

# 內地貨幣政策傾向中性偏緊

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管  
**陳羨明** 百家觀點

十八屆三中全會即將召開，從過去四次三中全會召開前後的情況看，會議的召開前後股市有漲有跌。短期而言，若股市已充分反映了政策預期，則會作適當的調整。長期看，則市場注意力將集中在改革紅利釋放的方面，影響市場的因素在於會後政策的調整與宏觀經濟的表現。市場普遍認為，會議將提及的改革對未來中國經濟發展十分有利。

就以金融改革來說，從換屆以來的各項金融調控看，貨幣政策和金融調控從總體經濟政策變化的取向已經明確。針對經濟結構調整這一長期經濟目標，預計貨幣政策中性偏緊會持續較長時間。

10月21日，李克強總理應邀在中國工會第十六次全國代表大會上作了經濟形勢報告。報告深刻分析和闡述了中國內地的經濟形勢，闡釋了內地經濟中長期發展趨勢。從李克強總理的講話中可以看出未來的政策方向。

就金融方面而言，李克強總理不主張擴大財政赤字、增加貨幣供給量。其指出，目前財政赤字已經到了2.1%，接近3%的警戒線水準，不能再

繼續擴大。而當前M2存量已經超過GDP2倍多，貨幣存量已經很多了，如果再繼續超發貨幣，會引發通脹，要堅持不擴大赤字，既不放鬆也不收緊銀根，保持定力、穩定政策。很明顯，該基調會延續，預計明年的貨幣政策將會是中性偏緊，以盤活存量為主。

其實，金融落實到經濟結構調整和轉型這一目標中，李克強總理之前就提出，整體思路是「貨幣政策要保持定力，既不放鬆也不收緊銀根，重點是通過盤活存量、用好增量來支撐實體經濟發展和結構調整」。後再進一步總結為，「把握好穩增長、調結構、促改革、防風險的平衡點，重點是創造一個穩定的貨幣金融環境，促使市場主體形成合理和穩定的預期，推動結構調整和轉型

升級」。並指出，「經濟可能將在較長時期內經歷一個降槓桿和去產能的過程，房地產、地方政府性債務等問題比較突出，資源環境約束也明顯加大，結構調整和轉變發展方式的任務十分艱巨。」

在總體中性偏緊以促進經濟結構調整的目標下，人民銀行11月5日發布的《2013年第三季度中國貨幣政策執行報告》進一步提出，輔以「着力增強政策的針對性、協調性，適時適度進行預調微調。根據流動性形勢變化，靈活調整流動性操作的方向和力度，通過逆回購、常備借貸便利(SLF)等工具，有效應對了多種因素引起的短期資金波動，並把凍結長期流動性和提供短期流動性兩種操作結合起來」。

可以看到，中央正盡快將政策落實到行動中。人民銀行前天首度公布SLF操作數據，加強流動性管理的訊息透明度，為利率全面市場化營造更多有利條件。看情形，即將舉行的十八屆三中全會，將對金融改革勾勒出一幅更清晰的藍圖。



■分析認為，針對經濟結構調整這一長期經濟目標，預計貨幣政策中性偏緊會持續較長時間。

## 從央行及基金規模看資金流向

康宏投資研究部環球市場高級分析員  
**葉澤恒**

目前最能主宰全球金融市場走勢，企業盈利已非最重要，而是一眾中央銀行及對沖基金。何解？主要是因為一眾央行自2008年金融海嘯後，不但推低利率，以刺激經濟增長，而且更推出多次量化寬鬆或購買資產。這情況，在已發展國家的情況最為明顯。至於新興市場方面，其實自金融海嘯後，由於區內經濟及財政情況相對健康，故於2011年中一度步入加息周期。

惟好景不常，歐債危機於2011年開始爆發。由於歐美日等國家經濟均出現緩慢增長的情況，令新興市場的出口本已開始出現放緩。今年5月聯儲局主席伯南克更明言，聯儲局將會視乎美國的經濟情況，可能減少買債。在這情況下，難怪全球金融市場即時出現震盪的情況。

