

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 中美拉動環球經濟增長

目前，環球經濟似乎正在金融海嘯以及歐債危機的泥沼中走出來；中國經濟回穩、美國經濟復甦步伐持續、歐元區經濟雖出現萎縮，但在各國的努力下，債務問題亦得以穩定下來，未有進一步惡化，環球經濟增長料可恢復動力。

最近的經濟數據顯示，中國經濟繼續回穩；11月份匯豐中國製造業採購經理人預覽指數13個月以來首次重上50以上的水平，從10月份的49.5升至50.4，反映中國製造業回穩，並再度呈擴張勢頭。

內地經濟回穩，而在十八大過後，中共新領導政局交替完畢，新領導對經濟及貨幣政策方向將會逐步明朗化，預期新一屆領導將會着重於經濟改革，以及進一步開放外匯政策，這將會有利於內地經濟發展。

而最近外匯政策亦出現變化，中國國家外匯管理局宣布，取消部分直接投資項下管理環節，簡化直接投資外

匯管理程序，以及進一步放寬直接投資項下資金運用的限制。有關舉措將可激活內資到海外市場投資，亦可吸引外資流入中國，這既可推動內地經濟，又能為其他經濟體帶來正面刺激。

美國方面，消費者信心維持於五年高位，就業情況持續改善、房地產市場亦正在復甦，從各方面均看出經濟復甦的勢頭，雖然美國財政懸崖問題的確令人憂慮，部分企業更因此而減慢投資的步伐。不過，近日白宮與國會議員的會議結果正面，兩黨分歧似乎未如外界想像般大，於1月1日前，國會或能通過協議，阻止財政懸崖的發生。

換個角度看，一旦美國能避開財政懸崖，因此而減慢投資步伐的企業將會增加投資，一下子將資金釋放到經濟體之中，對美國明年經濟將會有很大的刺激作用，而最近聯儲局主席伯南克的講話亦表示，一旦財政懸崖問題解決，預期明年美國經濟將會有良好的增長。

作為世界兩個經濟規模最大的國家，中美兩國經濟增長有望回升，對拉動環球其他經濟體有着正面作用，因此，雖然歐元區今年第三季度經濟再次錄得負增長，使經濟陷入技術性衰退，下一季的情況更有可能惡化，但只要歐元區財政疲弱國的財政情況得以穩定，債務問題不再惡化，由中美兩國經濟復甦所帶動的出口需求，可望將歐元區經濟拉回正軌。

從上述可見，環球經濟前景並非太悲觀，因此，雖然



■11月份匯豐中國製造業採購經理人預覽指數13個月以來首次重上50以上的水平，反映中國製造業回穩，並再度呈擴張勢頭。

新華社

目前資金仍未大舉撤出如美國國債等避險資產，但投資者的投資取態不妨進取一點，將部分資金從防守性資產轉移至股市身上，早着先機。

## 實現兩翻番 金融改革尤為關鍵

中國國家行政學院（香港）工商專業同學會  
杜勁松博士

十八大報告提出：到2020年要實現國內生產總值和人均國民收入比2010年翻一番。根據世界銀行統計數據，2010年中國國內生產總值為58,786億元(美元，下同)，人均國民收入為4,260元，同期經合組織高收入國家人均國民收入為40,120元、香港人均國民收入為32,780元，而中等國家人均國民收入介乎1,660元與5,876元之間。

按照靜態假設，即使到2020年中國人均國民收入成功實現翻番，中國仍將位於中等收入國家之列，與傳統富裕國家和地區相比仍存在較大差距。進一步，在未來不到10年的時間裡，如何確保人均國民收入協調、可持續地獲得實質性增長（而不是名義上數字翻番），尤其是如何跨越中等收入陷阱、縮小貧富差距並成功實現經濟轉型，將是第五代領導人所面臨的重大挑戰。

