

中國經濟回暖勢頭持續

匯豐經濟研究亞太區聯席主管 屈宏斌
匯豐中國宏觀經濟分析師 孫琚璋 百家觀點

受鋼鐵等重工業加快拉動，中國11月工業增加值同比達到8個月高點10.1%，好於預期。季調後的環比增速也從10月的0.83%加快至11月的0.86%。分行業看，化工、黑色金屬冶煉、電子設備製造業加快明顯。發電量同比升7.9%，創下今年以來的高點，較10月加快1.5個百分點，鋼鐵產量同比增速加快但環比略有回落。原油加工量創歷史新高。

1月-11月固定資產投資增速20.7%，與前10個月持平。環比增速較10月回落了0.64個百分點至1.26%。北方進入冬季，基建投資增速有所回落，但鐵路相關交通運輸投資增速有所加快。製造業投資與上月基本持平。房地產銷售反彈明顯，房地產投資加速，11月單月增速從之前的15%加快至28%。新開工計劃投資總額同比增速加快了兩個百分點至28.8%（前10個月為26.7%）。

11月社會消費品零售同比加快至14.9%，季調後的環比也從之前的1.35%加快至

1.47%。分產品看，服裝、珠寶、汽車等銷售同比增速較10月加快。受房地產成交反彈拉動，家電、建材銷售也加快明顯。

物價指數方面，受蔬菜等食品價格上漲拉動，11月消費物價指數較10月回升了0.3個百分點，錄得2%，稍低於市場預期。食品價格同比為三個月高點，同比升3%，其中蔬菜價格同比上漲了11.3%，貢獻了80%的名義漲幅。豬肉價格同比繼續下降，環比也轉為負增長。非食品價格漲幅1.6%，較前兩個月略降。食品環比上漲0.4%，較10月有所收窄，季調後。受需求面回暖影響，

PPI同比下降2.2%，降幅繼續收窄。環比在上月短暫由負轉正後再次下降0.1%。但季調後的環比增速與上月基本持平。通脹壓力仍相對溫和。

綜合起來看，投資仍保持平穩、工業及消費加速，而通脹壓力溫和，經濟復甦勢頭持續，四季度GDP回升至8%左右沒有懸念。未來外需仍然相對疲弱的背景下，內需仍然是支撐中國經濟平穩回升的主要拉動力。一方面基建投資近期因季節性原因略有放緩，但新開工項目計劃總投資仍在加速，流動性條件也相對寬鬆，預期進入明年基建投資有望繼續加快；另一方面房地產投資受銷售及新開工加速提振而強勁反彈，這一勢頭可能持續。收入增長平穩也有助於繼續支持內地消費需求保持相對強勢。

政策層面，積極的財政政策和穩健的貨幣



■受鋼鐵等重工業加快拉動，中國11月工業增加值同比達到8個月高點10.1%，好於預期。圖為寶鋼一隅。資料圖片

政策保持不變的前提下，預期未來貨幣政策仍將主要通過公開市場操作等數量工具保持流動性相對寬鬆。財政政策對基建相關

投資支持有望加大。改革提速。預期明年經濟增長仍將延續目前的平穩回暖態勢，全年GDP有望加快至8.5%左右。

內地今年經濟增長可望達標

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

近日中國公布了多項十一月份之經濟數據，雖然貿易數據遠遜預期，但整體上仍反映出中國經濟回穩的訊號，至於今年中央設定的通脹及經濟增長目標，亦可望達標。

中國國家統計局週日公布，11月份居民消費價格指數受季節性因素影響，按年上升2%，較10月份的1.7%為高，但仍低於市場預期，相信今年全年通脹水平將會低早前定下4%的目標；至於生產者物價指數按年跌幅亦見收窄，從10月份的按年下跌2.8%，收窄至11月份的下跌2.2%，顯示企業產品出廠價的下行壓力正在減弱，中國經濟正在回穩。

發電量增反映經濟活動加快

除出廠價呈見底跡象外，其他經濟指標亦反映出正面的訊息；11月份的實質工業生產按年增長10.1%，不但高於10月份的9.6%，亦為今年3月份以來最快之增速，至於間接反映中國經濟活動情況，更受到普遍關注的發電量，亦由10月份的按年增長6.4%，提升至7.9%。

不過，三頭馬車中的出口數據，表現卻令人失望；中國海關於週一（10日）公布，11月份出口按年僅增長2.9%，

大幅低於10月份的11.6%，至於進口按年更錄得零增長，而10月份則為增長2.4%，反映歐美等地區對中國商品的外部需求仍然有很大的不確定性，10月份中國外貿情況大幅反彈，可能只是因同期基數過低所致

