

時富金融策略師 黎智凱

百家觀點

# 「錢荒」引發中國式金融危機

6月13日，美聯儲退出量化寬鬆的預期拉開了熱錢大規模從新興市場撤退的序幕。亞太市場集體暴跌中，日本股市因前期安倍經濟擴張暴漲過後，無疑是「受傷」「最慘」的，但日本股市並不是唯一「慘」的市場。原本低迷的中國A股也陪着日本股市共同「跳水」。且在周末再度傳來銀行業資金吃緊的消息，使得A股周一再度陷入暴跌中，創下2009年8月31日以來最大單日跌幅。

進入6月份以來，中國內地金融市場資金鏈接連告急，這是中國銀行間市場前所未有的情況。在央行拒絕注入更多現金後，中國貨幣市場在上周四再次「陷入瘋狂」。短期上海銀行間同業拆放利率大幅上漲，隔夜和7天資金價格均創歷史新高，分別上漲578個基點至13.444%、上漲292個基點至11.004%，而上海銀行間市場質押式回購利

率盤中最高達到了30%的高位。在筆者看來，這簡直就是將民間高利貸搬到了銀行間市場，不亞於金融危機。

究竟是什麼原因讓「不差錢」的中國內地大型商業銀行也加入到借錢的大軍當中來？中國內地真的在經歷一場流動性緊縮的「錢荒」嗎？筆者認為，這幾天銀行間隔夜拆借

利率的暴漲就是因為央行傳遞明顯的信號市場並不缺錢。根據前不久央行公佈的統計數據，5月份廣義貨幣供應量的同比增速仍然高達15.8%，人民幣存款餘額也已經逼近百萬億元的大關，1-5月社會融資規模達到0.11萬億元，比上年同期多3.12萬億元。

目前的中國宏觀經濟很畸形，股市樓市可謂是冰火兩重天，該熱的熱不起來，該冷的冷不下去，股市一直是熊冠全球，樓市一直處於大漲中。在流動性過剩卻出現「錢荒」的問題，這也說明了這些錢根本沒有進入到實體經濟，內地某些金融機構在借用錢生錢，使其金融系統內部槓桿不斷放大。

在筆者看來，在當下情況，央行坐視不理商業銀行的「錢荒」，其目的性是擠壓房地



產泡沫。中國金融危機是處於可控的範圍之內，對於此次內地大型商業銀行「錢荒」可以看作是政府監管層逼迫各大銀行將從資金

空轉和不良產能中釋放出來，以此來解決中國經濟中長期存在的資本錯配和違規風險問題。

■分析認為，中國金融危機是處於可控的範圍之內，對於此次內地大型商業銀行「錢荒」，可以看作是政府監管層逼迫各大銀行將從資金空轉和不良產能中釋放出來。

## 內憂外患促使中國經濟減速

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

最近環球資產市場動盪，可見聯儲局退市對環球市場影響甚大，加息預期引發資金從風險資產流出。新興市場貨幣自5月初持續下跌，令市場開始憂慮會再次出現如1997年發生的亞洲金融風暴，衝擊新興市場。而上述的潛在風險，事實上與歐債危機一樣，為2008年金融海嘯所遺留下來的後遺症之一。

2008年金融海嘯的發生，源於次按問題。投資者開始對抵押證券的價值失去信心，繼而引發流動性緊縮，並於2008年導致多間大型的金融機構倒閉或被政府接管，繼而導致投資者拋售資產，令資產價格短時間內暴瀉。

金融海嘯期間，多國政府出資拯救銀行業，雖然成功穩定金融體系，但卻導致國家主權債務急增；繼而引發投資者對債務沉重國家債券的信心危機，多個南歐國家首當其衝，債息急升經濟情況轉差，導致歐債危機之發生。

