

永豐金融集團研究部主筆  
涂國彬

百家觀點

# 各國增資IMF互惠互利

為確保未來環球金融市場的穩定，二十國集團財政部長上周五(20日)同意為國際貨幣基金組織(IMF)增資，使國際貨幣基金組織更能抵禦可能出現的金融危機。

目前，環球金融市場的風險主要仍來自歐洲，雖然當地債信已下降不少，股票市場亦有回升，但當地經濟疲弱，歐元區整體失業率趨逾10%，使歐元區各國要達到減赤目標以及減輕債務的難度增加，主權債務風險依然不容忽視。

另一方面，當地金融機構的去槓桿化，亦為環球金融市場的穩定性帶來潛在的風險；國際貨幣基金組織最近發表的報告指出，在金融業不斷去槓桿化減低所承受風險的情況下，歐洲大型銀行截至2013年底，將削減高達2.6萬億美元的資產負債表規模，而由於銀行業去槓桿化的方式主要是透過出售證券、非核心資產及減少借貸來達成，因此，若去槓桿化的速度過快，信貸供應過分緊縮，將可能會對歐洲甚至其他地區的資產價格及經濟再次造成衝擊。

此外，部分已發展國家亦有着潛在的債務風險；日本如今已累積的債務已超過當地國民生產總值200%，美國的債務亦達當地國民生產總值的100%，在面臨如此多的不確定性，加上經歷了2008年的金融海嘯及去年下半年的歐債危機後，是次各個成員國對增資的反應較預期為佳，根據各成員國的最新承諾，國際貨幣基金組織獲得增資總額已超過4,300億美元，令增資後，國際貨幣基金組織的整體放貸能力增加一倍。

當中，歐洲國家承諾增資約2,000億美元；日本同意增資600億美元；而新興國家總共亦準備提供約1,000億美元。

歐洲國家及日本增資的目的顯而易見，因為兩者所面對的債務風險均較大，若向國際貨幣

基金組織增資的比例較大，他日真的需要向組織尋求援助時，其他國家反對的聲音應會較少，減少所面對的阻力。

至於新興國家的目的，則可被解讀成爭取加大在國際貨幣基金組織的影響力；事實上，新興國家一直以來不斷爭取國際間的支持，以加強在國際貨幣基金組織的投票權，而早在2010年10月，各國亦已就國際貨幣基金組織的投票權改革問題達成共識，並計劃在今年10月前完成改革，向包括新興國家在內代表性不足的國家轉移6%以上的投票權，但由於仍未取得逾85%的投票份額所支持，因此，該方案仍未能執行。

而新興國家的努力似乎起了一定的作用，國際貨幣基金組織總裁拉加德表示，未來將會繼續推動給予新興國家更多投票權。

向國際貨幣基金組織增資，已發展國家能夠為自己的風險買保險，而新興國家亦能透過此爭取更大的影響力，各方均有好處。



二十國集團財長上周出席國際貨幣基金組織會議，同意為IMF增資。 資料圖片

## 發展實體經濟 成熟債市不可少

時富金融策略師  
黎智凱

由於外需疲弱，近期出現中國經濟軟著陸的論調。有些地區如深圳和溫州等地出現了少見的負增長，加上早前溫總理提出下調中國GDP增長目標，引起各方對如何保證中國經濟實現平穩和可持續性轉型的關注。

### 債市可向實體經濟輸血

筆者認為，長遠要保持經濟平穩發展，其經濟必須減少對投資及外需的依賴，並大力發展實體經濟。而債券市場正就具備向實體經濟輸血的重要功能，而且有利於提升直接融資比重、改善融資結構，有利於擴大企業融資管道，也有利於推動中國利率市場化的整體實現。

從微觀層面看，企業債券市場的發展有利於拓寬企業資金來源管道，建立企業的主動型融資管道。從宏觀角度來看，債券市場的發展可為公營及私營機構提供除銀行及股市以外的管道，籌集較長期的資金。另外，企業債券的發展促使金融市場的交易工具更為豐富，吸引更多的投資者參與。從投資者角度而言，債券市場能夠為他們提供有關經濟狀況的重要資料來源。股市指數是當前市場信心的重要指標，如果息差擴大，就表示市場認為長期信貸風險正在增加。這是一個正常的健康警報。