美國聯儲局已推出了多年的量寬措施，雖然中途曾經作出改變或加碼，但對經濟的刺激力或成效，相信大家心中有數。即使如此，其明目張膽的程度，絕不及日本央行。日本央行自去年開始推出量寬措施，刺激經濟增長後，日本股市及債市一度出現震盪的情況。但自日本央行開始量寬及購買資產後，當地市場其實開始出現變化。

據日本證券交易所協會統計顯示，當地今年7至9月日本銀

行業及保險業的交易金額只有37.9兆日圓，相當於3,850億美元，是2004年開始以來最低。去年第二季，當地債券市場的交易規模達到98兆日圓，是創紀錄以來最高水平。日本央行於二手市場大量購買債券計劃，令日本債券市場的活躍程度大減之餘，亦令債券市場欠缺了反映日本的財政風險。

### 美日減買債 債息上升難避免

表面上，美日央行的量寬政策沒有太大分別。正因推出時沒有什麼大分別，故預料當兩國央行開始傾向減少買債，將會引發投資者開始預期央行下一步加息。在這情況下，兩國央行只要提及傾向減少買債，債券市場便不能避免地出現波動的情況，而債息上升更難避免。

央行的貨幣政策，亦對全球投資者，帶來投資的決策影響。據海外媒體的統計顯示，由債券大王格羅斯操盤的PIMCO總報酬基金，今年基金規模減少了375億美元，到只有2,479億美元。相反，先鋒總股票市場指數基金，截至10月底的總資產規模達2,510億美元。因此，債券大王基金的操盤規模，已被股票基金取代。

據美國投資公司協會統計，今年美國債券型基金總共錄得資金淨流出1,170億美元，而同期美國股票型基金錄得350億美元的資金淨流入。但資金會否持續由股市流向債市，仍要視乎企業盈利及聯儲局未來的貨幣政策。

## 內地餐飲行業面臨洗牌

比富達證券(香港) 業務部副總經理  
**林振輝**

近日市場傳聞私募股權投資公司CVC Capital Partners，以約3億美元收購內地高端餐飲連鎖店俏江南69%股權，不過隨後俏江南負責人表示否認。俏江南早在去年年底已經通過港交所聆訊，不過卻遲遲未見上市。這個時候傳出收購傳聞，不管真假，都反應出現時內地餐飲行業，尤其是高端餐業正經歷「寒冬」，普遍患上資金「飢渴症」。

今年以來，內地餐飲行業突遇寒流，主要是因為國家打擊三公消費，客流大減，加上經營成本不斷上升及食品安全問題的不斷出現，更是雪上加霜。筆者預計，未來內地餐飲行業將會面臨新一輪洗牌。今年年初，中央發起節儉運動，推出「八項規定」、「六項禁令」，即是全面打擊奢侈消費和腐敗，禁止收受禮品和豪華商務宴請，內地飲食行業，尤其是中高端飲食業隨即集體進入「寒冬」。

據百納資訊披露，今年前三季度，全聚德實現營收同比下滑3.59%至約14億元(人民幣，下同)，淨利潤則同比下滑13.7%至1.17億元；湘鄂情營收大幅下滑38.19%至6.4億元，淨利潤更是錄得3.03億元虧損；小南國雖然今年上半年營業收入同比增長4.6%至6.8億元，但淨利潤卻下滑43%，僅剩3,183萬元。事實上，節儉運動只是將已經存在的行業問題放大了，筆者預計，節儉運動將成為內地飲食業洗牌的催化劑。

自2008年以來，內地餐飲行業已經呈現下降趨勢，增速已經連續三年低於社會消費品零售總額增長速度，而且差距逐年擴大。2012年的增速只有13.6%，是除了2003年「非典」之外，自1991年以來的最低值。究其原因，主要是運營成本越來越高和不斷出現的食品安全問題。

