3的可能性及其影響》四之三）

REITs有助對沖通脹風險

摩根資產管理投資資訊總監
崔永昌

本地投資者對房地產投資一向熱衷，但是動輒數百萬的投資並不是每個人都可以負擔得起。加上投資單一地產市場，風險之高也會令部分投資者卻步。故此，一些以環球房地產為主的基金應運而生，不單止入場費可低至數千美元，同時可以透過組合於各地的投資來分散風險。

環球房產復甦創造機會

我們相信環球房地產市場的復甦正為長線投資者創造吸引的機會，環球地產入息基金以環球估值最吸引的房地產證券構成投資組合，為投資者把握高流通性的相關機會。

此外，房地產證券令投資者有機會把握房地產市場的長期回報潛力，同時兼享證券的高流通性特點。往績顯示，如果投資兩年或者更長時間，該資產類別能夠創造具有房地產直接投資特質的表現，包括商業地產所帶來的較高收益回報。

事實上，儘管短期回報可能與傳統股票或債券存在相關性，但隨著投資時間愈長，房地產證券的總回報與房地產直接投資的正相關性會愈來愈高，而與股票相關性卻會愈來愈低，甚至呈現負相關性。這就說明，在現有投資組合中配置部分房地產證券，可望帶來分散風險的重大優勢。

投資於房地產證券的環球組合，亦令投資者可以參與投資相關度較低的各地區物業，其優勢在於與任何單一地區的投資組合相比，環球組合有機會

提供較低波幅和較高的調整風險後回報。

最後一項值得提及的好處是，在三至五年周期中，房地產和房地產證券投資擁有對沖通脹的能力，加入組合中有助投資者對抗通脹的影響。

長期而言，REITs擁有對沖通脹的強大功能，而當利率剛剛開始上升時，REITs初期受到的影響也通常小於人們所擔心的。

回顧過去，房地產市場在金融危機當中的大跌為投資者創造了吸引機會，當時環球房地產市場經歷了自1990年代初以來最大規模的跌幅，物業價值和基本因素在此之後的復甦可望令投資者受惠。物業表現反彈的範圍極其廣泛，大部分國家和環球主要大都市的房地產市場都出現了空置率下跌和租金回升。

上市房地產股票前景看好

房地產市場的改善落後於股票大市，但目前在物業和公司層面已開始出現現金流增長，反過來又可望刺激未來數年股息率增長超越現金流增長。現金流和股息率增長料將支持上市交易的房地產股票前景看好。

而整個投資流程建基於選股，通過分析師的基本因素研究，在環球各地發掘擁有最吸引價值的REITs和房地產證券。基於公司未來的盈利和現金流預期，可對各地區的股票按價值進行排名，從中發掘價值被市場低估的機會。這項「自下而上」的投資流程，與「自上而下」的宏觀判斷相結合，使投資者得以在不同地區之間比較投資機會。

港樓價長遠還有上升空間

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師
陳東岳

政府拍賣3幅地皮，其中將軍澳第66A區地盤面積最大，加上該區長實及新地新盤推售在即，成為市場焦點，終由新地以31.2億元投得，樓面呎價3,935元。這是繼九肚及油街之後，一連三次賣地都有大型地皮以低於市場事前估值下限售出。

九肚及將軍澳都有限量的條件，有人認為由於同類有限「量」的賣地數據不多，事前同地區缺可資參考的同類成交，故此事前大家都估計太高。這說法可能歸咎於「限量」的效應，我並不完全同意。我認為更重要的因素是近期歐美經濟不穩，發展商都比較保留心態評估項目，尤其是投資額達數十億以上的，就更加小心。

觀察今次賣地，將軍澳第66A區屬市場焦點所在，除上述外圍經濟因素外，該區未來供應多，兼且限量對發展有一定掣肘，未必能夠作「豪宅化」包裝，現場所見，發展商

出價表現審慎，我覺得平均價4,000元不到，是買得抵，兩三年後，無人能說到時市況會怎樣，但假如現時歐美經濟陰霾過去售樓價隨行就市，是不會因為入貨成本低而賣平的。

反觀另外兩幅地皮，元朗洪水橋丹桂村及西貢白石窩土地，由於投資額較小，當中尤以前者競投較將軍澳地激烈，且節奏明快。而兩幅細地的做價均不算太低，證明發展商對小型住宅地皮仍有吸納興趣。

利淡因素多 影響實質需求

綜合幾次賣地成績，我認為短期樓價已經在年中見頂，今年將會稍軟橫行，歐美債務問題一日未清，香港出口、經濟受拖累，兼有大型裁員，影響樓市實質需求。

不過，樓價跌就會吸引更多內地同胞買樓，因為內地及本港通脹高企，內地合法又安全的投資渠道亦不多，所以香港樓市有內地同胞這個強大後盾支持，加上本港土地供應有限，長遠樓價還有上升空間。

一二手市場交投可望加快

美聯物業首席分析師
劉嘉輝

多個新盤有機會於9月份推出市場。回顧本港二手樓市，經歷8月份環球股市波動、土地拍賣底價成交等不利消息洗禮後，近期二手成交似有回暖跡象。而筆者亦在此透過全港35屋苑近期的成交量，分析一下8月以來的二手樓市表現。

雖然每月二手註冊量可於土地註冊處公佈數字取得，但鑑於簽署買賣合約至遞交到土地註冊處註冊登記需時，每月註冊個案一般主要反映前一個月市況。以8月數字為例，全港二住宅註冊量錄得4,677宗，比起7月4,788宗輕微下跌，但該數字其實反映7月二手成交量較6月有所回落。

因此美聯物業按周統計全港35個熱門屋苑的成交量資料

並對外公佈，以供市民了解最新的市場走勢。

業主擴大議價空間

回顧8月35屋苑數據可見，上半月二手交投顯著放緩，一周成交量曾跌至93宗；不過，隨著業主擴大議價空間，以及美國維持未來兩年低息環境，下半月成交量已見回升，8月15日至21日一周成交量攀升逾6成至155宗。至8月底盤開始「買少見少」，交投再輕微回落至135宗。

綜合8月份數字，全港35屋苑於8月四星期(8月1日至28日)合共錄得490宗買賣成交，較7月的四星期(7月4日至31日)434宗上升超過一成。以此推算，筆者估計9月份全港二手註冊量有望超越8月份的4,677宗，重上5,000宗水平。

而剛剛過去的一周(8月29日至9月4日)35屋苑合共錄得148宗買賣成交，增加9.6%，成交量平穩回升。預期隨着賣地後樓市進一步明朗化，一二手市場交投可望加快。