

內地資金緊缺現象將常出現

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管

陳羨明

內地春節前假前銀行拆息再急升，人民銀行周初出招，表明會啟動逆回購，並推常備借貸便利操作(SLF)向銀行體系注資。惟中央倒逼銀行改革，不會大鬆銀根。預料未來資金緊缺的現象會不斷出現，對股市尤其內銀的影響難免。

近期內地市場重現一年一度的「春節前錢荒」。資金利率普遍進一步上揚，尤其是跨農曆年期限的21天回購利率，周一曾一度急升近2厘，高見7.4厘。人民銀行當晚宣布透過SLF向大型商業銀行提供短期流動性，在翌日再重啟2,550億元人民幣逆回購操作，消息刺激翌日A股上證綜指重上2,000點，港股恒指突破23,000點，內銀股亦從低位反彈。工商銀行(1398)和建設銀行(0939)當日分別大幅上升2.72%和2.97%。

人行重啟逆回購僅定向投放

近期內地資金緊缺，主因是春節流通現金需求急升，資金從銀行體系流走。此外，近期內地新股重啟，資金流向收票銀行，亦令部分同業的流動性抽緊。本周人行通過多種方式為市場注入流動性，昨日再進行1,200億元人民幣21天期的逆回購操作，市場緊缺的資金已有所緩解。

不過，內地實施中性偏緊的穩健貨幣政策，預料未來不會大量放鬆銀根。人行重啟逆回購只是對缺乏資金的金融機構實行定向投放，以抑制農曆新年前息率抽升、平衡資金短期的供求。而且，內地周一公布的經濟數據顯示經濟偏穩，加上截至去年底廣義貨幣(M2)高達110.65萬億元人民幣，按年及按月增長分別達13.6%及2.5%，比調控目標13%高出0.6個百分點。M2幾近GDP的1.94倍，已達非常高的水平，顯

示整體流動性仍然充足，故沒有大量鬆銀根的重大誘因。

錢荒源自金融資源錯配所致

整體流動性充足，但仍出現資金緊缺、拆息抽升的現象。很顯然，最大的問題在於金融資源錯配以及資金期限錯配。而造成錯配的主要原因，是大量的金融資源不斷流到低效率、過剩產能企業以及房地產項目中。

因此，銀行改革已急不待緩。預計人行今年仍然堅守緊中性偏緊的貨幣政策，以資金緊缺倒逼銀行改革。人行可藉此提高銀行的資金利率倒逼銀行提高信貸存量和增量的使用效率，提升銀行的資金配置能力，盤活龐大的存量資金，長遠有利銀行調結構，對銀行業有利。

短期內，銀行遇到的陣痛和折騰則在所難免。拆借市場資金偏緊，增加銀行的整體資金成本，大大制約其業務擴張，擠壓其利潤。

倒逼銀行改革 不會大鬆銀根

此外，中央銳意推動利率市場化、存款保險制，以及構建讓銀行破產的機制等改革，在這經營環境下，內銀股同時既受到影子銀行、地方債務等長期問題的困擾，又受到拆借市場資金偏緊擠壓經營利潤的制約。故此雖然目前估值較低，但表現仍然較弱。儘管目前的股價已反映一定負面因素，但圍繞內銀的問題一時難以解決，市場的憂慮仍在，故即使人行向市場注資，內銀股亦只作短線反彈。

在中央藉資金緊缺倒逼銀行改革的環境下，預料流動性偏緊，拆息大幅抽高將會頻現，股市壓力倍添。內地股市向來是資金市，新股重啟已令資金分流，加上作為指數權重的銀行股又受壓，股市回升動力難免受到削弱，港股亦大受影響。

近「水」難救遠火 影子銀行隱憂大

比富達證券(香港) 業務部副總經理

林振輝

近日媒體報道，今月底到期的中誠信託30億元(人民幣，下同)的產品瀕臨違約，令市場對內地影子銀行風險憂慮倍增。事實上，臨近春節，市場資金一直偏緊，該事件曝光之後，內地銀行間拆借息率(Shibor)隨即抽升，隔夜Shibor繼上年6月「錢荒」後再次升穿6%。為應對市場突然出現的流動性緊縮，內地央行在21日重啟暫停逾一個月之久的逆回購，單日釋放高達2,550億元的資金量，大大超出市場預期。筆者認為，央行逆回購操作只有短期效用，無助於解決信託產品違約及影子銀行的風險問題。