事實上，胡錦濤在十八大報告中列舉了五大任務，包括：(1)全面深化經濟體制改革、(2)實施創新驅動發展戰略、(3)推進經濟結構戰略性調整、(4)推動城鄉發展一體化(5)全面提高開放型經濟水平。要應對上述挑戰、完成這些任務，進一步深化金融改革、建立公平的金融資源配置體系尤為關鍵。

目前中國金融市場仍存在結構性的缺陷，導致金融資源配置效率低下，阻礙着未來中國經濟發展模式的轉型，使創新的激情無法轉變成生產力和財富，相反更容易釀釀金融風險和滋生腐敗。

首先，融資結構不合理。根據中國人民銀行的統計數據，2012年1-9月社會融資規模中，銀行貸款佔比57%，企業債券

佔比13%，股票融資佔比僅為2%。此數據說明，中國社會融資絕大部分風險由銀行和其它非銀行金融機構來承擔，而非以市場參與者為主體。

### 須逐步擴大直接融資比例

新一屆政府需從改革監管體制入手，逐步擴大直接融資（債務融資和股票融資）在社會融資總規模中的比例，包括：(1)理順債券市場多頭管理的體制。目前涉及債券發行審批和交易的主管部門包括發改委、人民銀行（若是外債，還需外管局審批）和證監會，中國債券市場也被分割成銀行間交易市場和證券交易所市場。(2)善用香港國際金融中心，逐步開放內地企業在香港直接融資的各類限制，把香港作為中國多層次資本市場與國際金融市場接軌的橋樑、以及風險隔離的緩衝區。

其次，金融市場參與者結構不合理。根據中國銀監會的統計數據（截至2012年第3季度），五大商業銀行總資產佔銀行業金融機構總資產46%，股份制商業銀行佔比17%。五大商業銀行屬於國有絕對控股、股份制商業銀行大多數也由國資控股。在這種結構下，主要銀行的經營活動要麼受到各級政府的影響；要麼「自願」選擇以國有大型企業為主要授信對象，依賴「國家」作為最後信貸保證人。

當其它類型經濟體無法取得所需融資的時候，利益驅動必然會衍生「影子銀行」和灰色交易。另一方面，中國銀行業金融機構與證券業金融機構的規模與實力相差懸殊。2011年底，銀行業總資產達113萬億人民幣，而證券僅為1.57萬億人民幣。新一屆政府需從控制系統性風險和市場均衡發展的角度，培育更多規模相若的大中型金融機構、降低集中風險，尤其是逐步放鬆對民營資本進入、乃至控股大中型金融機構的限制。

## 燃氣滲透率有望提升

康宏證券及資產管理董事  
黃敏頤

國家安全生產監督管理總局信息研究院院長黃盛初早前表示，煤層氣開採每立方米的補貼，將由0.2元人民幣(下同)，增加至0.6元，煤礦安全技術改造國債資金，亦會由30億增至50億元，有關方案已上報至有關部門，正等待審批。

「十二五」規劃提到，2015年煤氣層產量目標為300億立方米，而今年上半年的產量就只有64.3億立方米，意味煤層氣的發展步伐將大大加快。在煤層氣以外，頁岩氣亦受國家重視，早前當局發通知，在2012-15年會對頁岩氣開採企業，訂下每立方米0.4元的補貼標準，並已於今月初實施，另早時第二輪頁岩氣招標，亦透過公開形式進行，開放予民營企業參與，令更多企業能參與燃氣開發，有望推動燃氣開發產業的發展。

國家積極優化產業結構，冀提倡燃氣的使用，倡導環保政策，希望以此帶動經濟可持續發展，在天然氣「十二五」規劃提到，內地天然氣佔能源結構的比例，在2015年的目標，將由現時的4%，大幅提升至8%，另屆時天然氣消費量則為2300億立方米，整體供應能力就較2011年的1330億立方米，增加近一倍，至2600億立方米，其中1700億立方米為內部產量，燃氣產

