

外匯基金投資多元化

香港金融管理局總裁 陳德霖

百家觀點



財政司司長曾俊華先生昨天在網誌談及，外匯基金自2007年起開始進行投資多元化的思路和策略。現在我想進一步補充過去幾年金管局為外匯基金進行投資多元化的工作。

隨著傳統資產類別(主要為先進經濟體的債券和股票)的投資回報率有逐年下調的趨勢，波幅卻開始上升，而本地通脹的壓力亦不斷升溫，為了維護外匯基金的長期購買力，財政司司長在2007年要求金管局為外匯基金投資多元化作出研究。金管局的研究顯示：與安全度高及流動性高的傳統資產相比，一些新資產類別即使流動性較低和風險較高，但卻能提供較高的中、長期回報。

假若外匯基金將適量的新資產類別加入原本只有傳統資產類別的投資組合，應會產生一些協同效應，從而提高整個投資組合的中、長期回報率。即使整體投資組合回報率的波幅或會輕微增加，但因為這些新資產類別的回報與傳統資產類別的回報兩者的低相關性(low correlation in returns)，所以經風

險調整後的整體投資回報率(risk-adjusted return)應會有所提升。而財政司司長在諮詢外匯基金諮詢委員會及其轄下投資小組委員會後，同意由金管局開展外匯基金投資多元化的工作。

金管局經過一年多的籌備，在2008年中首次以外匯基金投資於新興市場債券，並於2009年初作出私募基金投資。其後我們逐步將投資擴展至其他新資產類別，包括新興市場股票、房地產，以及人民幣資產。截至2011年底，外匯基金新資產類別的投資總市值為836億(港元，下同)，按資產類別分列如下：新興市場債券及股票281億；私募基金298億；房地產44億；人民幣資產(包括債券及股票)213億。

在外匯基金進行多元化投資時，金管局參考了其他大型機構投資者或財富基金的營運

模式，並且聘請具有豐富經驗的專門人才協助，訂定嚴謹的投資政策、規則和程序，以及風險管理措施。同時我們亦在實際項目投資時聘用相關的金融、稅務及法律專家顧問，按部就班地開展這些投資項目。外匯基金在作出每項投資前，均需進行嚴謹的盡職審查(due diligence)，以及由我主持的內部委員會審批每個投資項目。金管局亦會定期向外匯基金諮詢委員會及其轄下的投資小組委員會作出匯報。

新資產類別大部分是中、長期投資項目，在孕育期的回報往往會較低及較為波動。以房地產投資為例，每次購入新物業都會牽涉一定的前期開支(包括稅項、諮詢及法律費用)，會拉低當年整體房地產的投資回報。目前外匯基金已購入數個優質海外物業，平均的租金收入回報為5%-6%。

我們當然亦希望這些投資物業長遠也會升值，為外匯基金帶來額外的資本收益。在私募基金和房地產基金方面，一般而言投資經理需要3至5年才能夠全數使用承擔額作出項目投資，而私募基金一般在6至8年左右才開始出售已投資項目套現和開始分派收益給基

金投資者。因此，雖然基金經理會定期為持有的投資項目進行估值，但真正的回報和收成，起碼要好幾年的時間才能實現。

外匯基金投資多元化的工作只開展了數年，不宜過早對其投資收益表現下結論。儘管如此，自2008年開始投資於新的資產類別以來，至今的投資進行順利。來自私募基金及房地產的投資，由起初至2011年底為止的綜合內部回報率(Internal Rate of Return)1，以年率計約為9%。我們在新興市場的債券及股票，連同人民幣資產方面，亦錄得不錯的回報，以年率計亦達7%。整體而言，外匯基金新資產類別由開展至2011年底的綜合回報，明顯



金管局經過一年多的籌備，在2008年中首次以外匯基金投資於新興市場債券，並於2009年初作出私募基金的投資。

超越同期一般以傳統資產組合的回報。金管局會繼續小心謹慎地推進投資多元化的工作，並參考累積的經驗，不時檢討和調整投資多元化的策略和營運方式，以達到中、長線提高外匯基金回報的目標。(文章較長，本文有刪節)

