

瑞德證券亞洲公司董事總經理、首席經濟學家  
沈建光

百家觀點

# 人行貨幣政策報告預示政策放鬆持續

2月15日，中國人民銀行發佈了《2011年第四季度貨幣政策執行報告》，首次明確提出將今年M2增長定在14%左右，高於去年13.6%、今年1月12.4%的漲幅，意味着貨幣政策放鬆仍將繼續；另外，央行認為短期抗通脹效果已經顯現，但對未來通脹風險仍不可掉以輕心，也符合我們今年通脹可能前後低的判斷。

另外，央行報告預計今年外匯資金總體保持淨流入，但流入總量將明顯低於過去幾年的平均水平，明確將繼續穩步推進利率市場化改革和人民幣匯率形成機制改革，意味着決策者推進金融改革與人民幣國際化的腳步不會停止。

我們認為，短期通脹下滑、M2低於目標，顯示貨幣信貸還有上升空間，所以我們認為過高的準備金率還有繼續下調空間，預計上半年將下調4次。而由於負利率持續時間已較長，短期內下調利率的可能性不大。具體來看，《2011年第四季度貨幣政策執行報告》主要傳達了以下幾個方面信息。

一是貨幣政策放鬆仍將繼續。去年央行在《2011年第三季度貨幣政策執行報告》中，首次提到貨幣政策將適時適度進行預調微調。當時提出的背景是，經歷了多次準備金率上調，5次加息，實體經濟流動性已然趨緊。而在這一政策指導下，貨幣政策逐步放鬆，導致社會融資總量大幅增加，四季度季環比由第三季度的下降4.3%到有近50%的增加。

本次貨幣政策執行報告仍然維持預調微調的提法，並強調提高金融服務實體經濟的水平，調節好貨幣信貸供給，保持合理的社會融資規模，意味着貨幣政策將繼續由過緊回

歸中性。另外，早前溫家寶總理也強調，今年1月份和一季度的經濟狀況值得關注；預調、微調從一季就要開始，說明貨幣政策放鬆已是中國決策層和貨幣政策操作者的共識。

二是短期抗通脹效果已經顯現，長期壓力不容忽視。央行表示，前期國家採取的一系列宏觀經濟政策效果已逐步顯現，物價漲幅總體保持回穩態勢，但對未來通脹風險仍不可掉以輕心。央行的判斷與我們對於今年通脹前後低的預期相符。短期來看，由於商務部食用農產品價格數據連續兩周回落，特別是蔬菜、豬肉價格降幅明顯，預示着短期通脹壓力將明顯減輕。

長期來看，由於勞動力價格上漲具有趨勢性，中東地緣政治風險上升導致國際油價走高，全球發達經濟體量化放鬆加大輸入性通脹壓力，以及國內貨幣政策已由過緊轉向中性等因素，下半年通脹壓力仍然不可小視，

我們預計全年通脹將達到4%。

三是準備金率下調空間存在。央行報告中將今年廣義貨幣供應量M2初步預期增長14%左右，高於去年13.6%、今年1月12.4%的漲幅。這也意味着與今年的預期目標相比，貨幣增長仍有相當空間。同時，考慮到去年底政府支出加大具有季節性、今年外匯佔款增加幅度或將減弱、存款準備金率維持高位且非常態，下調存準率確有必要，我們預計上半年準備金率下調的頻率為4次。

四是資本流出不會持續，金融改革適時推進。去年流動性偏緊，利率雙軌制下，銀行理財高息攪儲，民間融資訴求增加，金融風險加大，利率改革迫在眉睫。而由於海外形勢動盪加劇，人民幣出現貶值預期，資本流出跡象越加明顯，人民幣匯率改革時機與人



人民幣國際化是否需要停止的討論也越加激烈。

央行報告預計今年外匯資金總體保持淨流入，但流入總量將明顯低於過去幾年的平均水平，明確將繼續穩步推進利率市場化改革和人民幣匯率形成機制改革，意味着決策者推進金融改革與人民幣國際化的腳步不會停止。另外，促進債券市場發展、促進中小銀行改革，也將有助於拓寬融資渠道，防止中國經濟硬著陸。