時間繼續推移，歐債危機得以穩定，而美國經濟亦開始復甦過來，聯儲局亦開始部署退市。由於在金融海嘯發生後的這幾年，全球央行創造出史無前例的低息環境，並大幅擴張貨幣供應，資金流入新興市場追逐風險，導致大規模資金流入新興市場，推高當地資產價格。

因此，低息環境若結束，資金流動性開始收緊，資金流向逆轉，引發新興市場貨幣貶值，一旦情況失控，外資無序流出，或會引發新興市場為中心的金融風暴。按上述的故事脈絡，投資者的憂慮亦有其道理，不過，新興市場經過十多年的擴張後，經濟實力已大幅增強，各國之外匯儲備亦大幅提升，穩定匯市的能力已增強不少。

### 新興市場經濟實力已增強

例如中國，由於經常保持巨額貿易順差，因此積累了高達3.4萬億美元的外匯儲備，絕對有能力應對短時間內資金市場產生之劇烈波動。另一方面，中國資本賬戶仍未完全開放，資金流出或流入得到監管，資本外逃之壓力有限，因此，雖然不能排除金融危機發生之機會，但可能性大幅減低。

話雖如此，借貸成本上升，去槓桿化將減慢投資速度，目前總投資佔GDP的比重接近五成的中國將會受到較大打擊，加上最近幾年因過分投資亦產生了產能過剩問題。從出口主導轉變為內需主導的經濟結構調整又未成熟，令內需顯然未能帶動經濟增長，再加上內地信貸過度擴張，潛在壞賬、影子銀行以及地方債累積大量風險，中央不能放寬貨幣政策以刺激經濟，在內憂外患夾攻下，中國經濟無可避免要接受減速的現實。

## 金價波譎雲詭 短線投機風險大

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管 陳羨明

金價四月中旬大幅下挫，由於美元指數突破84高位，氣勢如虹，金價略為反彈後，五月中連續七個交易日下跌，成為近四年來最長一次跌勢。上月底美聯儲定下退市的路線圖，美元再呈強，金價再度大幅下挫至兩年半的低位。金價飽受重挫之餘，凸顯趁低吸納的風險。

金價四月十二、十五日兩個交易日之內跌幅達12.79%，揭開下跌序幕，標誌「牛盡熊來」。雖然其後有不少消費者趁低吸納黃金，使金價在近一個月內一度反彈至1,470(美元，下同)水平，但五月中再連續七個交易日下跌至約1,362元的水平，累積跌幅逾7%。走勢相當惡劣，反彈勢只是曇花一現。

從金牛市的近十多年來的走勢變化可以看到近期的跌勢並不輕。金價從2001年2月的253.5元低位開始步入新牛市，到2011年9月漲至歷史高峰1,923.1元，升幅達1,669.6元或5.59%。途中在2008年3月至11月金融海嘯期間出現過351.1元或34%的大跌幅。而自2011年9月從高峰回落至今，共累積了636.1元的跌幅，以失去的價位計遠超於金融海嘯時，但跌幅比率為33%則略遜。

### 大部分投資者逐步離開金市

縱觀環球形勢，其實大部分國家的投資者正逐步離開金市。很顯然，實金的需求根本難以支撐黃金擺脫熊市的羈絆。以實物黃金擔保的交易所交易基金(ETF)，資金大舉持續流出，對金價構成巨大的迫降壓力。

據世界黃金協會最新資料，第一季整體黃金需求減少一成三，為三年來最低。據截至五月份的數據，交易所基金SPRD黃金信託的持量已減至約1,047噸，是2009年春以來的最低水

平，可見黃金資產已不再是投資者的寵兒。即使期內黃金飾品需求上升，但顯然未能抵銷黃金交易所基金減持的衝擊。

看深一層，投資者逐步離開金市有其原因。從目前全球經濟與金融形勢看，通脹幾無威脅之力，意味著實質利率在回升中，黃金投資價值急遽貶降。2008年金融危機之後，歐美日以超寬鬆貨幣政策刺激經濟，超低息率環境刺激資產價格飆升，而通脹卻未成氣候。美國四月份消費者物價指數(CPI)下滑0.4%，已連續兩個月下跌。是2008年12月金融危機低谷以來最大降幅，五月略回升0.1%，剔除食品和能源的核心CPI同比僅上升1.7%。美國聯儲局資產負債表規模，自去年9月底至今急促膨脹了21%，但同期金價卻反跌了27%。兩個極具反諷的數字說明，金市對量化寬鬆造成的通脹預期反應已過度，之後不得不作出調整。

