

匯管逐步放寬 人民幣步向國際化

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

人民幣匯率，一直是國際間最為關注的問題，西方國家一直指控中國壓低人民幣匯價，而總理溫家寶亦在兩會上，就這方面作出辯護，指出自2005年匯改至今，人民幣兌美元已升值了超過30%，而未來仍會繼續加大匯改的力度，特別是較大幅度地實行雙向的波動。

事實上，近日中國亦有加快放寬外匯管制的跡象，由於人民幣並不能完全自由兌換，因此，要進入中國的金融市場，外國買家需先加入合資格境外機構投資者(QFII)，才可獲得人行審批的投資於人民幣市場的額度，而近日國家外匯管理局亦明顯加快了合資格境外機構投資者的審批，包括韓國及泰國等多間央行均在3月9日獲得了合資格境外機構投資者的額度。

此外，日本財務大臣安住淳3月13日亦表示，中國政府已批准日本政府購買650億元

人民幣中國債，今後日本將通過外匯基金特別帳戶，在此限額內，逐步投資中國國債市場，這是中國首次與已發展國家簽署此類協議。

對日本而言，中國國債的平均債券利率均高於美國，因此，從投資的角度上，投資於中國國債市場的收益比美國好得多，另一方面，亦可令該國的外匯儲備更多元化，有助分散風險。

而更進一步的意思是，目前中國已成為日

本的第一大貿易伙伴，日本的經濟前景與中國的關係更加緊密，因此，以投資中國國債作第一步，以向中國資本市場發行人民幣債券為目標，使日本銀行能直接向日本企業提供人民幣融資服務，減低日本企業於中國發展的經營成本，有助日本企業打入中國市場。

對中國而言，人民幣將首次成為已發展經濟體的儲備貨幣，其標誌性意義在於，是人民幣國際化的重要進展。此外，這亦為日後就兩國之間以本幣結算鋪路，而以人民幣結算，更可誘導部分境內過多的人民幣流出去境外，減低中國境內的通脹壓力。

目前，人民幣正受到更多國家和地區的青睞，除上述的韓國、泰國及日本外，早前中國亦與白俄羅斯及馬來西亞等國簽訂的雙邊貨幣互換協議，使雙邊貿易結算能繞過美



元，以人民幣和對方貨幣結算，而相信隨着中國經濟體不斷擴大，與中國簽訂互換協議的國家將會持續增加。

雖然，邁向人民幣國際化仍然需要很多努力，不是幾年之間可以達到的目標，

但隨着中央對人民幣的外匯管制的放寬，而其他國家對人民幣作為外匯儲備貨幣的需求漸增，人民幣的資產配置以及所涉及的交易在全球經濟中的比重將越來越大，令其於國際舞台上的影響力逐漸增加，走向國際化。

新華社

經濟增長存陰霾 內需起牽頭作用

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國家今年將經濟增長目標，降至7.5%，未有延續「保八」方向，市場出現不同的解讀，其一是國家為加強經濟結構轉型，重視經濟增長質素，但亦有意見指是因為今年外圍局勢將甚為動盪，對內地經濟將會構成一定衝擊所致，而內地上月經濟數據未能為市場帶來驚喜之餘，亦顯示出內地經濟之暗淡，或再重燃經濟放緩的憂慮，A股短期或繼續調整。

事實上，外圍對內地出口的影響，已反映在近月的出口數據中，其中2月份的出口按年增長18.4%，較1月份的負增長0.5%有所改善，惟就遠差於市場預期，另亦要留意，即使考慮到春節因素，並綜合1-2月份數據，累計出口增長亦只有6.9%，欠缺動力，預期年內出口形勢將面臨重大挑戰。另一方面，官方製造業PMI雖連續三個月企於50%以上的榮枯分界線，2月份數字為51%，惟相距臨界點只差咫尺，當下歐美經濟疲弱，內地製造業再陷入衰退區的機會未能排除。

在貨幣供應上，2月新增貸款只有7107億元人民幣(下同)，低於1月的7381億元，央行於上月下調存準金率後，預期年內將續有下調空間，但當局在放寬銀根的取態上未見進取。央行行長周小川就表示，存準金率的調