而進口錄得零增長，則反映出隨著工資上升，內地作為世界工廠，並提供廉價物美代工服務的角色正在減弱。

這亦顯示出，中國進行經濟改革的必要性，事實上，近日中國新一任領導人習近平作為中共中央總書記首次正式考察深圳，市場解讀為中央有意藉此釋放進一步開放經濟，進行改革的信號，令中國的經濟增長模式，從出口主導，轉向由國內消費拉動。

隨着整體結構之改變，可以預期，即使全球經濟在2013年可能出現一定程度的改善，但中國出口競爭力的下滑以及較高的基數，將阻礙中國出口重新回到雙位數的增長區間；而事實上，觀乎過往11個月的數據，今年中國全年貿易增長亦應難以達到10%的目標。

雖然如此，但相信中國今年經濟增長可望保住7.5%的目標，而更有消息指，此亦可能成為中國2013年經濟規劃時的增長目標，惟在內需市場仍未足以帶動經濟的情況下，中央將會同意通過增加固定投資規模來抵銷出口需求減弱對經濟之影響，在改革的同時，亦要保持經濟增長。

煤電併軌 煤價仍難太樂觀

太平金控、太平證券(香港)研究部主管 陳羨明

內地電煤價格併軌有望明年推出，實施多年的煤炭重點合同將取消，煤價將走向完全市場化。原合同煤價可隨市價提高，但目前煤炭業產能過剩，煤炭存庫處歷史高位，令煤價受壓，拖累煤炭企業的盈利。

今年煤價受壓主要有兩方面的原因：一是進口煤連續多月持續放量增長。今年1-10月內地累計進口煤炭2.2億噸，同比增加33.5%。原因是內地目前的煤價明顯高於進口動力煤價，形成倒掛。內地成為美國、澳大利亞、印尼、越南以及朝鮮等國際煤炭產能基地的傾銷對象。

國際能源網的數據顯示，截至11月15日，澳大利亞BJ煤炭現貨價僅為82.3美元/噸，再加上西澳至青島的運費9美元/噸，折算成人民幣，進口煤價格約為580元/噸，再加上內地港口25元-35元/噸不等的港雜費，進口煤與內地熱值相同的山西優混煤635元/噸的價格相比，進口煤價仍然存在30元/噸左右的價格優勢。國際煤價持續下跌的原因是經濟低迷，煤炭需求不足。二是今年以來下游持續低迷。踏入用煤高峰期的冬季，供暖等需求雖然旺盛，現市面上搶煤、囤煤現象並沒有出現，主要是沿海六大電廠去庫存化過程並不順利。

即使內地電煤價格併軌明年推出，取消煤炭重點合同，煤

價走向完全市場化，煤炭價格未必上升。本來重點合同煤的存在，已在某種程度上讓煤價難以跌破計劃煤定價。在煤炭企業2013年訂貨會上，山西重點煤企實行合同併軌做法為，提價後的煤價接近最新市場價，並未大幅提高。

行業產能過剩問題依然嚴重

這主要是煤炭行業本身產能過剩的問題仍然嚴重，縱煤價市場化後有利煤炭企業，但不能馬上扭轉行業本身問題。目前全國煤炭庫存存在3億噸以上，處於歷史高位。以2011年全國煤炭消費總量35.7億噸計算，消耗3億噸煤炭庫存需要一個月時間。

未來煤企的前景受制於歐美經濟問題和內地經濟復甦力度。雖然導致新一輪衰退可能性不大，美國市場走出陰影不易，歐債高峰等問題仍待解決，國際煤價反彈乏力。

短期看，釋放壓力尚存，只能寄望於需求拉升。內地經濟指標回升，鐵路投資異軍突起，需求有待新領導層對房地產政策的態度及新型城鎮化的機會。新政治周期下新增長動力待明朗。

長期看，內地經濟結構轉型是個漫長的過程，長期以來支撐煤炭需求高速增长的高耗能行業在未來對煤炭的需求增速將遠低於煤炭行業多年高投資增速積累下來的潛在產能。產能的主動收縮難以完全抵銷需求萎縮、新增產能釋放、運力瓶頸逐步緩解、海外低價煤衝擊等外部因素。

中國城鎮化質量需逐步提高

時富金融策略師 黎智凱

十八大報告要求，到2020年，城鎮化質量明顯提高。中央將活化中國經濟動力的重任放在城鎮化，但以現今中國城鎮化程度超過50%，城鎮化是否值得寄予厚望？城鎮化之後，居民生活質量能否持續提高，以最終達成擴大內需的要求？都是值得關注。

