

準備金率下調還是不調？

光大銀行資金部首席宏觀經濟分析師、路透專欄撰稿人
盛宏清

百家觀點

最近，中國的法定存款準備金率成為萬眾矚目的焦點，是下調還是不調？拆成兩個問題看，不調的理由是什麼？下調的條件又是什麼？在後危機階段，中國貨幣政策的重心是收緊銀根，控制貨幣總量，以對抗危機階段超量貨幣造成的通貨膨脹。現在我們要問的是，超量貨幣消化得差不多沒有？我們以社會融資總量和貨幣供應量（M2）來看這個問題。

在2009年至2010年兩年反危機中，中國的社會融資總量為28.35萬億元，是過去經濟高速增長的7年間的1.02倍。初步測算，今年的社會融資總量將達12萬億元，也相當於2008年以前的2年的總和。由此可見，推動單位GDP增長的社會融資消耗可能越來越大。再看貨幣供應量指標，2002年至2008年，中國的M2/GDP指標持續在150%-160%的水平運行，而2009年至2011年節節攀升，從179%竄到192%。橫向比較看，也是偏高的，目前日本M2/GDP在163%，歐元區在111%，美國在68%。

通過通貨膨脹和資產價格膨脹調整後（我們預計約10%/每年），按照正常年份平均融資量10萬億元計算，在反危機時期和後危機階段投放的大量貨幣需要約4年時間消化。因此，2012年仍需要繼續消化已往的和現在的貨幣。另一方面，央行擔心如果放鬆銀根，通貨膨脹會出現反彈，不利於鞏固已取得的調控成果。以上就是不想普遍下調法定存款準備金率的根本理由。

我們再辯證地看另一面。央行普遍下調法定準備金率的經濟條件是什麼？我想，應該從五個因素分析：一是通貨膨脹的發展趨勢；二是支持信貸投放的配套資金狀況；三是銀行間市場資金面；四是外匯佔款問題；五是貨幣的活躍程度。

經過兩年的調控，中國以穩定物價總水平為首要任務的穩健貨幣政策取得了階段性成功。在10月份CPI「破6」至5.5%後，我們預計今年11月份

CPI「破5」為4.3%，12月份CPI「破4」為3.8%，2012年全年為3.7%。從最近觀察的價格指標看，大宗商品期貨價格持續回落，國內PPI加快下降，我們測算的2012年PPI翹尾因素為-0.5%，對國內通貨膨脹繼續產生下拉作用。

在CPI呈現下行態勢中，當前最為擔心的是經濟持續下滑。11月份匯豐PMI預覽指標破「50%」至48%是一個不妙的兆頭。年底的幾個月，商業銀行獲准要繼續完成全年信貸投放任務。然而，法定存款準備金率、超額準備金率和存貸比已經佔到90%，達到極限位置，支持信貸投放的資金較為欠缺。這還沒計算商業銀行還需要在二級發行市場投標購買債券。

再看銀行間市場資金面和外匯佔款。由於今年大規模利用RRR回收資金，而能起到滾動作用的央票發行不足，因此，2012年上半年公開市場到期資金大幅減少，僅約5000億元。另一方面，中國的資產價格、匯差、利差、降息預期對熱錢逐漸失去吸引力，而且主權債務危機將逐漸削弱中國的貿易順差，由此，從外匯佔款層面提供基礎貨幣供應的能力大為削弱。

最後看經濟中貨幣活躍程度。超量貨幣刺激通貨膨脹有一個前提條件：貨幣加快活躍。如果經濟蕭條，貨幣活躍程度將急劇下降，即使超量貨幣也不會大幅度推升通貨膨脹。這就是日本的「流動性陷阱」。標誌貨幣活躍程度的指標可看M1，10月末中國M1增速為8.4%，處於歷史周期中的較低水