2011年，中國實體企業通過債券市場的融資額達到1.4萬億元人民幣，佔社會融資總額的10.7%。越來越多的企業正在通過債市來解決資金的需求，但中國債券市場也依然存在法制不成熟、債券產品單一等問題阻礙了市場發展。

### 消除政府隱性擔保助發展

現時中國市場上的債券或多或少都有政府隱性擔保，所以即使企業整體資產質素不理想，從收益率上

也難以反映出其實質的信用風險。所以對於中小企業發行私債，對投資者而言更多的是關注其風險能否有效衡量的問題。現時，中國市場上還沒有真正意義上的違約率出現，中小企業私債的發行，如果真能達到消除政府隱性擔保的話，將對債券定價更為有利，對債市的長久發展是好事。

現時公司需要融資，主要透過發行股票、公司債券和銀行貸款。債務過高會增加公司的流動性與破產風險，債務過低則表明資金運用效率偏低。但目前，銀行體系在中國的融資結構中依然佔據支配性地位。相對起股票市場、銀行貸款等融資管道，發行企業債券程式複雜，成本高昂等因素使內地公司基本上不會考慮以發債作為融資管道。

目前中國企業債券的交易場所只有深滬兩市的交易所，每天僅成交幾十萬元，企業債券的交易年換手率僅為0.23，遠低於國債交易2.1和股票交易1.92的換手率。由於流動性不足，為了補償投資者，企業債券的發行利率都普遍較高，亦同時代表企業通過債券市場融資的成本高昂，阻礙了內地債券市場的發展。

### 亞洲金融風暴為前車之鑒

成熟的債券市場亦有利中國應對金融危機。中國現時增長仍依賴外圍需求及直接投資，但企業的融資需求主要來源還是倚賴股票市場和銀行體系，而且主要還是短期資金，一旦銀行收縮信貸，出現流動資金異常緊縮的情況，股票市場崩潰，信貸市場收緊，投資者將會撤走資金，造成資金斷裂之連鎖反應，引發經濟危機。

前幾年的亞洲面對金融風暴，部分原因是亞洲未能建立一個強勁穩健的債券市場。雖然亞洲增長率高，儲蓄率更超過當地生產總值的30%，而且幾乎完全沒有財政赤字，但亞洲卻由於私營機構過度借貸，而融資管道亦集中於銀行及股票市場，而陷入了有史以來最嚴峻的流動資金危機。

(筆者為證監會持牌人士)

## 稅改——中國經濟變速器

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶璘

上周說到貨幣政策不過是經濟結構轉型的催化劑，如中國經濟結構要成功轉型，大前提是必須在維持一定程度的就業率 and 生產總值，利用內需增長取代外銷市場。可是，如果要達到國民均富，避免放大社會矛盾，就必須先促進社會均衡。這國策當中的機遇很大，包括社保、醫改、保障房、集中加快三四線城市發展等，並同時刺激創新科技產業，加速海外併購和稅改。

筆者想先談稅改這個大命題。中國「萬稅」是人所共知的，但稅收背後卻有三重意義。首先是像美國一樣，稅基能突顯在財富上的重新分配。富人交重稅，低收入人士免稅，貧窮線下人士享有社會福利。可惜社保卻不像美國一樣完善，漏洞很多，並且支付額大但投資回報率低。再者國內投資項目風險高，有長線發展潛質的產業不多，而投資國外資產不但政治敏感，而且不論在海內外均遇到很大阻力。美國社保的成分包括國債、州郡債、市政債及企業優先債等。相對地，中國債券市場的規模較細，流通量低，省市的財政不透明，又缺乏優質的企業債。如要發展債市，中國證券業及債券中介商必然有很多發展空間，而信評業、會計業、法律諮詢等亦可作出長遠發展。

### 省市財政協同 改善經濟民生

其次是像歐盟，稅基可突顯財政的管轄權。中國省市之間的財政獨立，但缺乏財政

互補機制。萬一省市出現財困，無論融資成本和集資都會變得相當困難。財政管轄權直接影響地區之間的經濟和民生的協同，而財政協同又須視乎區域經濟(如西部大開發能否持續發展。財政協同為省市帶來醫療體系聯網、互聯網醫療服務等機遇；同時亦可增加人口流動性，有利貨幣的流通。