## 新增貸款少於預期 銀根有待放鬆

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

內地上月新增貸款少於市場預期，狹義(M1)及廣義(M2)貨幣供應量的增速亦較原先估計為低，反映內地在面對環球經濟前景不明朗的情況下，未有大幅放鬆銀根，加上央行未有在春節後下調存款準備金率，當局在貨幣政策上有趨於謹慎的跡象，不禁打擊了市場對放寬調控的憧憬。然而，上月進出口雙雙錄得負增長，外貿形勢不甚樂觀，但同時外貿順差卻錄得高於市場預期的272.8億美元，人民幣升值壓力猶在，不利出口展望，內地貨幣政策存有一定的政策調整空間，當局勢必加強刺激內需力度，提升國民消費誘因。

此外，通脹及資產泡沫的憂慮，雖大大降低出大型固定資產投資方案的機會，惟投資作為內地GDP三大馬車之一，相信仍會為當局所重視，國務院總理溫家寶早前就提到，當局會於上半年就放鬆民間資本進入金融、能源、交通及社會事業等的行業，制定實施細則。

措施有望深化相關行業的投資，並增強提升業內競爭，促進產業發展。不過，開放民間資本，除了政策配套外，亦需在資金面上作出協助，有必要增加相關貸款的額度，而就整體貨幣政策而言，年內料採取靈活應對的方向，並作差別化管理，在保障性住房、「三農」、中小企，以及民間資本上，實施導向

性的貸款。

### 觀望2月份數據 短期政策趨審慎

至於近日會否降低存準金率，由於春節因素關係，在現時難以全面審視內地宏觀經濟全局，加上1月份官方PMI續高於榮枯分界線，一眾數據呈現參差，降低存準金率下調的迫切性，短期料透過公開市場操作，調節市場流動性，或需待二月份經濟數據出台後，始有較為明確的方向，另預期當局在中線仍會有放鬆銀根的必要，以支持經濟穩定較快增長，方式料離不開下調存準金率及減息，但考慮到人民幣升值對外貿所構成的負面影響，加上減息又會對市場釋放強烈的「放水」訊號，大大刺激借貸需求，亦會影響內銀盈利。

內地經濟刻下又未見明顯受累、展現「硬著陸」的徵兆，減息機會相當有限，反觀下調存準金率，在增加銀行貸款空間之餘，亦將貸款的主導權落在銀行手中，銀行可按自身資本狀況，宏觀經濟發展，以及貸款人的還款能力等，調控貸款力度，對於整體流動性的刺激相對較少。

總結而言，內地短期貨幣政策料呈審慎，需待二月經濟數據出爐後，才有進一步方向，但外資堪憂，中線續有下調存準金率的需要，並會配合導向性貸款政策，以靈活的方式，推進經濟健康發展。

- 4. 利率仍處於低位；
- 5. 新預算案沒有再打壓樓市。

### 應多看數周再作定奪

認真應該要多看數周，才能確定樓市復甦是否持久。主導未來樓市去向有兩大因素，第一，「北水持續南來」；第二，本港經濟受外圍經濟不穩影響程度。前者主宰本地豪宅及新盤市道，後者則影響本地人入市決心。用家主導的中小型住宅市道，看來無須擔心炒家入市推波助瀾，不虞短期推高樓價。

現時港府土地供應充足，而打擊炒樓的SSD仍然生效，現階段入市的，一般都是作長期持有的打算，本來用家希望等到樓價回落才入市，但樓市經歷半年交投不振，樓價調整幅度有限，市場累積了不少購買力，部分人按捺不住，認為樓價再調低機會不大，趁農曆年假傳統淡靜期間之後入市，造成小陽春現象。

面對樓市好轉，業界人士應強化心態為積極進取，重新裝備經營隊伍及更新樓盤資訊，為樓市轉趨活躍作準備，以應付新的挑戰。

## 希臘持續多事 環球市場添波動

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

希臘國會周一（13日）通過了新財政緊縮政策，然而，歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織以擔心希臘的執行力為由，仍然拒絕向其發放第二輪援助貸款，更取消了原本於周三舉行，決定是否向希臘批出新一筆三千億歐元貸款的財長會議，並要求希臘盡快找出在2012年再削減3.25億歐元開支的領域，以及希臘聯合政府主要政黨就嚴格實施援助計劃中的措施作出政治保證後，才會考慮向其發放第二輪貸款。