圖為位於北京的中國人民銀行辦公大樓。 新華社

平，而且經濟活躍程度下降也將進一步使貨幣活躍程度降溫。

放眼國際經濟，衰退風險仍在集聚。回睇國內經濟，各項標誌經濟增長的硬指標可能比預期下降得快了些。2012年最要緊的是投資增速。內地房地產投資增速已經開始回落，估計明年一季度將下降至25%的水平，整個社會投資增速將下降至20%的水平。保增長將重新置於結構調整和通貨膨脹之前。而這需要開閘放水。最近的農信社下調準備金率使人們真正聽到了腳步聲，而2012年春節前後將一錘定音。（本報有刪節）

歐債危機波及德法 市場信心漸失

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

歐債危機有擴散的跡象，穆迪周一（21日）表示，近期法國國債收益率上揚，融資成本高居不下，且經濟增長前景更趨疲弱，可能對法國AAA的主權評級構成負面影響。另一方面，法國亦可能要被迫增加救助德克夏銀行的資金規模。

有報道指出，由於比利時無法實現此前協定的德克夏銀行融資要求，早前由法國和比利時對德克夏銀行的援助方案出現變化，法國可能需於救助德克夏銀行的方案中提供更大的份額，增加法國的財政負擔，對本身負債沉重的法國，無疑是雪上加霜。此外，法國央行更表示，該國銀行業從歐洲央行的借貸，由7月的223億歐元急增4倍，至10月的1,000億歐元，而原因或與美國銀行業日益抗拒向法國銀行提供資金有關，反映出外界對歐元區持續失去信心。

借貸成本升 造成惡性循環

外界對歐元區的信心疲弱，影響到各成員國的債券拍賣反應，令成員國的借貸成本上升，加重其財政負擔，造成惡性循環。周二（22日）西班牙政府出售近30億歐元短期債券，3個月及6個月期息息大升逾1倍至5%以上。而德國於周三拍賣60億歐元10年期國債更未獲足額認購，其中近四成債券需由德國央行出手包底，市場對歐元區中經濟最為強勁的德國亦開始失去信心。

儘管歐央行繼續購買意大利和西班牙的債券，在信心削弱的背景下繼續對歐元區債券市場提供支持，不過，反過來看，沒有歐央行在吸納，歐元區的債券價格根本不能維持於現水平，在信心持續減弱的情況下，最後可能只剩下歐央行一個買家，這是大家都不願看到的結果。

而債務危機對經濟的影響更不斷浮現，歐元區11月

份綜合採購經理指數為連續第三個月處於50以下，德國的製造業採購經理指數亦連續第二個月處於收縮水平，歐元區經濟有放緩的跡象。

為了解決歐債危機，以及挽回外界對歐元區的信心，從而拯救經濟，歐盟委員會周三（23日）公佈關於加強對歐元區成員國的預算控制的提議，同時提出發行歐元區共同債券的三種方案，並指歐元區共同債券是解決歐債危機的方法。

德法兩國均稱首要任務是修改歐盟法例，加強歐元區財政、經濟和稅收政策一體化，與歐盟委員會預算控制的提議互相呼應，不過，對於發行歐元區共同債券的建議，德國仍然對此極力反對，總理默克爾更表示，要等待歐債危機完結後，才能討論歐元區共同債券。

雖然面對德國的反對聲音，能否落實仍是未知之數，但最少為解決歐債危機提供了一個方向，而德國、法國及意大利三國領導人於周四（24日）會晤繼續商討債務危機解決辦法，市場認為三國會面將為下周二（29日）舉行的歐元區財長會議定下基礎，投資者值得留意。



圖為上月底在法國舉行的二十國集團峯會的會場。 路透社

意國債務規模大 外援恐難應付

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
戴道華

隨着希臘債務危機因為歐盟達成一攬子援助方案而暫告一段落之後，意大利迅速補上，佔據了財經媒體的頭條，顯示歐盟意圖在希臘周邊築起防火牆以阻止債務危機蔓延至歐元區核心國的想法近乎一廂情願，因為就連希臘約3,500億歐元的政府債務問題也擾攘了兩年，最終私人投資者要接受50%的損失才告解決的話，負債是希臘政府5倍的意大利政府債務問題解決的難度也必然倍增。

