

時富金融策略師 黎智凱

百家觀點

# 人民幣擴闊匯率波幅具三重意義

內地央行上週六宣佈，自4月16日起，銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度由0.5%擴大至1%。從央行通知可以看到，擴大人民幣匯率波幅主要基於中國外匯市場發育逐漸成熟，交易主體自主定價和風險管理能力日漸增強，為適應市場發展的要求，促進人民幣匯率的價格透明度，增強人民幣匯率雙向浮動彈性。

人民幣自2005年後首次擴大浮動幅度。最近幾年，人民幣對美元總體呈現單邊升值態勢，2005年至2011年年末，人民幣對美元匯率累計升值31%，但今年人民幣單向升值的趨勢有所改變。從去年9月份開始，在香港市場無本金遠期交割 (NDF) 開始雙向波動。

筆者相信主要原因在於人民幣對美元在中國GDP增速低於預期的背景下貶值，所以擴大匯率波幅意味著人民幣匯率告別單向升值走勢，或等於向世界宣佈人民幣單邊升值的趨勢已經終結，人民幣將進入真正雙向波

動的新時代，所以央行此舉具有重要象徵意義。

另外，加大匯率浮動區間可以增強經濟體的發展彈性，長遠來說的而且確有利於宏觀經濟的平穩運行，但筆者認為人民幣結束單邊升值，代表貨幣供給增速下降，人民幣資產將會面臨重新估值，房價等固定資產投資有機會因此而下跌。

筆者預期中國將繼續開放資本賬，這意味着如果央行希望保持貨幣政策的獨立性，那麼必須允許人民幣匯率更加浮動，而央行就

不用通過市場大幅收購外匯，並可以更多地通過市場發揮調節作用，操作壓力減少之後，宏觀調控的自主性就會得到提升。面對今年複雜的經濟環境，央行將有更多空間進行調控，但同時亦代表中國外匯管理局的考驗才正式開始。

人民幣交易區間擴大，加上中國貿易順差開始不斷減小，將使中國貨幣政策更加獨立，有助於人民幣國際化。最終人民幣匯率可以在國際匯市中形成自由浮動的機制，創造未來資本賬下可兌換的條件，更為人民幣自由兌換鋪路。擴大浮動幅度另一方面有助於打消國際資本對人民幣升值的強烈預期，同時也為資本賬戶開放打好基礎，為實現自由兌換的浮動匯率目標奠定基礎。

人民幣交易區間擴大，變相匯率存在雙向波動風險，故貿易企業需要具備更靈活控制外匯風險，從另一角度來看，市場上急需避

險相關外匯衍生產品。在2011年中國經常性帳戶佔GDP的比重已經達到2.8%，小於3%的國際公認標準。也就是說在國際收支和貨物貿易上，中國已經接近基本平衡，所以人民幣匯價亦接近均衡水平。

另一方面，美元、歐元、日圓、英鎊等主要貨幣因本國債務沉重，同時量化寬鬆至使其貨幣可信度大減，中國可藉相對穩健之經濟可吸引外資增持人民幣，為日後使人民幣成為國際儲備貨幣鋪路。所以中國應把握時機加快推行人民幣匯改，以加速其國際化步伐，是次人民幣匯價擴大波幅，可以令人民幣匯價更透明化，更反映市場價值，增加人民幣認受性。



分析認為，擴大匯率波幅意味着人民幣匯率告別單向升值走勢，或等於向世界宣佈人民幣單邊升值的趨勢已經終結。

新華社

筆者預期，中國應繼續增加人民幣流出流入中國的管道與規模，除香港之外，新加坡、倫敦等亦會爭取成為人民幣離岸中心，香港實要把握其先天優勢，增加人民幣投資產品的種類，吸引人幣及在港投資，進而拓展成為全球主要人民幣離岸中心。

## 人民幣波幅擴大 好處遍各界

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

中國對於放寬外匯管制的步伐明顯加快，除加快了合資格境外機構投資者 (QFII) 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，最近亦決定新增合資格境外機構投資者的投資額度500億美元，使總投資額度由目前的300億美元大幅增加至800億美元，加強了海外資金進出中國金融市場之彈性。

