

利率市場化短期不改內地金融業格局

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

人行於三中全會前夕，正式運行貸款基礎利率（LPR）集中報價和發布機制，由於這一利率是由銀行間自行釐定，反映中央對利率之操控力度不斷減弱，此舉符合與中央最近大力推行的市場化方針。

利率市場化將會帶來價格競爭，雖然這將會令內地金融市場之借貸利率因競爭而得以下調，令銀行息差收窄，減少由存貸息差中獲得利潤。但事實上，由於資本較雄厚，大型銀行能夠接受以較低息率佔市場份額，以彌補因息差減少而造成的利潤損失，因此，受利率市場化影響最大的，是行業中較弱的對手，即規模較小之銀行。

在這種情況下，一旦金融市場出現波動，這些規模較小的銀行破產的機會將會增加，起到增加銀行業集中度的作用。事實上，這亦是過往已發展國家在推行利率市場化後所得出之結果，如美國般，在1985年以前，資產規模在100億美元以上的銀行佔銀行總數小

不過，從目前內地銀行業的情況來看，行業相當集中，大型股份制商業銀行的市場佔比超過一半，甚至三分之二。由於具有經濟規模，利率市場化對內地金融機構之格局，短期內未必能起到很大的改變。

但從另一個角度去想，由於中國金融市場仍未完全成熟，過快之變化反而會增加風險，因此，市場格局變化不大亦並非壞事，令中央仍能夠透過國有銀行，以控制貸款利率之變化速度。而這一點，從《貸款基礎利率集中報價和發布規則》中，四大國有銀行對貸款基礎利率的形成佔比逾七成便可看出。

而內地利率市場要實現完全市場化，仍有重要的一步需走；取消存款的定價之上限管制，因為這是銀行取得資金之成本所在，而相信這一步，要等待人行貸款基礎利率集中



■人行於三中全會前夕，正式運行貸款基礎利率（LPR）集中報價和發布機制。中新社

報價和發布機制運行一段時間後，並在市場開始出現淘汰弱者時才會出現。

表人行再不能控制利率，如聯儲局透過公開市場操作來調節同業拆借利率，影響商業銀行短期資金成本，繼而影響商業銀行之借貸利率，只是操作手法不同而已。

話說回頭，即使利率完全市場化，並不代表

三中全會倡改革 市場期待高

太平金融、太平證券(香港)研究部主管
陳羨明

中國10月製造業採購經理指數（PMI）及非製造業商務活動指數均勝預期，反映穩經濟見效，預計今年全年經濟增長將可達7.5%。雖然分項數據可觀察到經濟動能的疲態，惟對市場衝擊有限。市場對三中全會的改革有很大的期待，情緒偏樂觀，三中全會反而是股市回調的風險窗口。

國家統計局剛公佈的內地上月PMI為51.4，非製造業商務活動指數為56.3%，不但兩者均高於市場預期，更分別是18個月及14個月以來新高，與此同時，匯豐公佈PMI終值50.9，並未如上月較初值回落。

製造業回暖勢頭良好，加上非製造業去年8月以來的保持擴張態勢，預示未來宏觀經濟可望保持平穩，今年全年經濟增長將可達7.5%，此為中央所定的下限。內地經濟近月持續回暖，正如統計局所指，主因是中央一系列包括穩經濟措施的效果逐漸顯現。

但是，10月中採製造業PMI環比仍偏弱，個別分類指數不強，甚至仍處收縮水準，顯示復甦力度依然較弱。中採製造業10月PMI環比上升0.3個百分點，偏弱1。分項看，10月生產指數上升1.5個百分點至54.4%，成為PMI指數繼續攀升的主要因素，但從訂單及價格指數看，需求已現疲態，這使供需矛盾有所增大。且在10月PMI指數中，

大型企業和中型企業的PMI都上升，分別為52.3及50.2，都處50此擴張與收縮的分界線之上，但小型企業PMI卻不但續跌，更處於收縮的48.5水平。

第四季經濟增長存下行壓力

10月PMI繼續回升反映出經濟的慣性，但分項數據可觀察到經濟動能的疲態。預計10月工業增加值將繼續小幅回落，第四季度經濟增長存在一定下行壓力。但由於僅是小幅波動，對市場衝擊有限。

同時，目前市場流動性已經有所緩和，7日質押回購利率回落至4.6%的較低水平。符合10月25日我們在本欄題為「人行微調流動性 錢荒憂慮似過敏」一文的預判。港股恒指過去一周回升了2.17%，表明流動性憂慮對市場的影響已趨緩和。

