

# 鐵道部改革顯市場化趨勢

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

國家領導人在兩會之中繼續釋出改革訊號，國務委員馬凱於周日(10日)向全國人大提交了關於鐵道部改革的方案，將鐵道部的監管和商業職能分開，並鼓勵引入私人資金參與。由於鐵路系統乃國家經濟發展命脈，加上鐵道部旗下員工眾多，而國家有不少基建投資亦是投放在鐵路運輸身上，因此，鐵道部重組除標誌中央對政經改革的決心外，其及後之轉變亦對中國經濟方向有着重要的啟示。

根據國務院在兩會提出的改革方案，有60多年歷史的鐵道部將會除去，鐵路發展規劃和政策的行政職責將會劃入交通運輸部。同時，組建國家鐵路局，承擔鐵道部的其他行政職責，同由交通運輸部管理。另外，亦會組建中國鐵路總公司，承擔鐵道部的企業職責。

這樣一來，中國鐵路系統便會變成政企分開；交通運輸部負責統籌各種交通運輸系統的發展，令鐵路及高速公路能更有效地作出規劃，令中國整體的交通運輸系統的效能得

以優化。至於國家鐵路局則集中於安全監管，令內地鐵路系統能安全營運，並應設立一套監管機制，讓營運鐵路企業得負起鐵路安全的責任。至於鐵路運營及鐵路建設等營運工作，則交由新組建的中國鐵路總公司負責。

監管與營運分開，將令內地鐵路系統變得更安全；當有事故發生時，將可釐清營運機構或是政府的責任，而營運機構一旦有了負刑責的後果，便會減少因尋找利益最大化而疏忽質量，令中國鐵路安全水平得以提升。

另一方面，鐵道部過去出現融資困難的問題，發展資金大部分均靠政府支持，然而，這是不可持續發展的。而將營運工作獨立起來，自負盈虧，這將可令未來鐵路興建時更加着重成本效益，令資金能更有效的運用，此外，一些項目更可引入私人資金甚至外資，增加融資渠道，並帶來競爭，提升內地鐵路業之質素以及效率。

根據中國物流與採購聯合會的數據顯示，中國運輸和物流成本相當於國內生產總值的18%，為已發展經濟體的兩倍，相信在引入競爭後，中國國內運輸成本有望降低，有利經濟發展。

此外，目前鐵道部屬下共有18個部門，部屬企業24個，部屬事業單位組織系統16個，全國性社團組織12個，架構龐大。目前整個鐵路系統有大約200萬名員工，雖然鐵道部部長表示即使改革後亦不會裁員，但相信這是短期內穩定軍心之舉，長



鐵道部改革的方案顯示，鐵道部的監管和商業職能將分開，並鼓勵引入私人資金參與。圖為一列京津城際動車組列車駛入天津站。

## 人行貨幣政策或將微調

時富金融策略師  
黎智凱

近來，美國股市開始瘋漲，道瓊斯指數不斷創下新高，有人說美國經濟開始走強。與此同時，黃金等貴金屬價格卻接連下跌。而且8日公佈的數據顯示，美國2月份就業人數增長高於預期，失業率意外降至4年低點。在筆者認為，美股創新高與經濟基本沒有特大的關係，要不為什麼也只有股票上漲，而黃金在下跌，金價也在下跌呢。這正好說明了一個道理，美國的經濟仍面臨着嚴峻的前景，通貨緊縮或許即將來臨。

### 新增貸款低於預期惹關注

在內地，國家統計局於3月9日公佈的數據顯示，2月份全國居民消費價格總水平(CPI)同比上漲3.2%，比1月份上升1.2個百分點；環比上漲1.1%，比1月份擴大0.1個百分點；2月份PPI同比降1.6%，環比上漲0.2%。在筆者看來，2月份通貨膨脹率站上了10個月來的新高，當然不排除春節季節性因素所導致，或許也離不開中國政府為刺激增長而推行的寬鬆貨幣政策。近來房價的大漲、勞動力價格上升等都是造成通貨膨

脹率上升的主要原因。

中國人民銀行日前公佈，2月新增貸款6,200億元人民幣(下同)，按年少增907億元，低於市場預期的增加7,000億元。2月底本外幣貸款餘額69.28萬億元，人民幣貸款餘額64.7萬億元，分別比上月底和上年同期低0.4個和0.2個百分點。在筆者看來，新增貸款比預期的少，或許正說明了央行的貨幣政策放鬆窗口已關閉。