業鏈上各環節的企業，相信均能受惠其中。

在燃氣產業鏈中，可劃分為上中下三游，上游是指從事燃氣勘探開發的企業，中游則涉及燃氣加工及儲存等業務，下游就是指經營終端燃氣銷售及管道接駁。國家發改委數字顯示，今年首九個月內地進口天然氣305億立方米，天然氣產量為790億立方米，進口佔整體比例為27.9%。

### 看好產業前景 需留意風險因素

隨當局大力支持燃氣使用，燃氣普及率有望持續攀升，在需求增長的預期下，內地有需要加快內部勘探及開發，以滿足內部需要，同時避免進口依存度增加。在此情況下，從事上游開發的企業勢必加大資本開支，一眾開發設備商的訂單料受提振，再者，不少內地燃氣開發商已「走出去」，於海外不斷作出併購，深化油氣佈局，也為設備商提供發展機遇，另天然氣價格改革步伐有望提速，也有助上游勘探商的盈利，以及加大開發的誘因。

另一方面，上游產業加快發展，中游業務需求亦料受拉動，而內地燃氣滲透率有待提升，管道接駁及燃氣銷售的前景同樣不能忽視，惟內地城市的燃氣及管道接駁項目競爭趨於激烈，不少設備股亦已累積不少升幅，在跟進時宜作考慮。

## 人民幣不存再大幅升值基礎

太平金控・太平證券(香港)研究部主管  
陳羨明

匯改7年來，人民幣對美元匯價輾轉攀升。但最近一年多來，走勢頗反覆，未來走勢如何？值得我們探討。

最近一年多來，美元匯率反彈，人民幣對美元匯率交易出現以下特點：1、從去年9月下旬到12月中旬，主要表現在中間價基本穩定但盤中交易人民幣貶值。2、始於今年4月初並持續至8月16日，主要表現在：(1)、中間價出現較明顯的貶值。(2)、市場一開盤美元即高開。3、今年8月16日至10月上旬人民幣對美元的中間價、即期匯價、境外遠期匯價出現一定程度的分化。4、伴隨10月中下旬中間價的「跟漲」，人民幣即期匯價更以連續漲停，頻創新高將本輪升值行情推入高潮。

匯改以來，人民幣對美元匯價輾轉攀升，主要反映多年來，尤其是近10年來內的經濟成就。但去年9月下旬至8月16日近一年人民幣對美元匯率單邊升值的趨勢出現逆轉，主要原因是：1、內地經濟增速下滑，致資金外流。從去年9月下旬至今8月中旬出現的特點，主要與去年中國出手抗通脹，經濟因此受影響有關。資金外流主要反映在國際收支經常帳戶和資本帳戶的變化上。2、歐債危機持續惡化引致資金流向美元。歐債危機持續惡化，市場風險偏好銳減，國際資本紛紛從新興市場撤離，推動了美元上漲。3、8月16日至10月上旬人民幣對美元匯率出現新的變化，主要是市場預期美國推出第三輪量化寬鬆(QE3)。4、10月中下旬以來人民幣兌美元即期匯率頻頻漲停，並屢創新高，主要是QE3推出，美元

弱勢加強，國內貿易順差擴大以及經濟增長出現企穩回升跡象。

值得注意的是，近日人民幣漲勢似乎又出現少許退潮跡象，在本月14日創出6.2252的匯改新高後，人民幣即期匯率也未再將這一紀錄刷新。本月16日人民幣兌美元即期匯價全天未觸及漲停，而這種在4個交易內有兩個交易日拒觸漲停的情況在10月末之後較少出現。據中國外匯交易中心公佈，21日人民幣兌美元中間價報6.2908，較20日上漲18基點。在中間價上漲的帶動下，當日人民幣兌美元即期匯價跳空高開，但在最高觸及6.2281後出現回調，尾盤收報6.2302，全天交投於6.2281-6.2342，始終未達到6.2279的漲停價。