歐洲政局動盪 政策趨暖惹關注

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

希臘總統及三大政黨於昨日舉行的會議，未有令人太意外地以談判破裂收場；而希臘總統辦公室於周一表示，將與三大政黨以及希臘民主左翼黨舉行新一輪談判，然而，在左翼聯盟堅持反對緊縮方案的態度下，市場對新一輪談判亦不抱持厚望。

希臘重選國會的可能性持續上升，市場擔心該國最終可能推翻緊縮措施的承諾，引發違約事件甚至脫離歐元區；近日各機構官員紛紛發表言論，一方面讓市場對希臘「脫歐」作出更充分的準備，而另一方面，亦向希臘人民提出強烈的警告訊息，指希臘脫離歐元區將會更為困難，意圖讓希臘人民支持緊縮方案。

其中，德國央行行長魏德曼表示，如果希臘清楚不能遵守救助協議，將可能失去財政援助，又指以為希臘退出歐元區可以解決債務問題的想法過於簡單。另外，歐盟經濟事務專員瑞恩則表示，希臘是否留在歐元區將由希臘人民決定，但強調歐洲已可以更好地抵禦希臘「脫歐」的衝擊，相比之下，退出歐元區對希臘自身的打擊更大。

希臘受民眾意向影響難預測

可以說的是，現時希臘的情形，較受到民眾意向的影響，而相對於由政府及政黨進行討論，民心的變化往往更受情緒影響，亦更難預測。然而，話說回頭，雖然德國及歐盟目前仍擺出較為強硬的姿態，但歐洲不少國家深陷衰退之苦，對緊縮措施的反彈亦越見強烈，多國爆發反緊縮示威。

事實上，除了希臘之外，早前法國總統大選中，支持財政緊縮的薩科齊落選，而主張放鬆預算規則的社會黨人奧朗德當選，毫無疑問，作為歐元區核心國之一，法國政府的取態，對歐元區的影響力遠非希臘可比。



希臘危機持續困擾歐元區。圖為歐盟和希臘國旗。

德國出現較大反對緊縮聲音

而值得注意的是，德國總理默克爾力主的緊縮方案，除了在歐元區其他國家遭到阻力，在德國國內亦開始出現較大的反對聲音；佔德國選民人口六分之一的北威州(Nordrhein-Westfalen)，因州政府無法通過預算案，於剛過去的周日提前選舉，而選舉結果顯示，默克爾所領導的基督教民主聯盟大敗，支持率跌至二戰後的新低，而偏左的社會民主黨則勝出。

左派在德國最大州份勝出，對德國政府向外堅持緊縮政策的態度，無疑有一定影響；歐元區出現政策調整的機會正在增加，未來有可能逐步把政策重心，從嚴格的緊縮，過渡至節流與經濟平衡。而事實上，過去幾個月，歐洲股市持續疲弱，除了希臘債務危機外，歐洲整體經濟疲弱，才是主要因素。

值得注意的是，面對歐洲政局的動盪，雖然上週環球股市大多向下，大宗商品亦普遍下跌，但德國、意大利及西班牙股市卻是「逆流而上」，某程度上，這顯示歐洲資金對希臘動盪局勢並未擔憂，反而憧憬政局的變化有利於推動歐元區採取更緩和的政策，寄望經濟恢復增長。

希臘離開歐盟只是遲早事

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璦

早前的希臘國會選舉，無一個政黨取得國會過半議席，所以國會須籌組聯合政府。現時最大政黨已宣布組黨失敗，而第二大黨的政綱又過於偏激，相信德國和歐盟必然反對。雖然第三大黨的政綱主體與第一大黨相近，但是筆者並不寄望希臘國會因而會組黨成功。即使組黨成功，執政期亦不會長久。

若然如此，希臘國會有可能要被重選。希臘選民和政界在落實財政緊縮的承諾方面，表現得很不合作，令至今仍在為希臘提供數千億歐元援助的歐盟失去了耐性。最近幾天，從歐洲央行到德國等主要歐元區國家，政界領袖們又一次嚴肅認真地公開討論希臘退出歐元區的話題；而民間對於歐元區可能很快有成員國退出的預期也持續升溫。