於上週六 (14日) 人行更宣布加大人民幣兌美元的匯率波幅區間；從周一 (16日) 起，銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度由0.5%擴大至1%，即每日外匯指定銀行為客戶提供當日美元最高現匯賣出價與最低現匯買入價之差，不得超過當日匯率中間價的幅度由1%擴大至2%。

對上一次人民幣調整波動幅度已是約5年前的事；於2007年5月，人民幣兌美元的匯率波幅區間由0.3%擴大至0.5%。人民幣匯率波幅擴大，對各界亦有不同程度的好處，對擁有海外業務的內地企業而言，人民幣的每日可容許的波幅增加，亦即企業的潛在兌換風險增加，企業對於對沖人民幣波動的金融產品需求將增加，有利中國相關的金融業務發展；另一方面，這亦間接鼓勵企業於外貿中，使用人民幣作

結算，減低兌換風險，有利於人民幣國際化。

### 升值預期降 利好內地出口業

此外，人民幣自2005年匯改以來，除期間因金融海嘯而短暫停止外，每年兌美元最小均升值2%，惟今年初至上周五 (13日) 卻處於橫行狀態，未見上升，加上近期中國經常賬順差有減少趨勢，資金流入的速度有所放緩，在這種情況下，人行擴大人民幣匯率波幅，被市場解讀為人民幣匯價已趨近其均衡水平，而升值預期下降，將會有利內地出口業。

對於中國本身，人民幣匯率波幅擴大除了是人民幣步向自由兌換的過程外，亦可舒緩國外，尤其是美國對人民幣的升值壓力。過去，西方國家一直指控中國壓低人民幣匯價，而美國今年將會舉行總統大選，為了爭取選票，候選人可能會再次提出人民幣匯率問題，並要求人民幣匯率加快升值。

然而，人民幣匯價波幅擴大，匯率機制持續改革，市場參與者持續增加，將可減輕西方國家對中國人民幣操縱匯價的指責，令中國與西方國家之間的博弈取得優勢。

中國進一步增加人民幣匯率的彈性，推動人民幣於國際上的使用已是大勢所趨，人民幣將會逐漸被其他國家納入為儲備貨幣之一，而人民幣於國際舞台上的影響力亦不斷增加。

## 中國經濟新紀元面對的問題

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶琪

現時世界經濟大致上受美國貨幣政策、歐債救援機制，以及歐盟國家的經濟前景、稅基管轄權及義務等政策所影響。可是筆者認為，當中影響世界經濟發展最遠的應算是中國經濟持續發展及再平衡等問題。

首先，在中國有待脫貧的總人數仍是世界之冠，貧窮人數的發展空間和基數仍然巨大，但要人口紅利正大幅減少，需要受照顧的青幼及老人負擔則減低。

其次是匯改將為大眾消費和信貸的行為模式上帶來巨大轉變。當貨幣持續升值，理論上自然全民皆富，然而經濟驅動模式也須從外銷轉為內需。

最後的問題是：中國是否已準備妥當？可惜答案是否定的。因為國內貧富不均，教育水平存有差異，省市政策不協調，經濟模式並不完善，無法承受匯改和大量熱錢的衝擊，若難以控制大量熱錢湧入，勢必令中國陷入一個比日本更大泡沫、更深遠的衰退，直接影響社會穩定。中國雖然有着自己獨有的經濟模式，但日本、韓國和新加坡的經驗仍很值得中國借鏡。

### 社會協調和均富是本質

一言之道，匯改是催化劑，社會協調和均富是本質。催化劑只能放大本質的影響，而不能改變本質。但匯改是必須實行的，完全不是因為國際間的壓力，而是中國自身的需要。由於低成本的勞動力和出口型經濟主導的發展，因而定立貨幣政策一直以來是為了人民得以就業。