中國改革發展研究院測算，未來10年城鎮化率年均提高1.2%，就等於再有2億農民進入城鎮，加上現有約1.6億農民工，新增城鎮人口將達4億左右。由於城鎮居民比農民之人均消費水平高出3倍，故以人均10萬元固定資產投資推算，持續城鎮化將以增加40萬億元的投資需求。過去三十年，中國推行之改革開放，其實就是持續進行城鎮化，由改革開放初期之城鎮化率之17.9%，到今日之51%，城鎮化拉動整個中國經濟規模，使其年增長率達到近10%。

農村人口入城未獲戶籍惹關注

當一個國家之城鎮化率超過一半的時候，筆者認為中國城鎮化之路將越來越艱難。根據國家統計局的算法，城鎮化率等於城鎮人口除以總人口來計算，人口分常住人口及戶籍人口。如果按常住人口推算，現時中國城鎮化率為50%，但如果按戶籍人口計算，其城鎮化率則大減至35%。換句話說，農村有大量人

口到城市居住及打工，但其戶籍並沒有進入城市，城鎮化其實只流於表面。

根據世界銀行中等收入國家的平均數，人口城鎮化率平均可以達到48.5%，故現時中國之人口城鎮化率之35%仍有距離。但筆者認為有趣的是，現時中國土地的城鎮化建設的速度，則大大快於人口城鎮化。在2000年左右，城市建成面積只有約22,000平方公里，到2010年，則上升至40,000多平方公里。換句話說，城市土地面積增長了約80%，但同時城市人口則只增長約28%。另外值得一提的是，地價上升超過一倍，房價則以累計超過七成的速度上漲。

筆者認為未來中國城鎮化之路不能單純採取過去城鎮化的思路。在推動城市建設的同時，需要顧及人口城鎮化的增長。現時中國城鎮居民素質、生活質量、消費行為、思想觀念和管理方法仍相對落後，城鎮化的質量較低，與其增加速度不相適應。

筆者認為中國應更注重提升城市人口生活質量，統一城鄉以及不同群體基本公共服務制度，尤其是醫療保險、養老保障等制度。另外，政府應對經濟適用房的受益群體採取更嚴格的限制及監管，將住房領域的公共資源集中於中低收入群體，並須要建立完善廉價公租房體系，並以此為前提推動住房領域上升階梯。只要市政府能夠有效平均公共服務，及有效保障中低收入利益，人口城鎮化必會自然提高。

A股ETF股證成市場焦點

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

上周A股自低位大幅反彈，上證指數重上2,000點大關後反覆上揚，帶動追蹤內地指數表現的A股ETF備受市場追捧，特別是近月新上市的實物A股ETF，更成為高輪市場的新寵，不單成交持續高企，市場資金也持續流入。

一直以來，安碩A50（2823）是窩輪市場追蹤A股走勢的主要選擇，不單交投活躍，累積街貨量也是眾多板塊中數一數二，近日，隨着華夏滬深300（3188）和南方A50（2822）的相關窩輪陸續登場，情況出現明顯轉變，近日滬深300和南方A50窩輪交投活躍，已成功躋身最活躍的個股掛鈎資產，兩者的總成交額，便持續佔據市場成交比重約20%，僅次於恒生指數，大幅跑離其他傳統藍籌股如匯控（0005）、中移動（0941）等，而安碩A50則跌出前列位置。

至於窩輪資金流方面，A股ETF也是市場焦點，市場資金在上周五個交易日持續流入，累計有2,767萬元和2,340萬元流入夏三認購證和南中認購證，分別佔據市場之首兩位。另一邊廂，同期安碩A50認購證則錄得近4000萬元淨流出，為市場之冠，原因之一可能是安碩A50窩輪上市較長，累積街貨較多，當市場大幅反彈，出現不少獲利盤。

當我們考慮投資A股ETF或相關衍生品，到底有甚麼地方需要留意？首先，上市歷史較長的安碩A50屬合成ETF，並不直接購買相關資產的成份股或債券，只是透過投資衍生工具複製資產表現，因此，投資者不單要承擔相關的市場風險，交易對手風險或信貸風險也相對較高，即使資產表現理想，一旦交易對手倒閉，最終也會殃及池魚；而近月新登場的華夏滬深

300和南方A50中國同為實物A股ETF，主要透過RQFII額度直接投資A股，故不涉任何衍生工具交易對手風險，同時，由於實物ETF減少了購入衍生工具及監測抵押品的成本，基金收費一般較合成ETF為低。