最主要是歐盟各國開始意識到長痛不如短痛，長期支援希臘也不可能令其經濟有所改善。預料下個月，雅典方面必須具體落實新一輪的115億歐元的減赤計劃，不然當地養老金開支、維持學校運作所需的國際貸款就會被中斷，最終只能自己印銀紙，即等同退出歐元區。

6月前全球股市可能大調整

六月歐盟將審議下一輪的援助資金，由於時間緊迫，再加上政局混亂，相信環球股市在六月前有較大調整的可能性頗大。在筆者心目中希臘早已違約，還債總額亦大幅減少。如果希臘必須服從歐盟的財政緊縮政策，希臘經濟根本永無翻身之日。

筆者認為希臘遲早需要離開歐盟，相信葡萄牙亦最有可能繼希臘後下一個要被重選的國家。歐盟官員擔心希臘退出歐元區可能會引起葡萄牙、西班牙或其他身處困境的歐元區國家出現大規模的資本外逃。所以歐元不能承受希臘退出歐元區，因為市場明白希臘債務危機背後的影響十分複雜。

法國落實緊縮政策添變數

歐盟堅持在衰退期間削減支出，本身是一個經濟理念，當中沒有對錯，只有可行與否。然而，相信市場真正擔心的是法國新任總統會否令已落實的財政緊縮政策再添變數，還是在緊縮政策上加一個刺激經濟方案。德國顯然已否決就緊縮政策重新談判，但似乎歐洲將出現一個刺激經濟方案的機會越來越高，但希臘能否受惠還是未知之數。

百年辛亥話武漢

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

去年是武漢市慶祝百年辛亥的重要年頭。武漢確實在現代中國歷史上站着重要的位置，昔日的革命發祥地今日已成為華中地區的政治、經濟、文化中心。走在長江的沿江大道上，你們以為自己回到二十世紀初的年代，夾道兩旁是古老的建築物，處處散發着昔日外國的租界情景。近十年武漢發展驚人，幾條長江大橋展開雙臂將無數車輛和行人送往兩岸三鎮地區，令武漢三鎮每天都車水馬龍，生意盎然！

記得筆者大概廿年前首次涉足武漢進行武漢鋼鐵總公司申請來港上市發行股票的整體評估工作。武鋼公司身處武昌青山區，與漢口隔長江遙遙相望。武鋼公司規模巨大，儼如一座小城一樣，區內除了不同的工廠區外，還具備商店、學校、醫院、幼兒園、報社、電台、大學、研究院等等。

筆者當年在夏天住下約一個月，才深深感受「四大火爐」之一的夏天晚上的炎熱氣候！武漢人夏天晚上生活有幾個特色，如搬上露天街頭席地而睡，晚上十一時後跑去飲茶、一家大小飯後去上街，穿着背心短褲「談天說地」樂也融融。相比今天，武漢市已躍進一大步，城市建設和經濟發展取得偉大成就。

深廣長武建成5小時生活圈

今年4月1日起，武廣高鐵已通到深圳，今天你可以在深圳北站上車乘約5小時便直達武昌，深廣長武四大城市建成了五小時生活圈，市民可以往四大名城通商、旅遊、文化交流和生活，促成廣東、湖南、湖北三省經濟互補不足，使武漢市因此得以更快地「沿海化」。全國知名房企紛紛入主江城，包括廣州恒大、上海綠地、大連萬達、華潤等等。為這座沿海城市興起現代化的辦公室、商場和高檔住宅大樓。

今年1月初武漢唐良智市長向第13屆人大會議上提交政府工作報告中顯示過去五年內武漢市綜合經濟實力顯著增強。預計2011年地區生產總值超過6,500億元，是2006年的2倍，財政收入1,796億元，是2006

年的3.6倍和社會消費品零售總額2,955億元，也是2006年的2.3倍。

武漢仍保留着工業強市戰略，2011年全市工業總產值達到8,500億元，是2006年2.7倍；汽車、鋼鐵、電子信息、裝備製造四大產業產值均突破4億元，勢頭強勁。因此人民生活持續改善，2011年城市居民和農人均收入分別達到23,720元和9,550元，五年年均分別增長13.9%和15%，反映市民經濟情形持續改善。