所謂的保增長就是利用金融政策、信用額和行政手段去保持出口增長近三十年。中國刻意地控制匯率是為了維持出口競爭力，同時匯率不平衡的隱性損失(Dead Loss)，卻不易讓國民體會到。例如：人民幣兌美元的匯率波幅被控制在一定區間(即某程度上與美元掛鈎)，當美元貶值而引發通脹時，內地通脹壓力更甚，於是人民銀行便調高存款準備金。可是，調高存款準備金其實是抑制供方，而不是求方。於是在國內通脹壓力更大，及銀根緊缺下，苦的便是新生企業、創業者、民企和落後產能。

如要壓抑求方，只有加息才可以發揮效用，但當最大問題是：中國家庭本來便善於儲蓄，加息只會令儲蓄率過高而又相對地壓抑居民消費。更甚的是由於國民儲蓄額過大，國內又難找到低風險的投資項目，人民銀行更將國民儲蓄投資美債。舉例，人行支付國民5厘息，卻只收取美債1厘息，之間的4厘息差額便是筆者所謂的隱性損失。用平民的說法便是：為了有工開，只要接受發達國家所付給中國勞動人口的超低人工，也要出賣血汗。

表面上筆者在談貨幣政策，但如前所述，這不過是催化劑，是果而不是因。中國經濟結構要成功轉型，大前提是必須維持一定程度的就業率 and 生產總值 — 內需取代外銷。如果國民收入不均，貧富差距過大，刺激內需就很容易大幅推高高端消費品的價格，從而拉動基礎日用品的價格和通脹率。一旦現在落實了匯改，必然將社會矛盾放大，引來社會不安，甚至引起政局動盪。所以在刺激內需、匯改和就業之前，必先平衡和促進社會均富。國策當中的機遇之大，在社保、醫改、保障房、集中加快三、四線城市發展等方面，筆者將在下一回分解。

## 孩子需要有「自己的錢」概念

中銀國際證券執行董事 雷裕武

在消費世界中，小孩子絕對是非常特別的一群。他們雖沒有賺錢的能力，但消費力倒卻不容忽視，所用的全都是來自父母長輩的；倘若父母容讓他們一直做「伸手黨」，沒有讓他們認識金錢的真正意義，或培養他們「自己的錢」的意識，對孩子們日後的理財能力和金錢概念將帶來莫大的限制。

到底什麼是「自己的錢」？媽媽們或會很清楚，當使用自己的信用卡和丈夫的附屬卡購物，感覺應該完全不一樣，用自己的錢往住會多點考慮。其實，當父母把金錢給孩子，這金錢便屬於孩子的，然而，主權往往沒有被清楚確認。若孩子對金錢有了「主權」的概念，他們定會好好地珍惜保存，甚至謹慎地管理和運用自己的錢，這是理財教育的重要一環，對建立日後的理財能力有實質的幫助；倘若他們認為金錢是來自父母的，既然得來容易，所花的也不會特別珍惜。

部分父母或許擔心，培養孩子有了「自己的錢」這概念，或會令他們變得自私，過於看重自己所擁有的，甚至不願與人分享。其實不用過分擔心，這看似「自私」的表現，只有孩子對擁有自己東西存在佔有的自然反應，代表他們緊張自己所擁有的，是正常不過的舉動；例如孩子往往不大願意與人分享自己的玩具，而家長往往會威逼利誘要他們就

範，美其名為鼓勵他們學習分享，說到底，孩子不願意分享玩具是原始的人性表現，正正是由於「這是自己的」這概念，繼而努力保護「自己的東西」，當然，也更大可能是他們的玩具曾在以往分享時被弄壞了，令他們產生戒心。

事實上，讓孩子感到擁有自己的東西及金錢並非壞事，藉此可以培養他們一種維護財富的天生使命感；同時，他們也可以運用金錢去滿足一些個人的慾望，例如我的孩子會利用零用錢購買自己深愛的拼圖、小說讀物，也曾試過在他累積時主動要求乘坐的士，並願意分擔車資等。