### 關注食安及成本高企

運營成本方面，據慧聰餐飲網數據顯示，過去十年店租上漲了大概4-5倍，部分餐飲企業店租甚至佔了營業收入的40%-50%；食材等原材料價格也持續上漲，2012年食材價格普遍上漲20%。運營成本持續上升，大大壓縮了經營利潤，導致2012年餐飲行業首次出現「負增長」，即是獲准新開的餐飲企業少於關停企業。

除此之外，類似「地溝油」、「人造魚翅」、「毒餐盒」等層出不窮的食品安全問題也嚴重影響了消費者信心。為了挽回信心及解決食品安全問題，今年9月12日中國烹飪協會首次在全國推動「餐飲業清潔衛生安全評估保障體系」，將通過對食品、餐飲企業實施標準化管理，提升企業的清潔衛生意識，減少食物浪費。相信若執行得力，假若時日市場信心將會有所回升，長遠來看，有利於整體行業的發展。

筆者認為，節儉運動和高成本等問題短期內都難以改變，內地餐飲業難免會面臨新一輪洗牌，建議留意率先做出調整、贏得先機的企业。

## 高端酒店需求大 美利可塑性高

香港專業人士協會副主席及資深測量師  
**陳東岳**

有44年歷史，位於紅棉路22號的中環美利大廈，港府規定只可以改裝作酒店用途並以公開招標方式出售，獲得市場熱烈反應，收到18份標書，以44億元售予中標者，平均樓面呎價達1.35萬元，高於市場最高估價達35%，除了反映本港對高端酒店房間的需求強勁之外，亦為港府保育歷史建築物所作的努力提供了一個成功的例證。

筆者在八十年代在地政總署任職時，曾在美利大廈上班，當年茶房阿姨所沖的奶茶，至今仍然十分回味。繼後該廈成不少決策局及部門的總部，包括運房局、發展局、食物及衛生局、政府新聞處等，筆者亦曾多次因公造訪，對該廈留下深刻印象，對於該廈成功找到新出路，亦感到欣慰。

### 另一保育政府建築物成功例子

其實早在2006年政府落實添馬艦重建新政府總部時，已討論美利大廈的前途，包括拆卸還是保育作其他用途。2009年的特首《施政報告》提及，政府考慮到美利大廈的特色和極佳的位置，建議在添馬艦發展工程竣工後，將美利大廈列作招標，改為酒店用途。去年2月份，時任發展局長的林鄭月娥，正式把美利大廈納入11/12年的賣地計劃內，今次成功高價標售，亦證明港府當時的決定正確。繼當年尖沙咀水警總部，現已建成1881 Heritage文物酒店及零售商場之後，這是一項保育政府建築物的例子，料會成為香港保育歷史文物的範例。

保育歷史建築的最大難題是，維修成本貴，舊建築物經濟效

益低，而今次美利大廈能夠成功扭轉劣勢，主要在於為舊建築注入新生命，令舊建築物重新投入經濟可行的運作，寶貴土地資源獲得被使用的機會。而香港近年缺高端酒店房間，紅棉道屬中環政經要地，亦為項目成功標售，提供了天時地利的原素。

項目招標勁收18份標書，說明發展商及酒店業界一致看好此酒店項目前景，現時市場對高檔酒店房間需求大，中環核心區高級酒店房間供應不足3,000個，最高檔酒店每晚房價近萬元，節日長假仍爆滿，但中環近年在四季及置地中華東方等酒店落成後，已鮮有新酒店供應，近年內地最高端消費商務旅客及遊客到港，多人入中環金鐘一帶，取其靠近本地政治經濟核心地點之外，另一考慮是就是不用長途跋涉，就近在比如置地廣場、IFC以及太古廣場等名店匯聚的商場購物消遣。

整體來說，是次項目可塑性高，雖然賣地條款指明不得拆卸現有建築，發展商只可改裝做酒店，由於大廈原本屬寫字樓設計，改做酒店需保留外殼，但加設大堂、會議、餐廳廚房、洗衣及後勤等設施，另外電梯、空調、改寫字樓間隔作酒店房間涉及浴室水電煤等工程。