整，旨在對市場流動性作出調控，不代表貨幣政策走向寬鬆或是從緊。

政策面利好 家電股看俏

無可否認，內地通脹已受控，並進入下行周期，當有助增加貨幣政策的彈性，不過當局如何及在何時運用決策彈性，是為關鍵。歐債危機未解，加深量寬(QE)政策出台的時機，另一邊廂的美國，推出沖銷式QE的聲音不絕於耳，方案雖有助減低通脹壓力，但勢必進一步拉低息率，為企業借貸及市場流動性提供間接誘因。假若量寬世代再臨，商品價格及資金流將令內地通脹死灰復燃，加上內地刻下經濟基調仍良好，暫未見有需要重蹈金融海嘯時的大規模刺激經濟方案。存準金率在上半年或再下調1-2次，惟預期當局將透過公開市場操作，限制流動性過分增長，同時加強對貸款流向的監管。

流動性受限，亦意味固定資產投資增長將進一步放慢，令GDP三大馬車中(出口、投資及消費)只餘下消費有推升的空間。國家商務部早前表示，今年將延續家電下鄉政策。預期有關當局將再有相關措施出台，冀在國民收入持續上升的背景，提升其消費意慾，並藉以扭轉對經濟對出口的依賴，達到轉型的效果，消費類股份年內表現可看高一線，當中可留意家電股。

知名連鎖酒店品牌來洽商管理權較多，但不易找到真正買家。

相較於發展酒店，做住宅賣樓項目就划算得多，一般來說，建築期後段已可預售樓花，並可當作公司營利入賬，而賣樓花所得預付樓價可以用作支付建築費，發展期多是四至五年，埋單結算，連本帶稅後利潤再滾動投資新項目。

現時對建大型酒店感興趣的發展商，多是定位於酒店經營及有自家品牌客路的，如香格里拉、遠東、百利保、英皇以及紅茶館等。相信這些發展商會以長期經營的基礎來評估新項目，在計算Discount Cash Flow時，採用較保守的收入及支出假設及因應長翻本期而設定風險系數，這樣評估所得出的地價亦會較保守。

要解決酒店房間不足，一定要靠政策上的靈活變通，提供足夠誘因讓酒店項目的可行性提高，筆者建議考慮設Hotel Bonus Plot Ratio 即酒店額外積比率，以及補地價的寬減，兼且可以攤長20年免息或低息分期支付地價。



圖為位於銅鑼灣的富豪酒店。資料圖片

靈活變通解決酒店房間不足

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

網上酒店服務供應商Hotels.com發表全球酒店房價調查報告，香港蟬聯房價升幅冠軍，去年平均每晚房價1,270元，較前年升幅46%，以1,000元可以享受甚麼級數酒店來看，2010年可入住三星级酒店，去年則下降為只可入住二星級精品酒店。

受惠於主要來自內地的訪港旅客不斷上升，去年近4,200萬人次訪港，酒店房間需求上升，供求失衡之下，自然推高酒店房間價格。事實上，內地自由行目前只是局部開放，不全面開放的原因，還是顧慮到本港承受力問題，包括港口設施和酒店房間等。

現時港府想方設法應付旅客潮，加推酒店地是解決途徑之一，城規會在審批酒店項目申請時，亦較多個案獲批。但為何近期酒店地反應較差？筆者與一位發展商高層探討過，他說，在商言商，研究項目可行性時，投資酒店與否還是要與投資住宅發展作比較，哪一項目回報較高、較快而風險較低就選取哪一項目。

發展酒店不可以賣樓花，但投入龐大資金包括地價及建築費等卻被鎖死一段長時間才有機會翻本，建成後還要作內部裝修及設備，又要組織經營團隊，兼顧宣傳推廣及品牌管理，還要搞活動及招商，雖然近年酒店房價升，但風光背後，經營成本亦升，而裝修設備折舊快。

單靠房租及餐飲等收入，慢慢回收本金，一般估計要幾十年才可翻本。或問建成酒店後整幢出售不可以嗎？這是一個美好的想法，現實是整幢酒店涉資龐大，外國

銀行「暴利」為何不多分紅？

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授
孫立堅

周小川行長日前在答記者問的時候，對社會上普遍認為銀行存在「暴利」的批評，提出了自己不同的看法，他認為經濟周期的調整在左右着銀行利潤的增長。而前央行行長、現任全國人大財政經濟委員會副主任委員的吳曉靈卻坦言：中國銀行業巨額的利潤的確有不合理的地方，人們的批評並非沒有道理。

流動性風險在不斷積聚

不管兩位有着豐富央行經驗的領導是否存在着認識上的分歧，但我想說的是，今天中國銀行業流動性風險在不斷積聚，即使銀行業有着豐厚的「利潤」，也沖銷不了這兩年由地方債和樓市按揭貸款所造成的、日益惡化的銀行「資產」。否則，我們無法解釋以下兩種截然不同的現象：