當然，我們不能一開始便讓孩子管理自己的金錢，當中必然經過一些學習和錯誤的過程，也只有透過犯錯才會加速學習的進程。給予孩子零用錢是好的開始，他們可以由小量金錢開始掌握實踐理財的要訣，家長必須準備在適當的時候將「支配權」下放給孩子，讓他們自行作主。還有，家長應扮演只是從旁給予建議的角色，或在必要時提供指引。這一步是必須經過的，越遲實行，出現的反彈力將會越大。

每年的農曆新年也是孩子學習理財的好機會，若孩子們年幼，對金錢的觀念淡薄，也沒有消費習慣和能力；紅包對他們只是一份禮物及祝福，家長不用過度擔心他們會肆意花費；相反，若孩子漸大，開始有消費慾望，家長便要把握時機培養他們確立「自己的錢」的概念，並鼓勵他們思考如何有效運用金錢，這便轉化為難得的學習和實踐機會。

## 匯率變幅擴大不等於停止升值

中銀香港發展規劃部高級經濟研究員 張穎

中國完善人民幣匯率形成機制的核心是，進一步增加人民幣匯率彈性，讓市場在人民幣匯率形成中發揮更大的作用。人民幣匯率彈性的增加可以體現在兩方面，一是參考一籃子貨幣調整人民幣對美元匯率，增加人民幣對美元中間價的彈性和變動幅度，保持人民幣實際有效匯率的相對穩定；二是擴大人民幣匯率的每日交易波動幅度，包括人民幣對美元和非美元貨幣匯率的每日交易波動幅度。

理論上，一種高估或低估的貨幣匯率在向均衡匯率回歸的過程中，越接近均衡匯率狀態，雙向波動性會越顯著。實際上，自去年第四季度以來，離岸市場上已經形成較明顯的人民幣對美元匯率雙向波動的態勢及其預期，且持續的時間較長，浮動的範圍也較靈活。

近期在岸市場人民幣對美元中間價的變化幅度已經有所放大。今年前兩個月，人民幣對美元中間價升值0.14%，較去年同期升值0.72%的速度顯著放緩；且每日中間價的變化一般不超過60個基點。自3月份以來，人民幣對美元匯率凸顯出彈性增大的特徵。在至3月20日的14個交易日中，每日中間價變化幅度超過100個基點的就有5個交易日，為2005年7月匯改以來所罕見。即期市場的每日交易波動幅度也有所擴大，但尚未超過0.5%的波幅。

人民幣對美元中間價的變幅擴大，可以理解為央行向市場釋放增加匯率彈性的信號及測試市場反應，市場預期央行可能很快將人民幣對美元匯率的每日交易波幅擴大到中間價上下各0.75%-1%。隨着人民幣行在外匯市場中的參與和干預程度逐漸、有序地減弱，未來人民幣對美元匯率中間價的變幅擴大將可能成為趨勢和常態，人民幣走勢將主要取決於外匯市場供求關係，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。

### 仍存在緩慢升值的空間

人民幣對美元匯率雙向浮動彈性的增強並不等於人民幣停止升值，這主要取決於以下因素。一是中國經濟增長表現仍然較佳。儘管歐債危機導致中國的出口放緩，外貿順差可能繼續減少，中國今年的經濟增長目標也調低至7.5%。但根據國務院「十二五」規劃，將會培育7個新興產業的發展，有助吸引外國直接投資流入；隨着各項擴大內需政策的貫徹落實，最終消費對GDP增長的貢獻會有所提高；加上中國的財政相對穩健，外匯儲備雄厚，有足夠財力保持經濟平穩增長，國際貨幣基金組織(IMF)預計，2012年中國實質GDP增速仍可達到8.25%，仍是世界經濟增長的領頭羊。(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》，四之三)

## 廣州十年城建之啟示

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師 張宏業

因為人文地緣的關係，香港人素來跟廣州結上不解之緣！香港與廣州都是南方大都會，無論生活習慣、語言使用和飲食行為大致相近。在回歸之前，香港有着廣闊的國際性接觸，慢慢發展成為國際金融和服務業的大城市，將製造業有序地搬入珠三角地區，從而支持香港的經濟發展。

