

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 溫州開放境外投資試點 利人民幣長遠發展

去年下半年，溫州中小企業出現資金鏈斷裂和企業老闆出走現象，導致當地民間貸款的問題浮出水面，影響到金融體系的穩定性，而經過數個月後，溫州目前仍未走出信貸危機的陰影。今年2月末溫州銀行業不良貸款率為1.74%，已經連續8個月上升，大幅高於信貸危機未爆發前，去年6月尾的低位0.37%。

為了解決這個因當地民間資金不規範所引致的問題，國務院近日宣布設立溫州金融綜合改革試驗區，通過金融體制的改進，使民間融資活動納入政府監管，加強防範及化解金融風險的能力。

地方金融管理體制，制訂民間融資管理辦法等。

當中，最受市場關注的，是允許溫州「研究展開個人境外直接投資試點，探索建立規範便捷直接投資渠道」，這一任務。

國務院亦定出了溫州金融綜合改革中的12項的主要任務，任務包括研究開展個人境外直接投資試點，鼓勵民間資金參股村鎮銀行、貸款公司及設立投資管理機構；鼓勵當地銀行加大對中小企的信貸支持；以及規範

事實上，去年年初，溫州市政府亦曾提出，給予當地居民更大的投資於海外的自由，但當時並未得到中央政府批准。而在去年下半年溫州信貸危機的催化下，中央亦終

於將這一建議，納入在是次金融改革試驗之中。

這個由溫州市商務局牽頭起草的個人境外直接投資試點方案是，擁有溫州戶籍的居民，每年個人可於境外投資總額不超過2億美元，而單個項目不超過300萬美元，用於設立、收購或投資於海外市場的非金融企業。此外，溫州居民更可將海外獲得的利潤進行再投資。

允許個人境外直接投資，當然對溫州人有利，令他們可更活躍地投資於海外市場，利用充裕的資金，在歐美經濟疲弱的情況下，以低價收購優質資產。另一方面，雖然說只是對擁有溫州戶籍的居民開放，但實際上，其他國內的資金亦可間接通過這個出口到境外進行投資，因此，受惠的並不單止溫州

人。

此外，此舉亦有利於人民幣的長遠發展。過去，為管理匯率並防止投機性資本外流，中國的資本賬戶有着嚴格的管制，任何大筆外匯資金的進出都要得到國家外匯管理局的批准，而允許個人境外直接投資，即代表中央正在放寬對資本外流的控制，進一步增加人民幣匯率的彈性，亦可推動人民幣於國際舞台上的影響力逐漸增加。

溫州的信貸危機，迫使中央加快推出金融



■國務院總理溫家寶日前主持召開國務院常務會議，決定設立溫州市金融綜合改革試驗區。圖為溫州市瓊海農村合作銀行。

改革，可算是塞翁失馬，為中國開放資本帳戶、人民幣國際化以及完善金融體制跨出了重要的一步。

## 內房上半年弱勢難解

康宏証券及資產管理董事  
黃敏碩

國家住建部政策研究中心主任秦虹表示，內房仍在消化庫存，現階段售價不可能上調。內房價格在當局實施限購令及其他相關措施後，升幅已受壓制。國統局公佈2月70大中城市住宅銷售價格，新建商品住宅及二手住宅中，分別有45個城市錄得按月跌幅。

值得注意的是，內房調控只是初見成效，若於此時作政策鬆綁，被抑壓房價或會再度急升，呈現報復式反彈，同時令調控前功盡廢。住建部副部長齊騫指，正與有關部門研究擴大房產稅徵收城市範圍。房產稅的深化，間接顯示出當局延續調控的取態。

此外，內地首2個月新增貸款按年減少8%，至約1.45萬億人民幣，內地實施穩健貨幣政策，通脹雖已步入下行周期，但只是初步受控，重燃風險不能忽視，加上外圍局勢陰霾處處，美國經濟總見回穩之象，惟復甦步伐未算明顯，歐債危機更難於一時三刻解決，而內地經濟放緩速度尚可接受，變相限制了政策放寬的機會。

政策限制，資金流入又見制肘，發展商降價促銷的消息亦不絕於耳，反映內房營運面臨挑戰，在銷售受累之餘，銀行貸款趨於審慎，又會影響發展商的資金鏈流轉，部分

負債高的房企，或有倒閉或被併購的機會。預期內房上半年將繼續整固期，銷售及成交料再有下行機會，並不排除會出現併購整合潮。

### 宜分段逢低吸博中線回報

銀監會前主席劉明康指，上半年銀行借貸將繼續疲弱，惟就預期全年人民幣新增貸款，將高於去年的7.47萬億，料介乎7.9-8.2萬億。上述言論除了意味內地上半年銀根難有突破外，亦暗示當局有機會於下半年加強貸款力度，對內房而言，或屬利好。