一方面，根據銀監會在2月發佈的一份報告，我們可以清晰地看到：去年商業銀行淨利潤為10,412億元，相比2010年增長36.34%，銀行日均利潤高達28.5億元。而另一組數據是2011年前三季度，16家上市銀行共實現淨利潤近7,000億元，佔滬深兩市全部上市公司1.58萬億元淨利潤的四成以上！

但另一方面，我們卻又看到中央匯金公司在支持工商銀行、建行和中國銀行等將2011年分紅比例繼續下調5個百分點的決定。同時，它又在去年10月份股市低谷的時候入市干預，偏偏大幅增持四大國有銀行的股份。今後不排除銀行「暴利」狀態下依然向它們注資的情況。

從本質上講，中國銀行業近幾年「暴利」的原因在於新增資產擴張過猛，比如，銀行業為了配合政府救市的行為，居然放出了10萬億的信貸規模。即使目前地方債和按揭貸款的擴張

受到了遏制，但是，基於前幾年信貸擴張而構成的龐大資產上可觀的「利差收入」，就根本不受中國經濟下滑的影響而萎縮，相反，銀行業在經濟困難的情況下還依然擁有巨大的利潤，就自然和其他行業形成了鮮明的對比！

如果目前我們來深究銀行業「資產」的質量狀況和由此可能帶來的流動性風險，那麼，這點「暴利」就會顯得「杯水車薪」。從這個意義上講，限制高薪的作用和敦促銀行業分紅的性質完全不一樣，前者是為了防止套現，對銀行業的穩定起着至關重要的作用，而後者看似尋求公平的收入再分配的解決方案，但是因為銀行利潤的流失會更加造成銀行在資產質量不良的情況下，流動性風險加劇的格局，甚至今後會使得一些中小銀行率先遭遇資不抵債的嚴重後果。

國家對房地產監管以穩為先

基於今天銀行業最大的問題是「資產質量」這一嚴峻事實，國家對房地產的監管思路將是求穩在先，價格回落後；今天我們看到，一方面國家鼓勵各地的銀行去降低居民首套購房的利率，以促進健康的住房消費增長來「對沖」樓市監管力度過大所可能造成的硬着陸的風險。另一方面，政府又堅定不移地強化樓市的整頓，防止社會閒置的資金繼續炒高樓價，由此造成銀行資產更加面臨泡沫崩潰的風險。同時，國家又在用時間換空間的做法來釋放銀行這幾年積聚的風險——即努力開拓更多產業發展的舞台，吸引銀行資金大量地進入實體經濟，從而確保銀行資產質量未來能夠隨着經濟復甦而不斷得以改善。而上述降低分紅和匯金注資等的做法也能在一定程度上打開了銀行流動性增長的空間，從而為今後實業發展帶來的新一輪增長周期和由此產生的銀行資產質量自然改善的市場效果，贏得寶貴的時間。

(本文有刪節)

調控持續 內地樓市走勢探析

中銀香港發展規劃部
高級經濟研究員 應堅

去年下半年內地樓價在成交持續萎縮後開始鬆動，越來越多城市樓價停漲或微跌。展望今年，由於兩年來開工較多，在建住宅陸續推出市場後，有可能形成供過於求的局面，促成樓市調整態勢。在此情況下，樓市調控能否持續下去，對未來市場調整相當重要。《政府工作報告》提出要進一步鞏固調控成果，促進房價合理回歸，為今年調控定調，市場更確信樓價調整趨勢。從開發商角度，由於資金鏈被拉得越來越緊，調控鬆綁又無望，他們將不得不主動降價。

近日內地召開了全國人大十一屆五次會議，溫家寶總理在《政府工作報告》中表示要繼續搞好房地產調控，「嚴格執行並逐步完善抑制投機、投資性需求的政策措施，進一步鞏固調控成果，促進房價合理回歸。」這意味着持續兩年的樓市調控仍不會放鬆。在當前內地樓市開始出現鬆動跡象的背景下，內地調控樓市的態度仍然堅決，定會促成樓市調整格局的形成。

多項數據顯示初見「拐點」

已公佈的各種官方及市場數據顯示經過兩年調控樓市已發生了一些變化。

住宅銷售：自2009年底內地樓市見頂後，商品住宅銷售面積增幅在調控中整體呈現下滑趨勢，但期間曾有過兩次波動：一是2010年8月按年增長速度跌至4.1%後反彈至2011年3月的14.3%，二是同年4月跌至5.8%後再反彈至8月的13.1%，反映了市場剛性需求，以及發展商在充足現金的支持下，仍保留較強的定價權。