意大利填補希臘的缺口就說明金融市場要的是一個結果，哪怕是無序違約也算是一種結果，但市場明顯已經不能接受問題的解決遙遙無期的結果。在這種情況下，德、法如果不把如何幫助意大利脫困擺在首位，而是浪費精力在策劃如何讓希臘退出歐元區的話，恐怕會得到事與願違的結果，因為希臘一旦退出歐元區，無論是自願還是被迫，都不意味着歐債問題找到了解決方法，恰恰相反，市場必定會輪番炒作下一個退出的國家是誰，這將導致歐元區一輪又一輪的解體壓力。

用too big to save(大得不能救)形容意大利政府債務問題主要是因為其市場融資環境將會越來越差，融資成本只會越來越高，在財政緊縮導致經濟衰退和財政收入下降的惡性循環之下，意大利將難以靠自身努力來繼續償債，但由於其債務規模巨大，外援恐不敷應付。

總負債為全球第三高

意大利是全球七大工業國（G7）之一，根據IMF的統計，以當時匯率計算，意大利的總名義GDP在2010年時為全球第八大，有20,551億美元，居於美國、中國、日本、德國、法國、英國及巴西之後，在歐元區則居德、法之後為第三大，其經濟規模與法國的差距為兩

成左右。但是意大利政府的總負債卻是全球第三高，僅次於美國和日本，根據Bloomberg的統計，至今年第3季末時高達18,837億歐元。在去年底，意大利政府總負債已相當於其GDP的118%，該債務比率在G7國家當中僅次於日本220%的水平，近三倍於歐盟穩定條約所希望達到的60%的水平。這就是說意大利政府總負債已經相當於歐元區擔當援救者角色的法國全年的國內生產總值。試想意大利政府一旦無法還債而需要外來援助的話，歐盟當中誰有如此龐大資源呢？

歐豬五國每一國的政府債務問題各有其特點，其中意大利的特點顯然是其總債務規模大到無人能救，但意大利政府的債務比率高並非是近年才出現的，早在上世紀90年代中，意大利已經持續處於政府負債高於其國內生產總值的狀態，惟該債務比率隨後並沒有顯著惡化，迄今仍控制在120%左右，與意大利能一直較好地保持經濟增長及控制預算赤字有關。

經濟出現收縮風險高

據此，意大利的政府債務問題不會演化成如希臘一樣的債務危機，未來更取決於其經濟增長狀況、減赤力度以及市場條件。但這三個層面的前景都不樂觀。2012年關於意大利實質經濟增長最樂觀的預測都不過是保持輕微的正增長，若悲觀來看，在縮減政府開支的壓力下，意大利經濟出現收縮的風險甚高。即使通脹處於2%-3%之間，其名義經濟增長步伐相信只有危機之前長期趨勢增長水平的一半左右。至於減赤，意大利政府接受IMF監督的承諾並不會自動轉化為有效的減赤措施，歐債危機迄今為止的經驗是只有外來援助附帶嚴厲的條件才能迫使有關政府去積極減赤。至於市場條件，恐怕更不會配合意大利政府的融資需要。（摘自中銀財經述評《意大利：too big to save還是too big to fail?》三之一，本報有刪節）

電力企業績受制煤價壓力

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

內地通脹連續三個月回落，上游食品價格升勢放緩，令市場憧憬貨幣政策有望放寬，另同時觸發電價上調的希望。然而，近日國家發改委價格司相關負責人表示，尚未收到電價上調方案，降低了市場對電價上調的預期。

「市場煤，計劃電」的定價機制一直為內地電力企業帶來明顯的成本壓力，削弱電企供電的意願。內地經濟持續發展，工商業以及民間的用電需求均越見殷切，惟由於煤價在用電需求增長下，反覆向上，而電企卻未能將成本上漲，轉嫁予下游用戶，令電企未能受惠用电量上增，盈利更與發電量成反比，發電量越多，虧損亦同步增加，故此內地經常出現「電荒」的情況。