前不久中國人民銀行行長周小川還表示，今年還是執行穩健貨幣政策。所謂穩健貨幣政策是指根據經濟變化的徵兆來調整政策取向，當經濟出現衰退跡象時，貨幣政策偏向擴張；當經濟出現過熱時，貨幣政策偏向緊縮。最終反映到物價上，就是保持物價的基本穩定。

筆者認為，當下面對着通脹的壓力，在新一屆政府上任之後，不排除或將執行從緊的貨幣政策，也是不得已而為之的決策。所謂的「從緊」，就是為了保證物價與幣值的穩定，不讓過多的流動性推高資產價格泡沫，以此來增加通貨膨脹的壓力。假設貨幣政策不偏緊，資產價格泡沫就會將繼續的膨脹，民間的資本也不願也不會投資到實業中來，繼續增大的通脹壓力不僅會對經濟發展造成重大的傷害，甚至可能也會危及到整個社會的穩定。

## 內地傾向平衡經濟復甦和穩物價

太平金控、太平証券(香港)研究部主管  
陳羨明

國家統計局於上周六(3月9日)公佈2月份的宏觀經濟數據，其中，2月CPI同比上升3.2%，升幅高於1月份的2%，為去年4月以來最高，超出市場3%的預期。2月PPI同比降1.6%，環比漲0.2%，同比環比均與上月持平，但是遜於市場降1.5%的預期。工業增加值增速進一步小幅放緩，1-2月份工業增加值較上年同期增長9.9%，而去年12月份增長10.3%。1-2月份社會消費零售額同比增長12.3%，去年12月份的同比升幅為15.2%。1-2月份發電量同比增加3.4%，去年最後幾個月的發電量增幅為6%-8%。雖然個別數據偏軟，但不能因此否定內地經濟溫和復甦的走勢。未來的貨幣政策會否適度收緊，主要取決於經濟是否持續復甦以及未來通脹的走勢。

就金融運行資料看，2月份社會融資規模增加，而貨幣供應量增速則季節性回落。據央行初步統計，2月份社會融資規模為1.07萬億元，比上年同期多228億元。貨幣供應量增速呈現季節性回落。其中，廣義貨幣M2同比增長15.2%，比上年同期高2.2個百分點，但比上月末低0.7個百分點；狹義貨幣M1同比增長9.5%，比上年同期高5.2個百分點，比上月末低5.8個百分點。

2月份M2增速環比回落0.7個百分點，主要是春節錯位因素所導致，不過，這個回落幅度並不算大，主要在於近月外匯佔款的超常增長。連續兩個月出口同比走強帶來了大量外匯佔款供給。比較而言，M1回落幅度較大，主要受春節期間資金從企業

帳戶向個人帳戶轉移影響。

此外，人民幣存款貸款增速雙雙回落。存款方面，2月末存款餘額93.71萬億元，同比增長14.6%，比上年同期高2.0個百分點，但比上月末低1.4個百分點。貸款餘額64.70萬億元，同比增長15.0%，分別比上月末和上年同期低0.4個和0.2個百分點。當月人民幣貸款增加6,200億元，同比少增907億元。2月新增貸款回落是由於當月實際工作天數較少，及部分銀行存款壓力仍大。

總體上，從公佈的資料，我們可以看到兩點：一是內地經濟仍溫和復甦，但回升勢頭偏弱。新增對公中長期貸款持續較多，表明當前實體經濟信貸需求較為平穩，經濟持續溫和回升。但首2月工業增加值按年增速降至9.9%，表明此前大力的政策寬鬆，並沒有導致強勁的復甦。新政府大力反腐倡廉，導致首2月消費增速大減至12.3%，政策未來仍將持續數月，消費可能面臨制約。

首2月固定資產投資增速升至21.2%，超預期，不過由於樓市調控政策收緊，投資復甦可能不會長久。二是穩健略寬鬆的貨幣政策目前未見轉向。2月社會融資規模持續增加；新增貸款低於預期，部分歸因於春節因素；M2按年增速較1月放緩，但依然相對寬鬆。

因此，新一屆政府未來將會平衡經濟復甦和穩物價的關係。2月CPI超過預期，很大程度是因為今年春節錯位造成，但首2月非食品價格比均值高，說明通脹壓力正在加大。相對較弱的數據和較預期高的通脹，使得政府未來的貨幣政策取向需平衡經濟復甦和穩物價的關係。

## 財政預算案帶來什麼商機？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

在二月底，香港財政司司長曾俊華發表了2013年政府財政預算案，向廣大市民展示了今財政年度特區政府收入及開支的總體規劃，特別向醫療/復康/長者服務、基礎建設、教育/培訓、環境保護、物流、旅遊、金融及新興行業投入更多資源，本文試論述其中的商機，讓行業人士/投資者可以跟從。