美元再度轉強加大了本已急跌的金價跌勢。五月中至六月中，日圓一度反覆回升，美元出現調整，金價曾回揚。六月底美聯儲以歷來最清晰的語氣定下退出量化寬鬆的路線圖，在退市和美國經濟預期好轉下，跨境資金加速回流美國，美元再呈強，回升至82的水平，美國十年期國債息率飆升上2.5厘水平，金融資產收益預期驟變，急遽重新定價，商品價格下跌，現貨金每盎司更跌破1,300元。

目前，在低通脹，美元再度強勢，利息趨升下，黃金黯然無光。但長期而言，黃金無信用風險，市場深廣度大的投資保值功能，卻始終不能一筆抹煞。照發展形勢看，一方面，歐洲央行暗示必要時會考慮採取負利率，中國內地經濟增長放緩未見刺激政策，美聯儲局提出退市但遠未達退市條件，使這一輪金價由牛轉熊的跌勢，運行基礎顯得反覆易變，走勢波譎雲詭。這使交易的投機性更為濃厚，無可避免對短線投資與投機都造成更高的風險。

## 剖析窩輪持貨風險

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

曾聽聞不少投資新手，會選擇以窩輪代替正股入市，他們誤以為窩輪入門門檻低，涉及風險也相對較低，凸顯不俗的價值博率，這些似是而非的概念，最終令他們陷入危機中。當然，追求回報便要承擔風險，就讓我們一同探討買賣窩輪的不同投資風險。

筆者接觸不少投資者，對窩輪投資的認識相對片面，部分只為賺快錢，期望點石成金，也有朋友視為洪水猛獸，標籤所有窩輪產品都是碰不得的高風險產品，賭博性質較高，隨時會血本無歸，其實，這只說對了一半，無可否認，相對一般正股資產，窩輪涉及槓桿買賣，風險自然較高，即是說，當投資者「睇錯市」，虧本的機會也相對較多。

投資窩輪的最大風險，就是有機會在最差情況下，損失所有投放的資金，這也是坊間所指，「窩輪成廢紙」的說法。然而，並非所有窩輪產品同屬高風險，風險高低，主要取決於相關條款，特別是槓桿比率或尚餘日數等。所謂槓桿，就是相關資產每轉變1%，帶動窩輪變動的幅度，槓桿越大，輪價波幅自然越高。

### 低槓桿窩輪殺傷力較低

部分中長年期的窩輪，槓桿比率可能只有數倍，相比一些即將到期的末日窩輪，槓桿可達成20倍以上，風險自然不能相提並論。試想像，2倍槓桿和20倍槓桿的潛在風險，是完全不一樣

的。高槓桿的窩輪，能把資產的回報和風險同時放大，值博率高，殺傷力也同時較大，而槓桿低的條款，殺傷力自然較低。

而距離到期日長短也會直接影響窩輪波動性，以及時間值耗損速度。要知道，每一隻窩輪都有特定期日，而窩輪價格內藏的時間值，每日均會持續流逝，速度也會逐漸加快，因此，窩輪並非宜作「購買並持有」(buy & hold)的投資產品，至於坊間所謂「窩輪成廢紙」的現象，其實是指個別窩輪在到期時完全失去價值，以看漲的認購證為例，如果在到期日，相關正股結算價等於或低於行使價，窩輪便會失去價值，當然，只要正股收高於行使價以上，認購證便有價值，而且回報是沒有上限的。