稅改的最後原因是控制貨幣的需求面。這理念來自奧地利經濟學派，強調稅制改革必須與貨幣增長互相協調，從而更有效地平衡國民收入、信貸需求和通貨膨脹。如現時中國每單位稅收率比美國低十幾倍，除官方稅收外，中國各省各縣均有不同程度的隱性稅收。稅收越多，問題越變得複雜，不單令通脹難以控制，人民對貨幣的需求也會過度熱切，放大了貧富不均的社會問題。

### 可支配收入增加刺激內需

事實上，改革稅基對中國經濟的加速增長及持續發展非常重要。第一，可降低通脹對國民生產總值的敏感度；第二，社會整體可減低淨虧(dead loss)；最後，由於除稅後的可支配收入增加，將刺激消費需求，有利內需增長。如上所述，醫改、社保、西部發展等都是細分項目，最大的改革應來自匯改、稅改和政改。中國有十幾億人口，一切均需要以平穩為核心，穩中求變，一急即亂。中國經濟好比一架汽車，以匯改為催化劑，以稅改為變速器，以政改為發動機，組裝一部真正的超級跑車。

(中國經濟新紀元面對的問題·之二)

## 培養下一代投資概念

中銀國際證券股票衍生品部執行董事  
雷裕武

過往孩子理財教育着重灌輸儲蓄致富的概念，從中讓他們認識積少成多的力量。時移勢易，這概念在現代已不合時宜；在目前低息環境下，銀行利息遠低於通脹，要靠每月儲蓄致富談何容易，單靠日常儲蓄達置業首期更是天方夜譚。因此，孩子也需要認識一些讓錢保值和增值的方法，若能掌握投資概念，自然「快人一步，理想達到」。

### 先儲蓄後投資 入場可買盈富

我一向鼓勵大小朋友儲蓄，作為理財的第一步，並以此為習慣，但絕非盲目地做，目標是儲存「第一桶金」後，便盡快開始投資，因為只有投資才能使人人的財富慢慢滾大，這與單把金錢放在銀行定存不能相提並論。讀者或會問多少才算是「第一桶金」？不同人有不同定義，無論如何，我認為，這筆金額雖不至於天文數字，也必須足夠能讓讀者開始參與投資，例如投資藍籌股票，一般街坊或認為匯豐銀行是不二之選，但一手股份的成本動輒兩萬餘元，非大小朋友一朝一夕所能積蓄而成，相對一手盈富基金的成本大約才為一萬元(註：盈富基金屬本地上市基金之一，表現追蹤恒生指數，與直接買入一籃子藍籌股的效果相若)，市場上有不同投資選擇，投資者必須量力而為以作決定。

即使讀者已有足夠彈藥，也切忌盲目地衝入投資市場，宜先了解自己的投資取態和風險承受能力，對投資項目要有基本認識，以及留意市場情緒氣氛，多了解及多比較後才作投資；否則往往得不償失，整項投資或會化為烏有，年青人或學生們更應有成年人從旁引導。

### 親子投資股票 增進雙方溝通

還記得近期某次家長講座中，有位爸爸問何時才是教授孩子投資概念的好時機？其實，我認識不少父母早已開始替孩子投資每年新春的利是錢，購入一些藍籌股以圖增加回報；當然，不少也期望下一代能一同參與投資，使他們早點認識市場運作。說到底，父母們也不用

過分擔心，這一代孩子吸收新事物的機會遠較我那一輩為多。據了解，孩子在校內的通識課應有機會涉獵有關投資的議題，為人父母的便可在適當時候引導他們。我建議父母可先選定數隻表現穩定而業績優良的藍籌股票，鼓勵孩子閱報上網做分析，然後由他們提議如何把金錢投放，這樣可讓孩子在遊戲中學習，更可增加雙方的溝通機會。

在芸芸本地散戶可接觸的投資項目中，股票投資可算是最普及的，以及透明度高，親子學習也可以此作為了解投資的起步點。有說股票屬高風險類別的投資項目，一般散戶不宜參與，我並不完全認同。事實上，本地有上千隻不同種類的股票可供選擇，當中有業務穩健的藍籌股，也有業務發展中的增長股，還有一些炒味濃烈的消息股等等，投資者可因應自己的投資目標、持有時間和風險承受程度決定，當然，投資前「多做功課」更不能少，否則便要有「交學費」的心理預備。記得股神巴菲特曾說過，「投資股票不難，永遠要記住兩條準則：第一，不能虧錢，第二，永遠不能忘記第一條準則。」因此，風險管理是投資的重要課題，不能掉以輕心，日後有機會再作探討。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)