### 美元短期避險價值提升

那麼，未來人民幣對美元匯率的走勢如何？長期看，從基本面看，人民幣不存在繼續大幅升值的基礎。短期看，近期市場對QE3的關注逐漸回落，轉而將注意力放在危機層面上。我們從10月初以來美股已形成的下跌趨勢可見一斑。西班牙是否會尋求救助，希臘談判的種種波折以及近日不斷升溫的美國財政懸崖問題等等，均影響着金融市場的走勢。

無論是歐債危機問題的反覆，還是美國財政懸崖問題的發酵，都將提升美元的避險價值，從而推動美元短期的相對強勢，這將對包括人民幣在內的非美貨幣形成一定壓力。美股近日的大跌，更反映出美國財政懸崖出現可能對環球經濟所造成不利影響的心理預期已成為提升短期美元避險價值的焦點所在。

## 解讀「十八大」對形勢與未來改革判斷

比富達證券業務部副總經理  
林振輝

以預期，在未來的幾年中，對於經濟的結構性調整將增多，經濟增長方式將逐漸轉變，高能耗、高污染產業的發展將逐漸淡出是大勢所趨。而收入再分配機制的改革也將被放在較為重要的位置，這也將關乎中國能否跨過「中等收入陷阱」。

在之後改革之中，金融系統顯然被作為了重要抓手，而金融改革也將較為佔先的進入歷史舞台。一方面，在「十八大」的開幕式上，胡錦濤提出金融改革將是政府未來工作重點；另一方面，在「十八大」期間，人民銀行行長和銀監會主席、證監會主席同時列席新聞發佈會並對未來金融改革的可能路徑進行了說明。

### 急需解決市場准入和利率管制

筆者認為，對於中國的金融系統，最急需解決的是市場准入和利率管制兩大問題，其最終導致了中小企業融資難、投融結構不合理和投資浪費等現象。而在本次新聞發佈會中，對於市場准入，銀監會主席尚福林說：「民資進入金融領域和國有資本同等標準」，並且表示銀監會正在梳理民資進入銀行業的相關規定，下一步將出台實施細則。而對於利率市場化，周小川說：「利率市場化改革是個過程，如果說是選擇快點好還是慢點好，我認為還是選擇適當最合適。」因而，筆者猜想利率市場化的推進在短期內出現激進態勢的可能性較低。

## 有關房屋及土地規劃等環節建議

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
陳東岳

地重投市場。善用現有土地資源，適度放寬市區用地的發展密度限制。重新規劃生態價值較低的綠化地帶。研究高層丁屋的可行性，以釋出可供發展用地。

(iv) 開發新土地。重啟研究維港以外填海、大型人工島、開發地下城等。研究釋放邊境區土地，發展邊境地區成為次核心城鎮。

3、活化工廈。(i)「先導計劃」。建議市建局積極研究擴大計劃的可行性。

(ii) 強化「活化工廈」的具體建議：a. 統一100%業權同意活化有難度，部分無法找到業權人，建議在取得80%或以上業權同意的情況下，允許作活化申請。b. 在活化工廈過程中，部分經營者被迫結業，應妥善重置受影響行業，群眾生活比較困難……」，因而我們可

以預期，在未來的幾年中，對於經濟的結構性調整將增多，經濟增長方式將逐漸轉變，高能耗、高污染產業的發展將逐漸淡出是大勢所趨。而收入再分配機制的改革也將被放在較為重要的位置，這也將關乎中國能否跨過「中等收入陷阱」。

在之後改革之中，金融系統顯然被作為了重要抓手，而金融改革也將較為佔先的進入歷史舞台。一方面，在「十八大」的開幕式上，胡錦濤提出金融改革將是政府未來工作重點；另一方面，在「十八大」期間，人民銀行行長和銀監會主席、證監會主席同時列席新聞發佈會並對未來金融改革的可能路徑進行了說明。