三中全會臨近，三中全會是指導經濟、社會改革大方向的大會，預計會在國企改革、財稅體制、資源價格、土地流轉等方面提出一些原則性、方向性的改革方案。習近平稱，「三中全會將提出綜合改革方案，就全面深化改革進行總體部署」。俞正聲指出「這一輪改革範圍之廣，力度之大，都將是空前的」，市場對三中全會的改革有很大的期待，主流媒體也報道國務院發展研究中心課題組對於改革的方案。但改革的具體措施可能需要各個部委再次細化或者出現改革力度低於市場預期的情況，市場情緒過於樂觀。

英國經濟復甦帶動市場前景明朗化

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

美股持續表現強勢，本周標普500指數一度升至1,775的歷史高位。而美股在最近一個月上升了4.86%，但若與其他的股市表現比較，除日本外，美股上升的幅度有放慢跡象。分析標普於過去10年第四季的表現，大多數的表現皆為正增長，因此目前的季節性因素較佳。按季錄得負增長最嚴重的是2008年，按季下跌23%，另有兩年均錄得3.8%和1%的下跌。

事實上，參考花旗經濟驚喜指數，最近一個月，美國、歐洲、中國、新興市場以及日本皆有回落，各地區的實際經濟數據均較市場預期遜色。按目前股價，標普500今年預期的市盈率為16倍，較過去10年平均14.8倍為高，反映美股現時價格相對較高。據彭博數據顯示，標普500在未來兩年將預期每股盈利按年增長11%，企業表現優良或可支持支持明年表現，但短期上升的空間預期不大。另一方面，聯儲局昨天會議後決定將不會改變現時的買債規模，短期內有利資金回流至新興市場股市。

據聯合國貿易和發展會議（UNCTAD）於上月31日發表的報告顯示，今年上半年，全球外國直接投資流入按年同期增加4%至7,450億美元。其中，流入成熟國家的資金有所減少，而流入發展中及新興國家的資金則佔全球流入的60%；當中亞洲新興市場流入雖稍有所減少，但仍佔全球流入的25%。

房價升幅正進一步加快

成熟國家當中，英國上半年成為直接投資流入金額最多的國家，高達750億美元，當中包括一宗嘉能可（Glencore）和Xstrata的合併交易。事實上，英國經濟今年一直有明顯復甦跡象。經季調10月份房價指數按年升5.8%，按月升1%，可



■圖為英倫銀行。 彭博社

見升幅正進一步加快。建築業則繼第二季度後，第三季連續出現按季增長；製造業方面，第三季度的平均表現較第二季有明顯的增長；而其他行業亦有較強表現。因此，預期下半年的英國經濟會以較快的步伐增長。

據安永會計事務所發出的報告指，今年頭9個月共有566宗首次公開招股集資，共948億美元，較2012年同期有所增長。隨着全球經濟復甦，今年第四季至明年的IPO活動預期也將會明顯加快。此外，由於投資成本較低，一些經濟剛剛回穩的歐洲國家、新興歐洲國家和亞洲國家都是值得投資者注意的市場。另一方面，全球跨境併購和IPO活動擴張，也反映了投資者的信心回穩。MSCI新興市場指數（MSCI Emerging Market Index）在一個月內回報高達5.7%，年至今回報為1.3%，筆者相信明年將有更大的上升空間。

嬰兒潮長者帶來的市場機遇

筆克遠東集團主席
謝松發

人口老化是本港近日熱門話題，這議題不只影響本港，亦是歐美、亞太及中國大陸也面對的問題，不單是民生問題，也衝擊着營銷推廣及品牌策略。香港的嬰兒潮高峰期是1969年，再過幾年這群嬰兒潮一代將屆退休年齡，社會上將出現的大多數人是退休年齡組別的人，然則比起以前，這群嬰兒潮長者卻是高教育水平，熟悉電腦產品也具影響力的一群，對營銷推廣和品牌而言，是值得注意的一群消費者。

首先，嬰兒潮長者對產品資訊方面有一定的要求，要充分提供足夠而實用的資料，如果是醫療及保健類產品，就更加要令用者明白用法及細則，以往這類消費者由於工作太忙而無暇兼顧生活上細節，今天一下子退休了，閒下來的精力將會投射在日常生活當中，故此很多產品及服務的資訊及條文，必需滿足這群精明的消費者。