雖然，以希臘目前的狀況，加上接近4月份大選，要希臘達成這兩項新的條件，實有意為難，不過，為了避過三月份發生違約，希臘亦只有盡力配合，希臘主要政黨已經書面確認改革承諾，並同意有關再削減3.25億歐元的措施，繼續爭取盡快獲得第二輪貸款。

### 各界不信任情緒高漲

除希臘本身的努力外，歐央行及歐元區亦對希臘作出了一定的讓步，最近傳出歐央行同意以低於面值的價格，將去年在二級市場購買的希臘債券，與歐洲金融穩定機制發行的債券互換，此安排將可望替希臘債務減少110億歐元；同時，亦有消息稱，歐元區考慮把到2020年希臘債務佔GDP的比重目標，由目前的120%提高到125%，使希臘能更易獲得第二輪援助貸款。

不過，各界對希臘的不信任情緒依然高漲，有消息指，歐元區財金官員正研究一些方案，既可延遲向希臘發放部分，甚至全數的第二輪援助貸款，或會延至希臘4月份舉行大選後，但同時可避免希臘於3月發生無序違約。

然而，目前距離希臘的145億歐元債務的到期日3月20日，僅餘下約一個月的時間，若在這天前仍然未能突破，目前希臘與歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織之間的膠著狀態，希臘很有可能發生無序違約。

面對希臘債務問題持續的不確定性，資金近日有回流避險資產的跡象，以上周四（9日）至周三（15日）的五個交易日計算，大部分歐美股市均錄得跌幅，歐元兌美元反覆回落了1.6%；同一時間，資金流入避險資產，美國10年期及30年期國債息率，則分別由2.04厘及3.18厘回落至1.93厘及3.09厘，美匯指數亦上升了1.4%，至於反映市場避險情緒的VIX指數更抽升逾一成。

雖然，資金流向反映出市場避險情緒有再升溫的跡象，但考慮到希臘無序違約的嚴重性，即使暫不向希臘提供第二輪援助貸款，歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織亦會想其他辦法避免事情的發生，希臘最終可避過無序違約。不過，當日子越逼近3月20日，市場對希臘的相關消息會越敏感，令環球股市波動性增加，投資者需留意這一點。

## 泰國稻米補貼將付出高昂代價

路透社專欄撰稿人  
Clyde Russell

泰國總理英拉(Yingluck Shinawatra)得到了經濟上的教訓：稻米補貼最終將戕害政府財政。但她要到何時才會注意到這點？英拉重要的選舉政見之一，就是承諾大舉提高對泰國農戶的稻米收購價，這項民粹舉措讓英拉在2011年7月勝選。但如今泰國政府正面臨利空消息匯集而成近乎完美的風暴。

一如分析師曾經所說過的，泰國政府不能只是把漲價的部分轉嫁至出口市場，尤其是在越南產量升高且印度恢復出口之際。2011/12財年泰國政府的補貼成本為4,000億泰銖(約130億美元)，相當於整個政府的預算赤字。

這種付錢討好支持者的代價高得離譜，或許更令人驚訝的是，接受補貼的農戶似乎沒那麼買帳，因為他們仍為物流所苦，一直無法完全享有政府拉高價格的好處。而雪上加霜的是，泰國的競爭對手要取而代之，成為世界逾半數人口主要食品的最大出口國，問題一點也不大。

泰國1月稻米出口較上年同期銳減逾半至35萬噸。如果今年餘下的時間內這種情況仍然持續下去，則越南將躋身成為最大的出口國。因此，泰國實際上是制定了一項代價昂貴的政策，不但未能給農民帶來益處，反而導致未售稻米庫存快速增加，並給競爭對手帶來機會。稻米價格走勢即清楚表明補貼方案必然失敗，以及將來不大可能奏效。

此前在一段時期內，英拉沒有實施補貼政策，因為在2011年遭週數年來最嚴重的洪災，致使稻米產量削減且交易商囤積供給，

推使泰國指標100%-B級米價在10月初攀抵每噸650美元的三年高位。

### 競爭對手米價仍更低廉

但即便米價遠低於每噸800美元，泰國政府還是想把這個水平當作出口價格，以使其計劃更加可行。米價自10月以來一直在下滑，指標泰國米價1月18日跌挫18%至每噸535美元，隨後小幅反彈至每噸550美元。競爭對手的米價仍更低廉：印度米價為每噸455美元左右，而越南稻米售價約為每噸420美元。