受制於現有建築結構，估計改裝費用甚至可能比拆卸重建更高，但可幸美利大廈四面單邊而且地段內外交通及泊車設施完備，在酒店房間採光方面及旅北上落等交通條件等卻較易滿足法例要求。筆者預料中標者的設計師會把項目打造成六星級酒店，而附設的三成面積作商場，亦有機會成為新一代名店區。

目前鄰近中環金鐘一帶，較舊的商場如美國銀行大廈、力寶中心、遠東金融中心、統一中心及海富中心等，或有機會受惠於新酒店項目落成後，帶動更多高端客戶到該區購費、餐飲及消閒活動。

## 美原油庫存增 能源格局改變所致

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

自去年年底起，市場開始預期聯儲局將會退市，貨幣政策改變憂慮，令今年以來資產價格出現急升急跌的情況，於近月才有回穩跡象。然而，油價走勢則相對平穩，以紐約期油為例，雖然於4月份一度出現急跌的情況，並跌至86美元的水平，但整體上看第一季及第二季大部分時間均處於90美元至100美元之間之水平上落；而踏入第三季，交易區間則上移至100美元以上的水平，最近又再次回落至90至100美元的水平。

事實上，油價對聯儲局之貨幣政策較不敏感，實際之供需關係才是左右油價走勢之主因，然而，最近環球主要經濟體中，除歐元區外，其經濟數據維持相對正面，但國際油價近日卻反覆下跌，並未有受惠正面之經濟前景。

不過，從美國能源信息局之數據可看出，美國近月之商業原油庫存卻顯著上升，反映供應較需求為高。截至11月1日當周，美國商業原油庫存增加158萬桶，至3.85億桶，為連續第7周上揚，逼近今年5月份之高位3.98億桶。

事實上，今年5月份之高位乃美國能源信息局有紀錄以來之高位，因此，目前美國商業原油庫存的水平與過往歷史相比，實為甚高之水平，這亦是近日油價下探之主因。美國商業原油庫存自9月13日當周跌至3.56億桶之低位後便出現連續六周之升勢，至於紐約期油亦在相若的時間，從110美元的水平，回落至最近約95美元的水平。

### 美國未來將成能源出口國

美國原油庫存之所以維持高水平，主要是得益於水力壓裂等新技術的發展。美國頁岩氣的商業化開

探推動了美國天然氣供應大幅增加，壓低天然氣價格，抵消了部分市場對石油之需求，令原油庫存大幅增加。

頁岩氣供應大增，令美國能源格局大幅改變。根據國際能源署早前發表的報告，美國的石油進口量將持續下降，並會在2020年取代沙特阿拉伯成為世界第一大石油生產國，亦會同一時間變成天然氣的淨出口國，石油供應幾乎可以自給自足，並於2035年成為石油淨出口國。

由於紐約期油主要來自加拿大以及墨西哥灣進口至美國中西部與海灣區沿岸提煉的原油，需求則主要來自美國；至於倫敦布蘭特期油則主要來自歐洲北海生產以及在西歐提煉之原油。此外，中東、非洲輸往西方的原油均依照布蘭特原油訂價，俄羅斯、尼日利亞乃至於中東和亞洲其他地區的原油生產商亦以它作為參考指標。

因此，美國能源格局之改變將會傾向令兩地原油差價擴闊，近月兩地原油差價便再次由0回升至約10美元。預期倫敦布蘭特期油價格未來將會維持高於紐約期油，以反映出國際能源格局由東向西移的重大轉變。



■圖為中國石油的油庫。 資料圖片

## 零售業發展所面對的困難

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心  
**李樹甘、曾俊基**

在以往的文章中，筆者已指出旅遊業對香港經濟的重要性。當中，零售業亦扮演著非常重要的角色。近日，筆者與同事發表了一份有關香港零售業發展所面對的困難的報告，希望令各界了解業界發展的困難。