事實上，內地經濟下滑情況假如加快，當局在刺激內需，帶動消費，加強積極財政政策之餘，也需要向市場注入更多流動性，以支持固定資產投資，推動經濟增長，而下半年內房價格及通脹相信會進一步受控，與現時相比，「放水」空間相對較大，屆時內房的交投及價格或可重拾上升動力。

基於調控及整合的預期，內房股價或甚為反覆，但預期下半年行業景況有望好轉，逢低作分段吸納或是較可取的策略，目標宜放於負債比率較低，以及土地儲備豐足的大型發展商，主要是考慮到發展商的發展彈性、抵禦貸款收緊及營運風險的能力，中海外(0688)及潤地(1109)皆屬可取之選，以中線為目標。

## 興建足夠公屋較幫助首置上車更迫切

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

財政司長曾俊華表示，本港樓市的泡沫風險不容忽視，因外圍先進經濟體維持寬鬆的貨幣政策，低息環境亦將持續不變。鑑於最近個多月來，金融市場暢旺，樓市亦好轉，個別單位創新高價成交，他擔心樓市亢奮情緒再現，重申政府繼續採用行之有效的措施，包括增加供應、遏抑物業投機、防止信貸過度擴張等。

特區政府換屆之際，現政府班子仍採取積極態度，關注樓市可能出現泡沫，預警市民要做好準備，以應付突如其來的衝擊，不是沒有道理。記憶猶新，九七年特區政府成立後，國際大鱷衝擊香港金融體系以圖利，當時特區政府費盡九牛二虎之力，最終成功擊退炒家，但繼後本港經濟及樓市卻蒙受多年不景氣。既有前車之鑑，大家不可不防。

### 首期資金門檻已提高不少

有認為今次樓市轉活，部分源於今年初以來，銀行樓按業務轉趨積極，有銀行界人士估計，樓市實際上恢復增長不久，港府暫時會按兵不動，但會保持監察銀行按息會否過低，待多觀察兩三個月，始作定調。現時港府繼續實施SSD，兼有正面按揭資料庫，住宅短線炒賣確已顯著收斂。另一方面，銀行對非自住單位按揭，貸款條件較嚴，想買住宅樓收租保值的家庭，首期資金門檻已提高不少。

眼前局勢的確不容易處理，對於樓市泡沫的潛在風險，除了上述措施加上呼籲市民小心外，短期內港府可以做的不多。外圍經濟體以量化寬鬆自救，利率持續低企，對預期通脹升溫。企業或個人作自保，均要作對抗通脹的部署，可以做的離不開把現金改為持有固定資產或貴金屬。對於首置上車人士來講，通脹愈高，愈擔心難以搭上尾班車，於是更要及早籌謀，近期細價二手樓成交增加以至盤源短缺，與此不無關係。

### 中長線要從供應着手

中長線來講，要穩定樓價一定要從供應着手。港府是本港土地最大業主，最有能力解決「地從何來」的煩惱，無論是調整規劃、開發邊境、維港外填海、開挖岩洞等，都是港府主導的工作。重新計算及整理土地儲備，以應付中長期來自本土及外來對房屋的需求，這是現屆政府已開始着手進行而新一屆政府必須繼續的工作。

中國是急速發展中的大型經濟體，香港作為特區，受惠於個人遊等政策，但本港面對內部經濟轉型，以及外圍歐美不景等原因，加上新來港人士及中產向下流動，形成對低廉租金住房的需求不斷上升，市區多「劏房」住客是表徵。政府的出租公屋是安全網，現時輪候公屋人龍愈來愈長，單身申請者人數多而愈來愈年輕，從社會穩定的大前提看，筆者認為興建足夠而穩定數量的公屋，比幫助首置人士上車更有其迫切性，希望新特首在這方面多著眼。

## 人民幣對美元匯率彈性增加的前景和影響

中銀香港發展規劃部  
高級經濟研究員 張穎

隨着人民幣對美元匯率接近均衡區間，持續單向升值的市場預期有所減弱，匯率彈性增加的條件日臻成熟。市場已發出人民幣對美元匯率雙向波動及波幅擴大的信號，但人民幣仍存在對美元緩慢升值的空間。這些變化將有助提高內地貨幣政策自主性和政策效果；有助改善部分出口企業的盈利空間；有助人民幣國際化的穩步推進。