此外，引伸波幅作為窩輪的訂價因素之一，任何波幅轉變也會對輪價帶來直接影響，簡單來說，當市場逐漸歸於平靜，引伸波幅也有下調壓力，對認購和認沽證的價格帶來負面影響。

話說回來，買賣窩輪的風險其實是可以，也需要控制的。經驗告訴我們，一般窩輪投資者最終全軍覆沒，都是經過一段時間累積而成，甚少會即時發生，同時往往源於未能嚴守止蝕，在「睇錯市」時仍一直持貨，最終窩輪價值隨著時間值每日流走而下跌。因此，投資者買賣窩輪必須連戰連捷，並應根據自己所能承受風險程度，配合對大市或個別股短期走勢的信心選定適切條款，更重要的是控制入場注碼以及嚴守止賺止蝕，切勿因窩輪價格低廉而投入過量資金，以致最終難以承擔。若自知缺乏紀律性，在市況逆轉下難以果斷地執行投資決定，槓桿產品還是不宜沾手為佳。

(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

## 市場現恐慌 調整漸近尾聲

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璇

5月下旬至今，市場上不利股市的消息較多，港股回吐至去年秋季水平。其中，市場關注的美聯儲貨幣政策立場已於6月19日揭曉，一如市場預期維持低利率政策和每月買債速度不變；購債速度預期於明年逐步調低，但再次加息的時間將為2014年之後。

接着，市場對中國經濟下行風險增加出現恐慌，增加港股拋售情緒，主要體現於最近較為遜色的經濟數據中。截至20日，港股、中國內地、部分東南亞股市如菲律賓、泰國、印尼跌近8%；21日，中港歐美股市再跌約2%，部分東南亞股市則再跌約4%。歐美股市5月至今表現相對頑強。

最新6月份匯豐中國製造業採購經理人指數初值回落至50以下收縮區域，反映需求疲軟，短期經濟景氣度轉淡；加上打擊房價和控制影子銀行的措施，市場流動資金頓時過分收緊，使借貸成本抽升。中國央行於20日依然未向金融系統注入資金緩解市場壓力；流動性關鍵指標7天抵押回購利率一度升超過25%，然而多年來的平均只是約4%左右，直至21日早些時，中央才透過市場操作向市場投放資金。

上台至今，新領導對中國未來的發展方向和趨勢還未提出新的改革方案，加上，中央對協助穩定市場波動的舉措，令人推測政府可能也在其中扮演着一個重要角色，並且傾向關注經濟結構改革。因此，政府對經濟增長放緩的容忍度變得較為寬鬆，並在積極考量及制定經濟各方面改革和總體方案。

### 三項重要趨勢值得關注

我們預期下半年中央將出台更具體的有關方案，包括3項重要趨勢：第一、建立內需消費規模，包括相應投資需求，可以釋放近百萬億元人民幣，藉此達到可持續增長，第二、繼續推進城鎮化人口增加，增加社會中等收入階層人口，以擴大內需，以及解決長遠人口快速老齡化對經濟轉型的制約。

目前，中國中等收入階層只佔整體人口23%，美國中等收入人口則佔約45%，可見中國中產家庭嚴重偏低。第三、經濟增長向社會資本方式開放，推進社會主導的增長模式。由於資金價格信號功能長期以來的減弱，當中利率和匯率市場化改革最為關鍵，才能協助經濟結構調整和拉動內需經濟增長模式。恒生指數今年至今已跌10%，恒生中國企業指數今年至今更下跌19%；相信已調整近尾聲。投資者可留意入市良機。

## 如何打破市區重建的困局？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

「1·29馬頭圍道塌樓慘劇」已經發生了三年多，帶出了香港的劏房和市區重建困局。三年過後，劏房情形愈演愈烈，基本上已遍佈港九和早期開發的新市鎮中心區。據香港社區組織協會估計，目前香港的劏房和籠屋人口已突破十萬人，並有年輕化和專業化趨勢。