香港零售業於2013年3月的經營機構約有六萬五千人，聘請員工約二十六萬人，接近10%的總就業人口。零售業於2011年佔本地生產總值百分比為3.9%，僅次於香港其中一大支柱的地產業，而與地產業的百分比距離更有收窄趨勢。另一方面，零售業總銷貨總值自2006年以來平均增長達8%。反映零售業對香港經濟的重要性與日俱增。

報告中亦估算，若其他因素不變，零售業職位減少一百個，可引致四個相關行業(運輸、倉庫、郵政及速遞服務、資訊及通訊、住宿及膳食服務和金融及保險業)平均合共削減約一百六十名人手。此外，零售業中，超過6成是與旅遊業相關的非日常用品零售商類別，若旅遊業衰退，更有可能令香港經濟產生骨牌式的負面效應。可見零售業對本港經濟的影響力實在不容忽視。

零售業價值鏈中的活動主要分為兩大類：基本活動和支援活動。基本活動中，採購、店舖經營、營銷和銷售及售後服務方面上為香港零售業的競爭優勢。可是，基本活動中的存貨與分配及店舖位置，以及支援活動方面的人手、網上銷售配套、信用卡手續費等卻壓抑着港零售業的競爭力。

### 店舖供應不足令租金急升

其實，香港零售業一直存有質方面的優勢，包括：方便和有效率的融資、教育程度高及行業經驗豐富的管理人員、富創業精神的企業家、多元化的業態、迅速而有效率的通訊及運輸網絡、嚴謹的商業誠信、良好的司法制度等。此外，地理文化上接近中國也為香港零售業帶來大量國內旅客需求的優勢。

香港零售業現時正面對兩大方面的困難：人口老化或勞工政策限制了零售業的勞力供應，造成勞動力市場錯配，帶來勞工短缺。此外，店舖供應不足令租金不斷上升使中小企業難以生存。

在店舖供應不足方面，政府可考慮從多方面增加土地，以至店舖供應，例如：設市外遊客區、活化工廈、將橋底土地作中小企商舖之用、發展地下城及開發岩洞等。在勞工短缺方面，設立市外遊客區可減輕上班交通費用、發展職業型大學及專上學院、推廣資歷架構統一培訓，可解決勞力錯配問題。

另外，實施標準工時並不能完全解決工時過長的問題，更可能與解決勞工短缺有所矛盾，故可考慮以其他家庭友善政策代替。政府亦應積極研究輸入外勞，並務求平衡各界利益，避免勞資雙方在談判桌上角力。此外，亦應加入考慮非局限下的空缺率、行業景氣指數等有前瞻性的統計數據，以支持行業的長遠可持續發展。另外，法例規管例如膠袋稅、最低工資等亦為零售業增加不少壓力，公司因政策改變而投入額外資源，員工亦因相關政策而增加和公司、顧客間的磨擦。

最後，香港不但要保持「購物天堂」這個品牌，更要建立香港品牌。香港可透過推廣娛樂及文化產業，形成一種潮流，使其他地區跟隨，從而帶動其他本土產業，並幫助本土企業打入國際市場。品牌建立亦不單局限於製造或零售層面，政府可考慮扮演組織者的角色，使企業間通力合作為中小企建立持續可靠的供應鏈，令整個供應鏈成為香港品牌。政府亦可考慮保留本土特色產業，以鞏固香港文化品牌及建立本土大型品牌，同時以電影、娛樂事業將本土文化輸出外地，將整個香港文化打造成亞洲甚至世界潮流，令所有行業受惠。

若讀者希望更深入了解香港零售業，歡迎來到研究中心網站 ([http://www.hksyu.edu/bcpp/research/retail/retail\\_report\\_nov2013.pdf](http://www.hksyu.edu/bcpp/research/retail/retail_report_nov2013.pdf)) 下載報告全文。