冬季用量高峰期 煤價難跌

事實上，電企的成本壓力可以由電企的虧損以及煤價走勢中得知。中電聯公佈，內地五大發電集團電力板塊的虧損達74.6億元，其中火電業務的虧損更高達180.9億元，額度按年大增113億元。至於煤價方面，秦皇島6,000大卡離岸動力煤價格，由11月中的每噸139.4元，升至今個月18日的154.8元，升幅多達11.1%。煤炭正值冬季用量高峰期，預期煤價短期難有明顯的下跌空

間，電企營運環境難看。煤電矛盾的形非一日之寒，最直接有效的方法固然是將電價的主導權交回電企手中，即把電價機制推向市場化，惟主要考慮仍在通脹之上。縱然內地通脹稍見回落，但通脹處較高水平，首10月份累計的CPI增長亦達5.6%，與當局年初定下的4%，或是後來經過調整後的5%以內的調控目標，皆尚有距離。

加電費料不足抵銷煤價升幅

電價上調，勢必會將成本壓力傳導至下游用戶，民眾開支也會上增，不利於通脹調控。因此預期電價上調的機會不大，而就算上調，幅度亦料不足以抵銷煤價升幅。此外，給予電企一定的補貼也是另一個可以考慮的辦法，不失作為過渡性措施的一種，但補貼的額度及準則需要周詳的考慮，亦未必為當局所屬意的解決方法。

制度不利好，電企只能透過增加自給煤比重，減低對外購煤的依賴程度，以及開發新能源發電業務，冀分散業務結構，避免盈利受火電業務的拖累。然而，這又需要一定的資本投入，需考驗電企的財政穩健性，加上業務結構轉型需時，成效有待體現，電力業前景宜謹慎。相對來說，煤炭業一方面受惠行業併購整合，需求及價格也受國家工業發展支持，基本因素較為可取，有着較佳的投資價值，首選乃業內龍頭華華（1088）。



圖為中國宏橋位於山東鄒平的自營電廠。 資料圖片

亞洲經濟錯失轉型良機

路透專欄撰稿人
Wayne Arnold

熱點透視

亞洲出現讓人擔憂的經濟下滑，凸顯當地未能斷除對西方資本的依賴。上周日本和韓國公布的貿易數據令人失望，之後世界銀行發布經濟預估稱，亞太發展中國家2011年的國內生產總值(GDP)增長率將放緩至7.1%。而後中國9月11日製造業「採購經理人指數(PMI)初值」創下2009年3月以來最低值。

歐美債務問題為外患

困擾歐洲和美國的債務問題給亞洲帶來雙重打擊。第一個打擊體現在出口下滑，儘管亞洲區內貿易實現增長，而且這對當地成長仍很關鍵。亞洲出口增長率卻從2010年的近30%降至20%以下。

第二個打擊體現在資金流入減少，面對歐美金融震盪，全球投資者從各地市場撤資。他們的離開，推低印度盧比等貨幣，同時推高進口成本和企業借款成本。印度盧比自7月以來累積跌跌超過15%。亞洲國家的儲蓄率很高，坐擁龐大的外匯儲備。但

它們堅持採用高度依賴出口高需求的經濟發展模式。出口資金的確支撐了經濟發展，並為更多出口行業和基建提供融資。但那造就了一些如今仍主導亞洲經濟體的既得利益集團，擠壓了不靠海外需求掙錢的服務企業和更多創新企業的生存空間。

投資資本方面也是同樣的情況。資本市場陷入停滯，限制了民眾將儲蓄投資於本土企業的能力，讓問題更顯突出。結果，亞洲快速成長的債券市場發債量去年僅佔全球發債量的7%。

增長放緩加劇收入兩極化

只要出口和投資保持繁榮成長，居民收入亦增加，放緩改革步伐就更加容易實現。現在，增長放緩在加劇收入兩極化的局面，決策者採取應對措施的压力加大。由於改革推進緩慢，政界人士更有可能採取傳統辦法，讓出口恢復活力。這將只會提高他們對西方國家的依賴程度，若下次經濟又下滑，將更易受到影響。

亞洲浪費了在榮景時期實現經濟轉型的機會。現在這樣做，將會經歷更多苦楚。