昔日，這群消費者經歷了電腦產品及遊戲機的產生過程，從第一部傳真機，第一代水壺手機，見證到今天五花八門的多功能電話及平板電腦，即使退休，他們對這類新

產品的追求仍然殷切。而因着他們的退休狀態，他們更能享受芸芸新功能的成果，成為口碑的重要部分。嬰兒潮長者將是營銷的挑戰，原因是他們的深不可測，雖同是六十歲，但他們有着不同的背景、專業及學歷。

廣告為新一代長者的作用是吸引注意，具體產品的功用必需有誠意地讓消費者了解清楚，而平面設計及字體大小方面就更需要切合長者的視力了。體驗對新一代長者而言是重要的；基於這群消費者的學識，產品所提供的體驗對選購過程非常重要，如試車，試食及試用，這群消費者往往持有長期消費的尊貴會籍，慣常被酒樓食肆及高級會所以及陳先生李小姐尊稱，故新產品要投其所好，必需打入他們的生活模式。

新加坡早於幾年前已成立專責小組致力促導人口政策，並將老化問題化成機遇，筆克也連續多年為當地舉辦50+博覽，原先的50是目標年齡，今年已將目標年齡降至45歲，而參展商的數目和種類也更趨琳琅滿目，簡而言之，嬰兒潮長者帶來市場機遇，品牌要成功必需能幫助長者達到某種目的，未來長者的真實年齡並不重要，重要的是他們有足夠的智慧及能力為自己選擇以何種年齡模式去生活。

探討人民幣「外升內貶」

時富金融策略師
黎智凱

美國上周公佈的當月初請失業金人數下降10,000人，至340,000人，這已經是當周美國初請失業救濟人數連續第三周下降，表明勞動力市場在進一步慢慢改善。10月份芝加哥供應管理協會製造業採購經理人指數PMI飆升至65.9。最近，一連串的經濟數據表明美國經濟正在超預期復甦，尤其是美國製造業經濟表現的強勁，可能會為美國第四季度經濟的增長帶來動力。

11月1日，中國內地國家統計局公佈的10月PMI數據為51.4%，連續4個月回升，創18個月新高。於同一天公佈的匯豐中國PMI終值為50.9%，連續3個月回升，也創下7個月以來新高。3日發佈的10月非製造業PMI也升至14個月新高的56.3%。

內地官方及匯豐製造業PMI齊升，顯示內地經濟繼續復甦。內地經濟基本面持續好轉，人民幣似乎有足夠升值的理由，但為什麼內地的人們感覺經濟越來越困難了呢？筆者就從人民幣升值這個方面來簡單說明一下。

近幾個月以來，隨着美元與日圓不斷的貶值，人民幣匯率一直在「掙扎」中上升。實際上，人民幣升值是相對於其他

貨幣而言的，就是人民幣的購買力增強。比如在國際市場上原來一元人民幣只能買到一單位商品，人民幣升值後就能買到更多單位的商品了。這正好在現實生活中反映出來，現在越來越多的中國人喜歡出境旅遊，因為購物相對來說更便宜了。而大多數普通市民覺得，在日常消費的時候物價越來越高，錢越來越不值錢。前者是講人民幣在內地的購買力，後者則關涉匯率。

人民幣升值的主要原因是來自中國經濟體系內部的動力以及外來的壓力。其中內部影響因素有國際收支、外匯儲備狀況、物價水平和通貨膨脹率的高低、利率水平、投機活動與市場心理預期、經濟增長狀況等等。

應弱化人幣單邊升值預期

筆者認為，人民幣升值這一現象是多個因素、各種力量共同作用的產物。但內因是關鍵。自2005年7月21日，內地啟動了人民幣匯率形成機制改革，匯改這8年以來人民幣始終存在較強的單邊升值預期，要破解人民幣「外升內貶」難題，除了要採取相應措施平抑物價外，進一步完善匯率形成機制才是關鍵所在，弱化人民幣的單邊升值預期。

啟動新昆明 明天春城在呈貢

特許測評師、中國房地產估價師、山西省政協委員
張宏業

五百里滇池，奔來眼底，披襟岸帙，喜茫茫空闊無邊……百年來，昭示在滇池旁大觀樓這副長聯恆久不息地道出百年大觀文化、千年春城文明。民國期間的多少詩人、名人、建築大師如朱自清、馮友蘭、冰心、費孝通、沈從文、梁思成夫婦都在昆明留下不少令人回憶的片段。著名的社會學家費孝通先生更以「遠望滇池一片水，水明山秀是呈貢」去讚譽呈貢區。