中國最新政府工作報告指出，將完善人民幣匯率形成機制，增強人民幣匯率的雙向浮動彈性，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。溫家寶總理並強調，中國將繼續加大匯改的力度，特別是實行較大幅度的雙向波動。加之近期人民幣對美元中間價的變幅已經有所擴大，表明更深層次的人民幣匯率形成機制改革即將展開。本文分析人民幣對美元匯率彈性增加的前景和影響。

### 匯率升近3成 條件日臻成熟

自2005年7月21日改革人民幣匯率形成機制，實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度以來，人民幣對美元匯率基本上呈現爬升的走勢，其中僅在2008年金融危機至2010年6月重啟匯改期間，人民幣對美元匯率曾暫停升值，迄今累計升值幅度已超過30%；另根據國際清算銀行統計，自2005年6月底至2012年1月底，人民幣實際有效匯率已經上升29.6%，應已接近均衡匯率區間。

同時，人民銀行於2007年5月宣佈，銀行間即期外匯市場人民幣對美元交易價格的每日浮動區間由0.3%擴大至

0.5%。此後，受金融危機影響，該區間再次收窄至0.3%。自2010年6月「二次匯改」以來，交易波動區間又恢復至0.5%。而在去年12月，內地銀行間外匯市場人民幣對美元即期交易曾連續12個交易日出現觸及0.5%的下限而跌停的情況，顯示有關交易波幅限制已難以適應由國際、國內多項因素引起的市場供求的變化。

人民幣對美元匯率的決定因素主要有兩方面：一是人民銀行穩定匯率的政策意圖，二是市場對匯率走勢的預期。近期這兩方面因素皆出現重大變化。在人民銀行穩定匯率的政策意圖方面，除了前述溫總理的表述之外，人民銀行行長周小川亦表示，人民幣匯率逐漸具備了浮動的條件，波動幅度可以考慮適當加大，以更好地將在岸人民幣的有效匯率與主要貿易夥伴的一籃子貨幣相聯繫，及體現以市場供求關係決定匯率的機制，顯示人民銀行的政策意圖已經從過去數年允許人民幣對美元持續、小幅單向升值轉變為希望人民幣對美元在較大幅度內雙向波動。(摘自中銀財經述評/《人民幣對美元匯率彈性增加的前景和影響》，四之一)



■市場已發出人民幣對美元匯率雙向波動及波幅擴大的信號，但人民幣仍存在對美元緩慢升值的空間。路透社

## 城市化及戶籍制度改革對投資影響

摩根大通中國區全球市場業務主席  
李晶

在21世紀第一個十年末期，許多地方政府試圖通過將農村居民搬遷至樓房內並給予一些城鎮福利，把農村轉變為城鎮。這種地方政府「奪地」的現象被斥為是對農村居民財產權的剝奪。成都和重慶等地近期進行了戶籍制度改革，改革後，農村居民在獲取城鎮戶口時不再被要求馬上放棄農村土地，然而，目前還沒有針對該問題的長期解決方案。

中國國務院近日公佈的關於戶籍改革的最新指導意見，表面上使得中小城市的農民工更容易獲得城鎮常住戶口。儘管有關通知是在今年2月25日公佈的，但最初是在2011年2月26日向地方政府發放的，顯示相關規定已生效一年。該通知明確指出：

在小城鎮(縣級或以下)有穩定職業並有穩定住所的人員，連同其配偶、父母及未婚子女，可以在當地申請登記常住戶口。

在設區的市有穩定職業滿三年並有穩定住所同時參加社會保險至少一年的人員，連同其配偶、父母及未婚子女，可以在當地申請登記城鎮常住戶口。不得借戶籍制度改革強迫落戶城鎮的農民工放棄自身的宅基地。

同時，通知還指出地方政府可結合當地實際情況執行該政策，而中央政府將繼續監管大城市的人口規模。

### 全國性居住證管理辦法正起草

考慮到1997至2001年的改革已將戶籍制度改革擴展至小城市，且不少地方政府已實施自身的改革措施，國務院近日的通知有着更進一步的影響，它旨在：i)對農村居民的戶籍權利予以明確支持及禁止將農村戶口強制轉為城鎮戶口，及ii)將戶籍制度改革擴展至設區的市(從而所有省會以下級別的城市均被納入全國統一指導的戶籍制度改革範圍)。將戶籍制度改革進一步擴展至數量更大的中小城市，符合近期越來越多的農村人口向與原籍所在地鄰近小城市遷移的趨勢。