不過，發展商對樓市調控可能鬆綁的預期落空後，市場氣氛逆轉。去年12月住宅銷售面積增幅回軟至4.3%，而今年首兩個月市場成交出現負增長，銷售面積及金額分別減少16%及24.7%。一線城市中，北京首兩月均成交23萬平方米，僅為前年同月成交的27%及去年月均的40%，上海、深圳及杭州情況大致

相同。成交價格：根據國家統計局公佈的《70個大中城市住宅銷售價格變化情況》，去年10月34個城市新建住宅售價環比下降，首次超過環比上升數量(16個)，另有20個城市持平，被一些分析員視為是內地樓市「拐點」。

一線城市樓價調整日趨明朗

今年1月，環比下降的城市增至48個，持平22個，沒有一個上升。一線城市樓價調整日趨明朗。以所有成交住宅的平均售價計，今年2月北京一手樓銷售均價1.86萬元，比高峰下跌25%；上海、深圳及杭州的跌幅更超過三成。二手樓售價亦跟隨一手樓售價下降，從去年3月至今年2月，北京二手樓連續12個月環比下降，累計跌幅為25%。上海及深圳則調整一成五及一成三。

供求平衡：內地通過打擊囤地、推行限購及控制按揭等措施調控樓市供求關係，取得一定效果，表現為樓市供應明顯加快。2009年住宅銷售面積增長54%，遠超竣工面積(25%)及新開工面積(16%)，推動樓價一路飆升。兩年後供求關係逆轉。竣工面積增幅從前年的3%升至去年的17%，而銷售面積則從8%下降至4%。

絕對量上，去年銷售面積9.7億平方米，竣工面積7.2億平方米，仍有一定差距，但由於連續兩年新開工面積急升(年均增長26%)，僅去年就有14.6億平方米，未來推出市場後不僅可填補供求空缺，而且會形成供過於求局面。實際上，今年首兩個月竣工面積已多過銷售面積三成。

景氣狀況：國房景氣指數是顯示房地產整體發展趨勢的綜合指數，包括土地、資金、交易等多項具代表性的分類指數。根據以往數據，國房景氣指數與樓市周期較吻合。兩年來國房景氣指數有起有伏，樓價始終在爭持中，樓市調控效果尚未顯現。去年下半年，國房景氣指數逐月下降，至11月中跌破景氣線100點，樓市「拐點」初步出現。(摘自中銀財經述評/《持續調控下內地樓市走勢探析》，四之一)

憂QE3和LTRO3泡湯漸升溫

路透專欄撰稿人
Ian Campbell

熱點透視

美國2月又創造了將近25萬個就業崗位，市場卻對這樣的好消息高興不起來。石油價格聞訊下跌，標準普爾500指數雖處於衰退後高位，但漲勢並不奪目——2月1日以來只攀升了4%。在投資者眼裡，就業增加或許很好，但從央行那裡得到近乎免費的資金更是件美事。而經濟轉強意味着也許不能隨便拿到這些錢了。

市場已對廉價資金上癮，撤走資金或令其痛苦不堪。記得2月29日，美聯儲(FED)主席伯南克沒有在講話中暗示第三輪量化寬鬆(QE3)，現貨金就遭遇了三年來最大單日跌幅。

這不足為奇。外界一直揣測QE3的規模會接近QE2的6,000億美元。這般巨資讓希臘國內生產總值(GDP)相形見绌，更別提當下1,300億歐元的救助款。如果這筆資金落空，遭殃的可不只是黃金投資者。如果不推出QE3，將帶來挑戰。避險的債券，股票和石油近期都已創出高位。

而且，QE3並非唯一可能泡湯的刺激措施，第三次長期再融資操作(LTRO3)面臨同樣前景。歐洲央行(ECB)透過兩次LTRO向歐洲銀行體系挹注1萬億歐元新資金。不

過德國央行總裁魏德曼從未羞於表達對特殊貨幣支持政策的不滿。除非市場變得實在落魄，否則LTRO3不大可能出籠。

全球市場繼續面對高度不確定性。美國、日本和德國均浮現增長改善跡象，儘管增速不高。新興市場增長率雖不及從前，卻仍然十分迅速。歐元區危機將繼續發酵。當今的一大改變，也是最大的威脅，就是經濟面向好讓流動性閘門不會隨便打開。

然而，市場的苦惱也不盡然是壞事。油價高漲威脅到經濟復甦，如果降下來，便可扶助經濟。不利市場上漲的因素，或反過來有利經濟成長和就業。這是各家央行需要考慮的一點。



市場已對廉價資金上癮，一旦撤走或令其痛苦不堪。圖為美國聯儲局。彭博社