對於經濟發展中的主要問題，「十八大」主要總結了以下幾個方面：「經濟增長的資源環境代價過大；城鄉、區域、經濟社會發展仍然不平衡；農業穩定發展和農民持續增收難度加大；勞動就業、社會保障、收入分配、教育衛生、居民住房、安全生產、司法和社會治安等關係群眾切身利益的問題仍然較多，部分低收入群眾生活比較困難……」，因而我們可

以預期，在未來的幾年中，對於經濟的結構性調整將增多，經濟增長方式將逐漸轉變，高能耗、高污染產業的發展將逐漸淡出是大勢所趨。而收入再分配機制的改革也將被放在較為重要的位置，這也將關乎中國能否跨過「中等收入陷阱」。

在之後改革之中，金融系統顯然被作為了重要抓手，而金融改革也將較為佔先的進入歷史舞台。一方面，在「十八大」的開幕式上，胡錦濤提出金融改革將是政府未來工作重點；另一方面，在「十八大」期間，人民銀行行長和銀監會主席、證監會主席同時列席新聞發佈會並對未來金融改革的可能路徑進行了說明。

對於經濟發展中的主要問題，「十八大」主要總結了以下幾個方面：「經濟增長的資源環境代價過大；城鄉、區域、經濟社會發展仍然不平衡；農業穩定發展和農民持續增收難度加大；勞動就業、社會保障、收入分配、教育衛生、居民住房、安全生產、司法和社會治安等關係群眾切身利益的問題仍然較多，部分低收入群眾生活比較困難……」，因而我們可

以預期，在未來的幾年中，對於經濟的結構性調整將增多，經濟增長方式將逐漸轉變，高能耗、高污染產業的發展將逐漸淡出是大勢所趨。而收入再分配機制的改革也將被放在較為重要的位置，這也將關乎中國能否跨過「中等收入陷阱」。

在之後改革之中，金融系統顯然被作為了重要抓手，而金融改革也將較為佔先的進入歷史舞台。一方面，在「十八大」的開幕式上，胡錦濤提出金融改革將是政府未來工作重點；另一方面，在「十八大」期間，人民銀行行長和銀監會主席、證監會主席同時列席新聞發佈會並對未來金融改革的可能路徑進行了說明。

對於經濟發展中的主要問題，「十八大」主要總結了以下幾個方面：「經濟增長的資源環境代價過大；城鄉、區域、經濟社會發展仍然不平衡；農業穩定發展和農民持續增收難度加大；勞動就業、社會保障、收入分配、教育衛生、居民住房、安全生產、司法和社會治安等關係群眾切身利益的問題仍然較多，部分低收入群眾生活比較困難……」，因而我們可

以預期，在未來的幾年中，對於經濟的結構性調整將增多，經濟增長方式將逐漸轉變，高能耗、高污染產業的發展將逐漸淡出是大勢所趨。而收入再分配機制的改革也將被放在較為重要的位置，這也將關乎中國能否跨過「中等收入陷阱」。

在之後改革之中，金融系統顯然被作為了重要抓手，而金融改革也將較為佔先的進入歷史舞台。一方面，在「十八大」的開幕式上，胡錦濤提出金融改革將是政府未來工作重點；另一方面，在「十八大」期間，人民銀行行長和銀監會主席、證監會主席同時列席新聞發佈會並對未來金融改革的可能路徑進行了說明。

對於經濟發展中的主要問題，「十八大」主要總結了以下幾個方面：「經濟增長的資源環境代價過大；城鄉、區域、經濟社會發展仍然不平衡；農業穩定發展和農民持續增收難度加大；勞動就業、社會保障、收入分配、教育衛生、居民住房、安全生產、司法和社會治安等關係群眾切身利益的問題仍然較多，部分低收入群眾生活比較困難……」，因而我們可

以預期，在未來的幾年中，對於經濟的結構性調整將增多，經濟增長方式將逐漸轉變，高能耗、高污染產業的發展將逐漸淡出是大