經過了上個世紀末的人口高速增長後，香港社會步入人口老化時代，對長者服務需求有增無減，政府撥撥83億發放長者生活津貼，使超過40萬長者受惠。再者撥撥約7,300萬元來增加600個資助院舍宿位和將津助院舍7,850個普通宿位提升為持續護理宿位。這些撥款都為長者護理服務帶來了新商機，吸引投資者找尋商/住大廈低層單位改裝成為長者護理院舍。

但現實環境中，經營者面對着選址困難不少，因他們只能夠租用舊區的低層單位，但遇到樓宇設計問題便不易獲批准，政府有關部門應連同業界進行深入研究討論如何去解決。在應付增加大量宿位的人手缺乏問題，政府建議增撥1億6千萬去增加1,200個兩年全日制社福界登記護士訓練名額，各大專院校/醫院應開設有關課程去滿足需求。政府也同時撥增資源去強化殘疾人士康復服務，這是另一個商機！

讀者應該有留意到香港建造業訓練局的招生廣告，呼籲年青人投身建造行業，因未來十年本港/鄰近廣東省地區進入高速基建期，這份預算案公布2013年基建開支達700億元，創造近75,000個就業機會，明顯地這些高薪崗位會拉動本地消費支出

使全港都受惠。

新興行業和環保事業是政府明年重點扶助行業。政府會預留100億元去分階段淘汰黃油業商業車，即為汽車零售商平白多了一筆100億元的訂單。在大嶼山政府會興建小蠔仔有機資源回收中心，去處理廚餘和其他有機「垃圾」的污染問題和預留5億元設立廢電器電子產品處理設施及五個社區環保站，這可望鼓動民間環保企業進一步發展，拉動下游公司健康持續發展。所謂新興行業主要是文化產業，該行業現時佔本地生產總值接近5%，並養活了19萬從業人員。

另外在2011年，本地企業用於廣告方面支出超過350億元，比前一年上升16%，整個行業僱用1.8萬名員工，經濟收益達68億元。政府表明會持續大力支持廣告業和文化產業，開拓更多商機和市場。為了配合和應對鄰近地區如橫琴/前海/南沙的文化產業發展計劃，本港可以利用現有的優秀人才於當地設立企業攜手打造文化產業品牌去服務南中國甚至全國有關需求。再者本港極有條件發展成為地區知識產權貿易中心，提供一站式註冊、評估、改良和交易服務。

本港目前的基金管理資產規模已超過9萬億元，在亞洲僅次於中國，但隨着中央開放RQFII政策至台灣和容許新加坡和台灣分別設立人民幣清算行後，香港的獨家離岸人民幣中心優勢慢慢消失。為了進一步鞏固本港基金業務，財政司司長建議豁免離岸基金繳付利得稅投資範圍，擴大至包括買賣在香港無物業或業務的海外非上市公司，令私募基金亦享有稅務豁免安排。這些措施可以吸引私募基金回流，繼續支撐本地中級辦公室和豪宅市場，並能保持更多高薪崗位。

## 推動「新型四化」板塊可憧憬

AMTD高乘財富策劃董事兼行政總裁  
曾慶祺

近期美股走勢強勁，道指連番破頂，但A股及港股市暫時仍處於整固水平。人行上周正回購50億元人民幣，加上內地經濟數據參差，短期內A股走勢難言明朗，而恒指雖受制外圍及內地股市，不過總算突破23,000點水平，暫時可望在這個水平企穩。另一方面，內地兩會會議召開，陸續透露一些行業性利好消息，相信對有關板塊及個股有正面作用。

國務院總理溫家寶在兩會召開時宣讀政府工作報告，對今年經濟大方向定下一些指標性的目標。其中包括今年維持經濟增長目標7.5%，通脹目標由去年4%降至3.5%，廣義貨幣供應M2增速由14%放緩至13%。

M2目標增速放慢，加上通脹目標收縮，反映中央對通脹回升仍有一定戒心。通脹一向是內地政府較重視的一環，過高的通脹會影響民生，帶來社會不穩定，內地現時對房屋價格及通脹的憂慮上升，料人行的寬鬆貨幣政策將會暫緩，年內應不會再減息及減存款準備金率，如通脹出現升溫，甚至有加息的可能性。事實上，最新公布的內地數據顯示，2月份通脹回升至3.2%，或加深內地對通脹的憂慮。另一方面，預期人行會傾向繼續利用正逆回購等公開市場操作來調節銀行體系資金狀況，這些回購操作有助人行