在今年全國人大開幕時所作的政府工作報告中，溫家寶總理強調政府將持續「積極穩妥推進戶籍管理制度改革」，並將深化土地、戶籍登記和公共服務改革。隨後，在全國人大會議期間，公安部副部長表示，公安部正在起草全國性的居住證管理辦法，目前已形成草案，正在徵求各方意見，並將於年內報國務院審定。國家發改委的一名高級官員也表示，中國應建立成本分攤機制，讓城市的農民工平等享受社會福利和公共服務。

我們相信這些言論預示着來年將會採取的措施，這些措施可能會與世界銀行與國務院發展研究中心近期聯合發佈的《中國2030》報告的補充報告中提出的戶籍制度改革建議一致，呼籲建立全國性的人口登記制度，同時逐步消除戶籍對社會權利的決定作用：

第1階段：為居住證制度制定全國性框架，並將非本地居民的社會權利與其戶籍脫鉤。同時，須制定通用指標(例如在當地的居住期限)供當地政府结合自身情況予以採納，同時為信息系統和跨地區人口數據交換制定全國性標準。

第2階段：全國逐步推廣居住證制度；首先放寬市轄下的農村居民居住證和戶口遷移的標準，隨後擴展至省級的所有戶籍居民，並最終將居住證擴展至外省居民。

第3階段：在本地居住證制度內，設立途徑讓農民能享受居民戶口擁有的社會權利，優先保護兒童的教育權等權利，並進一步降低戶口遷移的門檻。

第4階段：將居住證推廣至全國，使本地戶口持有人與本地居住證持有人享有同等權利。

根據世界銀行和國務院發展研究中心的報告表示，在這一通用的全國性框架下，居住證制度可在2016年至2020年期間推廣至全國，而本地城鎮戶籍居民與居住證持有者在2030年前將實現權利平等。

然而，報告也指出地方政府與中央政府之間需要就社會服務財務責任的確定和財政負擔的分攤等複雜問題進行協商，特別是針對跨省農民工的情況。(二之二)

## 鴻海注資夏普難扭日企競爭劣勢

路透社專欄撰稿人  
Wayne Arnold

### 熱點透視

面對三星電子咄咄逼人之勢，台灣企業的注資並不能拯救夏普。富士康對夏普16億美元的投資，也只是為其贏得更多時間而已。儘管該交易使夏普獲得了資金和潛在的廣闊銷售渠道，但卻不能改變全球平板顯示屏市場飽和的狀況。夏普與索尼、Panasonic和東芝一樣，執著地在自己已不再具有競爭力的市場奮戰了太久。而日立的做法表明，退出可能才是最好的選擇。

除了10%左右的夏普股權之外，富士康的母公司鴻海還獲得了一家新工廠的部分權益，這家工廠生產大尺寸電視顯示屏，這種屏幕深受電視迷們的喜愛。價格下跌迫使夏普削減該廠產量，只維持50%的產能利用水平。富士康目前已經承諾會購買該工廠一半的產品，協助夏普電視部門銷售並節約零配件成本。

### 三星市佔已高於三家日企總和

儘管該交易存在諸多優勢，但卻不能降低液晶顯示器(LCD)和品牌電視機市場上的供應過剩和過度競爭。在截至3月31日的會計年度，夏普、索尼和Panasonic三家公司在該

業務上的總虧損預計高達160億美元。

根據行業研究機構DisplaySearch的數據，三星去年在全球平板電視市場的份額已經增長至創紀錄的26%，高於上述三家日資公司市場份額之和。日資企業把這種狀況歸咎於日圓升值的影響，但實際上2011年日圓兌韓圓僅僅升值了6%。

不過，三星也有自己的問題。儘管其電視業務盈利，但LCD業務去年虧損了6.66億美元。三星計劃剝離LCD業務作為對策，專門生產更先進的LED(發光二極管)顯示屏。同時，日本政府對其LCD製造商伸出援手，提供26億美元資金將日立、索尼和東芝三家公司的小尺寸LCD業務整合成一家公司。

夏普的新任社長表示，該公司不能再包攬從研發到零配件到營銷的一切業務。但這種縱向一體化的實質是日本企業拒絕進行裁員等合理化改革，更為重要的是淘汰掉毫無工作成效的經理。日立的業務雖然仍然龐雜，但它的做法卻為其他企業指明出路。

在日立苦苦謀求增長的消費電子業務遭受五年虧損之後，該公司決定將這塊業務規模縮減40%，目前計劃電視機業務到9月份徹底停產。日立去年終於成功擺脫虧損，預計今年將獲利34億美元。