如全國其他二線城市，武漢市於2011年推行房地產市場宏觀調控政策，房地產市場仍保持平穩發展形勢，但開發投資增幅回落，而住房成交出現價跌量平的局面。2011年武漢市房地產開發完成投資上升25.2%，房屋施工面積和竣工面積仍然錄得約16%至18%升幅，但新開工面積則同比下降20%，反映出宏觀調控政策已令新投資卻步。

江城發展起步 樓市待提速

轉去分析商品房銷售面積、數目和均價上，前兩組數據均呈現下跌形勢，而均價為6,878元/平方米，同比上漲只達4.83%，明顯地上升勢頭已受控。但單看這個均價的絕對值，讀者會發覺於二線城市中不算高，這與江城發展剛開始提速有着莫大關係！如以購買主體去分析，本市和本省市民佔了絕大多數，分別是47.61%和41.62%，而外省只佔10.72%，境外人士購房更少只有總量的0.05%，反映當地樓價仍以本省市民消費能力主導，使房價仍與其他一線城市有較大距離。

雖然武漢市工業基礎雄厚，但第二、三產業綜合力量仍然落後，說明這些領域外商投資空間較大。因為歷史發展因素，武漢人容易接受外國文化，引入進口的餐飲、服飾、消閒、服務業是商機無限的。再者，武漢市內已發展了不同商業區，如楚河漢街、武漢天地、光谷步行街和正在興建的王家墩中央商務區，全新商貿區歡迎不同大小的企業，如貿易、諮詢專業及科技企業進駐，據估計來漢投資的世界500強企業已達到34家，比2006年增加34家！武漢市正展開雙手準備迎接四方遊客和企業家光臨考察、觀光和居停！

降準備金率對提升經濟效果有限

時富金融策略師 黎智凱



內地央行上週六開始，下調存款類金融機構人民幣存款準備金率0.5個百分點，是今年第二次下調準備金率。

今年前四個月，中國進出口總值達11,671.8億美元，其中出口增幅大幅低於3月同比增幅，進口更創下2009年10月以來，單月進口貿易增幅新低。四月規模以上工業增加值同比實際增長9.3%，比3月回落2.6個百分點。四月社會消費品零售總額15,603億元，同比名義增長

14.1%，扣除價格因素後實際增長10.7%。一月至四月固定資產投資(不含農戶)75,592億元，同比增長20.2%，增幅較前一季度回落0.7個百分點。多項宏觀經驗數據的增長已進入下行區間，不過筆者認為，是次降準備金率的直接原因是4月份經濟數據差，降準備金率可直接為市場帶來流動性，但是經濟面臨下行壓力並沒得到消除，中國經濟到底何時才能完成軟着陸並反彈實屬未知之數。

須在通脹與刺激經濟取得平衡

但筆者認為央行降準備金率的幅度應不會太大，主要原因是為了避免通脹失控，4月全國CPI同比上漲3.4%，漲幅比上月回落0.2個百分點；4月CPI環比下降0.1%，其中食品價格下降0.9%。筆者相信由於之前國際油價及大宗商品價格下跌，內地CPI升幅應會緩慢下跌，但人工成本、資金成本與管理成本都在上升，物價上漲因素並沒有消除。央行將注意降準備金率力度，在控制通脹與刺激經濟間取得平衡，預計今年整體CPI升幅約3.3%。

另外值得注意的是，內地央行正嘗試更靈活的公司市場操作來使利率下降。例如5月3日，央行一連7天進行650億元逆回購操作，且中標利率低於二級市場逾30基點。5月10日，央行又首次下調了7天期回購利率23基點。

銀行體系非不能滿足企業貸款

總結來說，目前內地貨幣政策在某程度上還是以應對經濟放緩為主要目標，所以筆者認為降準備金率，本身並不足以推動經濟大幅反彈，反而有機會使一部分銀行資金流向房地產領域。中國必須明白放鬆銀根的目的是為了維持增長，但目前的情況並非完全是銀行體系流動性不強企業貸款需求，反而是企業本身貸款需求下降，降低準備金率對實體經濟的提升效果可能有限。