控制短期資金。

### 釋出資金對A股有正面作用

人行上周收水50億元人民幣，由於回購量不大，只反映人行表明資金以維穩為主的態度。撇除外圍近期升勢強勁，美股連番創出新高，但A股表現仍然疲弱，內地投資者的A股前景信心不足是其中一個原因，但隨着內地正式放寬RQFII額度投資於A股的限制至100%，以及批准居住內地的港人投資A股，料釋出資金對內地股市有正面作用。A股雖未必步入大牛市，但基本因素仍會較去年佳。而資金較充裕的港股市場，相信可因中央支持民生及基建發展，而令相關板塊受惠。

兩會期間中央政府釋出不少對個別板塊有利的消息。國務院副總理李克強早前在其所屬的山東代表團參加會議提到，要推動「新型四化」來刺激經濟。「新型四化」是指工業化、信息化、城鎮化及農業現代化。隨着內地在內新領導班子底下推動「新型四化」，相信相關行業會受惠。首先城鎮化會直接帶動基建、教育、社會保障及醫療發展，預期可持續利好基建、重型機械等行業，而要提高城鎮化品質，對於生活質素及環境的要求將提升，料節能環保相關概念板塊可受惠，工業化及信息化的融合則有電訊設備行業。

## 認識新發行高輪特性

中銀國際證券股票衍生品執行董事  
雷裕武

目前本地上市衍生品市場(包括窩輪、牛熊證)共有逾5500隻不同條款，每日均有輪證到期，也有剛發行上市，它們的價格表現和買賣特性也有頗大差別，我們以往曾多次探討末日輪的潛在風險，今日讓我們看看一些新發行窩輪的投資價值。

部分投資者特別鍾情新上市窩輪，由於上市初期，此類輪證並沒有任何街貨，投資者買賣主要依賴發行人報價，一般走勢相對貼市，透明度亦較高，主要關鍵是發行人的開價效率和積極性，投資者可簡單地考慮發行人的開價往績、口碑，以及透過實際觀察來評定新輪是否穩定可取，此外，由於街貨量低，新上市窩輪的價格走勢往往較少受到市場情緒或供求情況的影響，而街貨較少，走勢有望更貼近正股表現。

值得留意，發行人發行新窩輪，可自行制定條款(投資期必須在半年或以上)，也可複製市場現有條款(年期彈性較大)。前者年期普遍較長，輪價受時間值損耗的負面影響相對較少，槓桿比率較同類短期證為低，輪價的潛在表現也相對穩定；至於複製條款的新輪，在年期方面較有彈性，即使短年期條款也可發行，因此未必存在時間值損耗較慢的特點。

一般而言，市場普遍對槓桿適中的貼價窩輪條款較有興趣，個別極度價內或價外的條款，市場反應往往只屬一般，這情況也出現於新窩輪上。由於發行人自提交申請至上市，需時5個交易日，期間市場也會出現波動，產品價格也可能出現偏差，因

此，即使新窩輪上市後，也未必完全貼價，投資者如要減低風險，應先認真研究相關條款，避開一些過度偏離現價的窩輪條款，說到底，還是以貼價的選擇為佳。

### 利用槓桿比率評估波動性

雖然新窩輪未有過往的價格表現作為參考，投資者也可利用其槓桿比率來粗略評估個別產品的波動性，以10倍槓桿為例，反映正股每轉變1%，相關窩輪約改變10%，當然，窩輪槓桿倍數越大，其爆炸力和殺傷力也會相對提高，投資者可因應對相關正股的短期看法作適當部署。

再者，投資者也要留意新輪的引伸波幅水平，到底是貼近市場同類條款？一旦差距甚遠，發行人日後或有較大空間調整波幅水平，以增加產品吸引力，間接影響輪價表現，最終投資者承擔的潛在風險不低，一般來說，只有數個波幅點的差距也可接受。投資者可到一般財經網站或不同發行人的網頁，查看所有窩輪的最新引伸波幅水平，非常簡便。

順帶一提，投資者或留意到，個別新上市窩輪，在網站或買賣平台上並未顯示相關分析數據，如槓桿比率或引伸波幅等，原來所有窩輪必須曾有正式交易才會顯示數據。其實，投資者也有應變方法，大可參考其開價水平，並與市場上相近條款的窩輪(包括行使價和到期日)相比，從中得到啟示。

總結來說，新發行窩輪普遍街貨量低，有一定投資價值。然而，投資者在入市前，除了分析相關正股的短期表現，宜先觀察發行人的開價效率，以及定價水平再作考慮。

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。