但自從鄧小平南巡推行開放改革後，並以沿海四大特區「以先行、以先試」方式發展，在短短20年間，整個珠江三角洲已悄然從工業生產基地轉身到第三產業重點地區。陳建華代市長於今年廣州市兩會的政府工作報告中指出2011年結束的五年間，經濟實力大幅提升至地區生產總值12,380億元是2006年的1.8倍；結構調整步伐加快，三次產業結構由2006年的2.1：40.2：57.7調整為2011年的1.6：36.9：61.5，以服務經濟為主體的產業結構特徵更加突出。

按國際上公認標準，如服務業佔GDP比重超過60%，廣州市已正式進入「服務經濟」發展階段，這對房地產品種的需求起着根本的關係，明顯地辦公室和店舖的前景會被看高一線。在廣州自改革開放約20年後，本地的開發商從商品住宅贏了「第一桶金」，紛紛轉戰商業地產去搶佔先機。2006年，珠江新城商業用地折合樓面地價約4,000多元/平方米，傳媒紛紛以「地王」名稱報道，成為一時佳話。但當2007年開發商拿地「如痴如醉」時，廣州市一天內出現了三塊地王，當中白雲區的樓面地價更達18,800元/平方米，市場瀰漫着一片瘋狂情緒。

地價和房價形成相互推升的關係，開發商將上升後的周邊商品房的收益又再轉回土地市場。2006年至2009年這四年間廣州土地出讓總金額達到約880億元，是2002年至2005年間的12倍。巨額的土地出讓金支撐起廣州的巨大城建開支，地鐵、大學城、琶洲會展中心的一批重點項目在過去十年裡迅速完成，為廣州亞運會建立了良好基礎基礎。但高企樓價的背面也衍生了嚴重的民生問

題。為了壓制這匹「野馬」，政府部門出盡法寶，由2005年的「國八條」，2006年的「國十條」到2010年底全面停止第三套房貸和廣州正式加入限購城市行列，這些手段才累積地漸見成效。根據廣州市國土房管局旗下網頁數據顯示，廣州十區兩市今年首季一手住宅成交面積為169.6萬平方米，同比下降19.9%，環比也下滑5.5%。

房價方面，一手住宅均價為11,694元/平米，相較去年同期微幅下降3%，環比去年第四季則有2.5%上漲，首季出現售樓量跌價升的現象，但情形逐漸受控制下來。廣州市年鑑紀錄的2000年廣州商品住宅均價為4,209元/平米，即十年間商品住宅價格已翻了近三倍。

2012年是廣州市「十二五」規劃開局之年，陳建華代市長開出了一系列漂亮的期票，包括地區生產總值增長11%；全市固定資產投資增長10%；社會消費品零售總額增長14.5%；外貿出口總值增長8.5%；城市居民人均可支配收入增長11%，城鎮登記失業率控制在3.5%以內，經濟前景一片光明！

今天廣州城市名片已變成珠江新城核心區的「寶瓶廣場」，廣場上的西塔於2010年完成已刷新了全市最高建築物高度至432米，但東塔會在2016年竣工後，廣州將出現530米高的摩天大廈。這群建築物的順利完成標誌着廣州進入國際級都會的行列，向世界五百強企業招手進駐。廣州的十年「城變」說明經濟的起飛拉動城市的迅速冒起，當基建和載體的完滿落成又反過來推高經濟發展再上一層樓。香港特區政府正銳意開發東九龍舊機場計劃，希望可以建立全新的商業、金融、旅遊、文娛綜合區；廣州的珠江新城成例子有否給特區政府任何啟示，如分區開發先將較成熟的地段賣出去支撐未來開發資金，積極爭取主辦大型運動會和展覽會去提升城市品牌會令融資較容易、詳細的三維空間設計可以充分體現土地價值等等。

筆者希望東九龍重建計劃是新特首施政時可用品，將特區帶入另一個增長期呢！梁候任特首是地產專才，深諳「他山之石」的道理，向廣州和鄰近城市取經也不失是可行途徑啊！