筆者建議父母選定數隻表現穩定而業績優良的藍籌股票，鼓勵孩子做分析，並提議如何把金錢投放，讓孩子在遊戲中學習，亦增加溝通機會。 資料圖片

## 中國零售地產前景光明

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

在最近全國兩會期間，溫家寶總理明確指出全國商品住宅房的宏觀調控房價力度不會放鬆，因為措施已初見成效但仍要持續使情形受控而慢慢安全著陸。開發商從幾年前不太相信調控政策會持續到今日開始接受，一些實力不強的地區性開發商更走上結業的絕路。面對商品住宅的成交量持續下跌和一些房價太高的二三線住宅市場出現價量雙縮的嚴峻局面，全國性已上市的開發商開始將部分投資有序地轉向非住宅市場，尤其以零售和辦公物業為主，將每年的收入部分源自自有投資性物業。改革開放30年後，中國人民生活水平逐漸提高，收入大幅提升令購買力增加，各種產品的需求爆發出來，全國出現了零售行業大景氣現象。

### 發展商「移情別戀」商業地產

回顧2011年房地產行業數據便可見一斑了！2011年，全國房地產開發投資61,740億元，比上年增長27.9%，其中辦公樓和零售用房分別投資了2,544億元和7,370億元，同比分別增長40.7%和30.5%，均高於開發投資平均增長率。今年首2個月的5,431億元總投資額中，辦公樓和零售用房佔去253億元和722億元，同比增長31%和42.5%，尤其以零售物業增幅驚人！其他的2011年房地產主要指標如房屋施工、新開工和竣工面積及商品房銷售面積和金額，非住宅樓尤以零售物業的增長率都高於整行業的均增長率，這說明無論施工、開工、竣工和銷售面積及單價，非住宅物業的表現都優於住宅類，開發商「移情別戀」去商業地產的路向非常明顯。這個情形於今年首2個月仍然繼續，並有擴大的情形。

如果大家回顧過往11年的零售物業投資額，可以發現其增幅驚人。從2001年投資完成額的755億起步，到2006年的2,353億，彈升到2010年的5,599億及至2011年的7,370億元，這11年來增長約九倍，年增長都在10%以上。在全國零售物業市場中，仍以東部地區佔上最重要地位，比重在50%以上，東部地區尤以北

京、上海和廣東佔據了大部分。筆者以廣東省三大主要城市廣州、深圳和珠海詳細說明零售物業市場發展情形。

### 消費力引爆 零售物業增長勁

2011年，三地生產總值分別為廣州的12,380億、深圳的11,000億和珠海的1,410億，均增長於10%上。三個城市人均收入去年也錄得9%至12%增長，廣州和深圳人均收入已突破30,000元大關。最能體現市民消費能力的社會消費品零售總額則差別頗大，依次排列是珠海的2,123億、深圳的3,528億及廣州的5,220億，全部都增長16%以上，這相比生產總值和人均收入的增長還要快速，表明市民的消费能力增長超越收入水平，在經濟發展向上的國家，這種「消費先於經濟」的模式是可以接受的。消費力的引爆指向未來10年中國房地產尤以位於發達地區的零售物業增長快速，無論租金和售價都會領先大市表現。中央政府面對歐美各國經濟放緩使出口額有所下降，擴大內需達到維持未來經濟持續成為不二之選。

零售行業的持續發展逐漸於各城市形成重點商圍，如廣州市的天河商圍、北京路商圍及上下九商圍和深圳的羅湖商圍、深南大道商圍、福田中心商圍和南山商業文化中心商圍，這都因當地的歷史、交通、地形和市民消費習慣長期形成的。市場參與者必須要確定不同商圍的特質如行業、消費能力、發展方向和重點建築物，去選擇消費和開業的理想位置。相對而言，珠海的商業氣氛較淡，市級商業中心只有兩個，分別位於主城區的吉大景山路和拱北迎賓路與蓮花路一帶。讀者只要親身去每個商圍逛街，便容易分辨出各商圍大小、強弱、特質和主要行業，以便經商和消費。

### 購舖投資外 吸收租股內需股

各位讀者除了購入店舖為長線投資外，也可以投資於香港上市的物業投資公司和內需公司股份上，但必須翻看其公司年報資料，以確定其零售物業位置、總量、區分量和面積，考量一下未來收益潛質去決定投資目標！