2003年昆明市政府啟動了現代新昆明建設，並於5月底確立並形成「一湖四片」的城市格局，以滇池為中心，構建以昆明主城核心區、呈貢新城區等等的「大昆明城市區」。按照該建設規劃，呈貢新區是整個「新昆明」建設的重頭戲，作為新昆明東城的呈貢新區，控制範圍160平方公里，規劃建築面積107平方公里，將擁有人口95萬。規劃定位為一個集商辦行政中心、高等教育科研園區、娛樂/文化/休閒中心、新興工業園區、花卉為特色的生物產業基地，現代特色物流中心等集羣形勢的城市區域。

為了配合呈貢的未來高速發展，今天的呈貢已具有完善的交通格局，包含連接昆明主城區的幾條城市主幹道已陸續完成使用中及昆明地鐵1、2號首期工程南段已於今年5月20日通試運營。按照地鐵總體規劃，昆明地鐵共有9條線，其中1號線為連接主城至呈貢新區的南北向骨幹線，全長約41.4千米共26站，將主要兩大片區（吳家營片區和雨花片區）「極速」地互動起來。

另外，4號線為昆明主城內部及主城與呈貢新區之間的補充線路。該線路走向與昆明市內滇池鐵路的城市米軌線路大致相同，全長約42.94千米，擬設22個車站。對外方面，呈貢新區距離昆明新建的長水國際機場只有約三十分鐘車程，而開工建設的火車站將是泛亞鐵路的始發站，是第三歐亞大陸橋的起點。

最近，筆者參加項目盡責團隊專程赴呈貢考察房地產項目。今次是筆者第三次到昆明，這座2012年才開始營運的長水國際機場給我太棒的首個印象。昆明新機場航站樓有着54.8平方米的總面積，樓高共六層（地上、地上各三層），可

以滿足2020年旅客吞吐量3,800萬人次，正好配合昆明市政府於9月26日出台的《關於加快建設世界知名旅遊城市的決定》，期望力爭打造成為中國一流、世界知名休閒旅遊目的地。

經過約30分鐘暢順車程後，團隊一行到達呈貢中心區，發現沿路隨處可見施工工地，因為新區依然處於開發階段使大量開發商匯集在這片投資熱土上。在這座位於海拔2,000米以上的高原城市，筆者感受到春城的四季如春的氣候，走在工地上享受十幾度的徐徐涼風，頭上藍天白雲，目內綠化處處，路旁不少花卉市場，深深體會雲南之昆明作為一個旅遊名城的原因。

同其他城市搬城一樣，呈貢新城的樓價由2008年的住宅起步單價約1,650元（人民幣，下同），經過兩年基建期緩步向上至2010年的3,200元，及至2011年的突破5,000元大關！經過五年的逐步轉變，該區住宅項目已由定向開發漸漸走向對外銷售的商品房。前期的定向開發項目對象屬於政府、大學機構等的福利房，內部裝修從簡及位置較偏使其售價處於較低水平，但隨着定向項目已大量入伙，未來住宅項目會面向對外公開發售的商品房，現時售價大致在6,000至8,000元內，視乎地理位置、項目整體規模、鄰近商業/娛樂/教育/文化配套設施、發展品牌效應等等。

區內中心區仍大幅「低水」

因為大量大學師生的進駐及政府/大機構僱員的大批遷入，呈貢新區增加不少人氣使商業氣氛不俗。根據當地權威市場研究，昆明全市九月份的住宅、商業及寫字樓均價分別是8,300/M²、35,600元/M²及22,000元/M²，較昆明新區主要中心區仍然大幅「低水」，因呈貢區內的住宅約6,000-8,000元/M²及商舖在10,000-15,000/M²元左右而已。再者，於今年9月中，呈貢區雨花片區北部掛牌出售了片住宅/商務用地，其樓面地價只不過是711元/M²，發展商再加上建築成本/費用，仍然享有超過40%的淨利率，是不俗的投資項目。

筆者發出公開邀請，如果有投資者願意去雲南昆明「瀟灑走一回」，筆者樂意作嚮導介紹昆明呈貢區的項目，享受特色雲南美食、遊玩昆明滇池/龍門/石林風景區，實是一舉數得。