即使以上述價位，越南仍難以出售所產稻米。越南國家電視台周二報道稱，當月新作稻米收割時，該國可能儲存100萬噸大米以阻止中國內地價格下滑。

一些交易商預計，稻米價格數週內或跌至每噸約400美元，特別是印度由於高庫存和預期產量增加，而允許無限額出口。截至1月1日，印度稻米庫存為2,980萬噸，較1,180萬噸的目標高出逾一倍，意味着該國增加稻米出口具備充分空間。

泰國並非唯一一個實行此類補貼的亞洲國家：印尼和馬來西亞等國的燃料補貼對該國預算造成不利影響。但稻米補貼計劃對泰國造成更大威脅的原因在於，這可能很快增大成本，且未能帶來預期效益。或許有理由預期泰國政府將重新予以考慮，但尚未出現任何調整跡象，政府似乎準備將計劃延期一個作物年度。

毫無疑問地，這將令泰國政府預算狀況惡化。而這一新難以為繼且不切實際的政策持續的時間越長，給英拉政府帶來麻煩的可能性就會越大。

## 外需不足 中國出口比重下降

中國銀行(香港)發展規劃部  
高級經濟研究員 王春新

近年來貨物出口對中國經濟發展的影響，上一部分已談了兩點，接下來，三是出口結構變化增強了出口對經濟增長的推動力。近十年來內地貨物出口結構一個較為顯著的變化，是由於一般貿易出口增速大大快於加工貿易，使原來作為出口主力、但增加值率較低的加工貿易出口佔全部出口的比重，從2001年的55.4%，逐步降至2011年的44%，十年間下跌超過11個百分點，而同期增加值率較高的一般貿易出口(按聯合國SNA核算原則，如果這類貨物的所有生產過程全部在國內進行，增加值率為100%。本文全部按照這一標準估算)所佔比重，則從不足45%升至56%，成為貨物出口的主體。這一積極變化使每個單位數量的出口對經濟增長的影響有所加大，並使期中中國經濟增速平均每年加快0.28個百分點。

四是人民幣不斷升值降低了出口對經濟增長的影響力。人民

幣升值使按人民幣計價的出口升幅，低於按美元計價的出口升幅，因而人民幣升值的速度越快，同樣規模的貨物出口對經濟增長的帶動作用就愈小。過去十年內地按美元計算的貨物出口年均增長21.7%，但按人民幣計價的升幅只有18.7%，兩者相差整整3個百分點，就是因為期間人民幣兌美元平均每年升值2.5%的緣故。

### 人幣升值降經濟增長影響力

但前五年人民幣匯率基本穩定，兩者相差較小，因而對GDP增長的影響不大；近五年人民幣升值速度加快至每年平均4.4%，按人民幣計價的出口升幅比按美元計價的出口升幅要低4.8個百分點，僅這一項就使出口對經濟增長的拉動力每年減少約0.5個百分點；換句話說，在其他條件不變的情況下，如果過去五年人民幣兌美元匯率保持不變，那麼中國經濟年均升幅將從現在的10.5%提高到11%左右。(摘自中銀財經述評《外需不足對今年中國經濟的影響有多大》，四之二)

### 貨物出口對中國經濟增長的影響(單位：億元人民幣)

年份	貨物出口		一般貿易		加工貿易		貨物出口 增加值總量	對GDP增長 貢獻率(%)	帶動GDP 增長(%)
	總額	比重(%)	比重(%)	增加值	增加值				
2007	93456	49.3	50.7	46074	11846	57920	22.5	3.2	
2008	100395	52.7	47.3	52908	11872	64780	8.6	0.8	
2009	82030	51.2	48.8	41999	10008	52007	-43.4	-4.0	
2010	106824	53.1	46.9	56724	12525	69249	36.4	3.8	
2011	122650	56.0	44.0	68684	13492	82176	19.5	1.8	
2007-2011平均							10.8	1.1	
2002-2006平均							36.8	3.9	
2002-2011平均							20.7	2.2	

註：本表根據國家統計局及相關資料進行測算。一般貿易出口增加值根據一般貿易出口金額乘以100%的增值率計算；加工貿易出口增加值根據加工貿易出口金額乘以25%的增值率計算。這裡所指的一般貿易出口，是全部貨物出口扣除加工貿易出口之後的餘額。