踏入最近兩年，舊樓重建遇到了眾多新增難關，令私人發展商重建市區舊樓的意慾大減。業界主要面對幾大難處，這包括新增雙辣招的沉重稅項大大增加收購達二成、最新執行的一手銷售條例規定以實用面積出售和建築物附近250米內完整性用途披露使單幢式住宅單位銷售成本上升和受歡迎程度降低，長期高企的市區樓價，令小業主必須企硬叫價才可達成同區「樓換樓」的願望，以及政府加速推出新市鎮和市區新開發區中大塊地皮，令市區重建項目吸引力大減。面對着這個發展困局，究竟有何方法去打破呢？

### 市區「蚊型」地皮重建效益

如果以經濟效益去分析，筆者可以大膽說明市區「蚊型」地盤基本上沒有太大重建效益。從簡單的數字分析，市區中地盤可建面積少於三四千平方呎（相等於港九市區四個街道號碼）正好歸納為「蚊型」地皮。以港九地區為例，一般的住宅覆蓋率只是約1/3，即三千呎地盤以上的住宅標準層約為一千呎，這才可有效地分隔出二至三個獨立住宅，具合理實用率、底層/平台可設置康樂設施和大廈管理更有成本效益。在剛剛執行的一手銷售條例下，發展商需要以實用面積標榜和符合250米範圍內多種用途披露要求，這大大增加了銷售成本和減低單幢式住宅大廈吸引力，從粗略成本分析三千呎以上市區地盤才有合理的成本效益。

其實市區舊樓開發主要成本除建築成本和小業主的收購金額外，重建繳交給政府的補地價金額多少肯定會影響發展商剩餘利潤。以往眾多舊區地皮因為地契上的較「寬鬆」

重建條文得到「甜頭」而無需背上巨大補地價金額的重擔，但最近舊樓收購活動面對一項新增的挑戰。終審法院最近判決對於政府租契上有關「房屋」(House)的規定，眾多類似地區如九龍城、土瓜灣、紅磡、深水埗等等的重建舊樓活動勢必受到嚴重影響。如果地政署落實更新補償地價作業備考，從而規定這類地盤必須須付上補地價才可以重建，則會令其重建價值大跌。

於2001年5月1日，市區重建局（簡稱市建局）被立法成為香港專責處理市區重建計劃的法定機構，其運作模式是以財政上可持續的方式營運。自2011年起，市建局更推出業主需求主導的重建模式，舊唐樓重建只需集合成七業權，就可向市建局申請。為了加速本地居民上市區樓，市建局可聯合眾小業主推出「港人港地」條款，因應特定條例地政署於作業備考中經相關法例通過後引入補地價折扣率，再以規定的市場折扣價出售到小業主手中。

對於小型市區地皮，整體重建可能是沒有經濟效益，市區重建局應聯合眾小業主進行舊樓重整計劃。因為公屋的供應長期低於需求，又加上近年不少大陸新移民來港，舊唐樓單位紛紛改裝成為「劏房」以換取最大收益，每間「劏房」約二百呎以下並有獨立廁所及廚房。市區重建局應設立「劏房」研究小組，連同相關政府部門，研究並制定「劏房」興建的作業指引，並邀請小型市區地盤業主合作去合法改裝單位成為「安全、舒適、宜居」的獨立性房間！

特區政府表明房屋政策是今屆政府的「重中之重」，但面對着找尋合適土地建標的現實迫切問題。隨着本港開埠發展百年，市區的三十年以上樓宇於未來十年內突破二萬幢以上，市區重建/重整已經迫在眉睫。特區政府應着力加速以大型地盤重建步伐和鼓勵小型地皮重整計劃，既可有效釋放更多土地資源去就地安置，更可短期解決中低下層的市區「劏房」需求，待中長期房屋供應量增多去平抑房價呢！在中長期房屋政策上，特區政府應該妥善處理經濟和社會效益，才可令市民「安居樂業，社會繁榮」！