實物A股新貴穩定性佔優

至於較熱門的兩隻實物A股ETF新貴，其追蹤指數分別為A50中國和滬深300。其中A50中國指數的成份股，以金融股比例最高，相比而言，滬深300的300隻成份股來自10個不同行業，在分散風險及穩定性方面佔優。至於兩大指數在今年以來的累積表現，截至昨日，A50中國和滬深300分別累跌0.6%和3.1%，同期上證綜合指數則累跌5.2%。

此外，A股ETF價格與其資產淨值的溢價也為市場關注，以安碩A50（2823）為例，以往或許因為供求失衡，其溢價波幅一向較高，間接影響ETF價格表現，間中出現「應跌不跌、應升不升」的情況，最終令窩輪投資者承擔額外的投資風險，即使成功捕捉指數走勢而未能獲利。目前實物A股ETF的溢價明顯較低，以昨日為例，華夏滬深300和南方A50中國分別只有1.5%和3.4%，較安碩A50的溢價7.6%為低，相信隨競爭加劇，預期不同A股ETF的溢價差距也有望收窄。

至於實際比較窩輪條款，由於安碩A50上市時間相對較長，累積街貨量極高，不少窩輪更以億份計，一旦內地股市反彈，窩輪升勢或會受限於龐大的街貨量；相對而言，實物A股ETF的窩輪近期新登場，街貨量仍在慢慢累積，此外，由於新登場，到期日一般半年以上，槓桿比率大約7-9倍，倘若期望找尋一些中短期槓桿較高的窩輪條款，還是要留意安碩A50。

（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

歐央行採OMT 金融體系漸正常化

AMTD高乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶琪

近日有兩件事令筆者對歐債危機的解決方案充滿憧憬。首先，德國總理默克爾暗示不排除歐洲公共部門將進一步就希臘的外債減值；其次，西班牙終於向歐盟提出貸款要求，用作國內四大銀行重組之用。自歐洲央行行長德拉吉在9月決定採取「直接貨幣交易」（OMT），即買入受困歐元區成員國的政府債券後，歐元區的債信逐步下跌。意大利和西班牙政府的利差大幅下降，公司重新發行債券，歐洲大陸的金融體系也開始逐漸恢復正常化。

經濟還遠遠未達致穩定

可是，我們並不認為歐元的問題已完全解決。儘管舒緩財政壓力達致預期效果，但是歐洲的經濟還遠遠稱不上穩定。只要投資者認為OMT可挽救意大利和西班牙的經濟問題，這些國家的借貸成本就可繼續保持低位，救援措施亦不必要真正實行，從而令市場造成自我完成機制。不過，只要有人質疑OMT的作用，即使是最輕程度的質疑，也會弄巧反拙，相信兩國的債券將馬上受到攻擊。

其實所有歐洲國家的政府都必須批准進行OMT，才能使其正常運作。雖然各個歐盟國家的標準有異，但在緊急的情況下，亦很難想像德國會放任意大利或西班牙違約而不

批准OMT。可是，任何延誤亦有可能觸發意大利或西班牙的銀行擠兌。當德國議會作出決定的時候，說不定一切都太晚了。

為了消除這隱憂，意大利和西班牙應該要求進行OMT並及早作出干預。德國議會很可能會答應這要求並將視為一種保險機制，同時更能消除圍繞在OMT計劃本身及當實施中所含的隱憂。如能及早要求進行OMT並作出干預，這不但可以降低意大利和西班牙政府的借貸成本，減低他們的財政赤字，同時更可降低本地企業的投資成本。

那麼，既然觸發OMT的干預行動有這麼多好處，為何西班牙和意大利政府始終不願意這樣做？相信當中涉及政治因素。如果意大利總理蒙蒂不擔心在選舉中被擊敗，他當然可成為第一個人要求進行OMT的干預行動，從而助西班牙首相拉霍伊一臂之力。可是如果拉霍伊政府在意大利之後才要求作出干預，就不會出現任何政治難堪的情況。

既然如此，為什麼蒙蒂仍然無所作為？較有可能的原因是個人尊嚴。蒙蒂希望成為帶領意大利走出災難的總理，他不願意在歷史上留下為避免主權違約而將意大利主權拱手相讓的污名。另一個解釋是蒙蒂確實懷有政治野心。儘管其執政只能維持到大選，但他可能會在新議會的支持下謀求連任。不管出於哪種原因，不作為都是自私的行為，蒙蒂不應該因為個人名聲或尊嚴而將整個歐洲的經濟置於風險之中。