地方債增速遠超GDP增長

內地影子銀行發展迅速且規模龐大。據FSB(金融穩定理事會)數據顯示，截至2012年底，中國影子銀行規模已經達到2.13萬億美元(約合13萬億元人民幣)，同比增速為42%，為全球之最。不得不提的是，2013年底國家審計署公佈的全國地方債務為17.9萬億元，與2010年底計算出的債務總額10.7萬億元相比，年化增速達18.71%，遠高於這3年8%左右的GDP增速。過去幾年，中國GDP增長某程度上非常依賴影子銀行及政府舉債來支撐，地方債務中很大一部分屬於影子銀行，但這種發展模式已經難以為繼。

內地已推措施加強監管

影子銀行的風險已經成為中國經濟發展最大的

隱憂，相關部門也是不斷出監管措施。上年12月，國務院在銀行業內部下發《國務院辦公廳關於加強影子銀行監管有關問題的通知》(國辦107號文)。文件提出了影子銀行監管的框架，被視為影子銀行的「基本法」。107號文的實質是對整個中國金融市場融資的去槓桿、去風險化，文件明確了影子銀行的分類和監管分工，同時明令禁止信託公司開展非標準化理財資金池等業務，以及禁止私募基金投資基金開展債權類融資業務。

內地銀行很多理財產品的年化收益率可以達到10%或以上，房地產是唯一可以承擔這麼高融資成本的行業。地產商從拿地、起樓到售樓，資金回籠需要幾年，但市場信託產品的平均期限只有1.5到2年，兩者存在期限錯配。地產商為周轉資金需要借新債還舊債，中間資金鏈越來越長，違約風險也越來越高。非標準化業務對象主要是房地產業務，屬於107號文明確禁止的範疇之內。而房地產信託是當前房產最重要的融資方式，107號文不會堵死房地產信託渠道，但極有可能會限制其規模。

資金流動性將難免收緊

107號文沒有把銀行理財、信託和同業業務納入影子銀行範疇，儘管這三個業務構成了中國影子銀行的核心。另外，107號文也沒有列出具體可行的措施，筆者相信，短期內將有更多有關影子銀行監管的細節出台，內地市場資金流動性難免收緊，股票市場也會跟隨受壓，投資者需保持關注。

東大嶼山都會 香港新希望

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

特首新一份施政報告承諾市民「一定有得住」，以長遠房屋策略十年建47萬單位為目標，透過短中期的措施，包括提升某些地區的可發展密度，改劃GIC及綠化地帶用地為住宅用途，放寬薄扶林區發展限制(包括重建華富邨)以及引入仲裁機制去解決補地價的「死結」等，有估計未來十年有多達49萬個住宅單位應市，長策會的十年建屋目標將可以超標達成。

建屋達標關鍵在中短期措施

由於透過開發新界大嶼山以至新人工島等地住宅發展需時頗長，屬長期範疇，長策會建屋目標以十年為期，能否達標關鍵在於中短期措施。新措施當中最快速而在政府較可控制範圍內的，應該是放寬密度及改劃用地。除港島中西區、灣仔區、東區及九龍半島這些人口稠密地區之外，其他地區的准許最高住宅用地地積比率均會上調約兩成，新市鎮地積比平均由5倍增至6倍，每幅地在發展前均須經城規會審批。改劃用地方面，今年加推80幅用地，當中由GIC轉成住宅用地的佔57幅，其餘以由綠化地帶轉作住宅用途為主，最矚目

的是粉嶺皇后山，當局決定把13公頃土地用作建住宅，餘下發展私樓。

薄扶林區發展 釋放港島潛力

薄扶林區發展受制於港府當年一項行政限制，主要因為交通條件及斜坡等理由，發展該區土地被凍結/限制。今次決定局部放寬該區發展限制，主要是針對重建華富邨及附近5幅土地建公營房屋包括公屋及居屋等。這些發展共可提供約20,000個單位，是未來港島區同類房屋供應的主要來源，有華富邨居民要求重建後返回新邨居住，相信在分批重建的情況下，或可作適當安排。由於港鐵發展到南區，附近地區交通大為改善，這是釋放發展潛力的其中一項先決條件，未悉港府會否同步放寬該區的私人發展。

有評論認為開發大嶼山及新人工島等屬長遠計劃，一來居民及環保人士未必支持，二來屬於遠水不能救近火，但筆者仍認同有必要在現階段作這些籌劃，愈遲籌劃，只會愈遲完成，長遠土地儲備對香港的重要性，無須多言。筆者對「東大嶼山都會」，這個面積達1,400至2,400公頃的新人工島很感興趣，因為透過跨海大橋等，這將把港島及大嶼山陸路上連結在一起，這將是下一世紀香港新希望所在，未來的基建投資將提供大量商機及就業崗位。

劃房爭議性大 不宜操之過急

至於劃房，由於爭議性大，特首表明須小心權衡發展牌管制的利弊。筆者指出，劃房是低收入階層迫不得已的選擇，在公屋供應未達充足水平之前，不宜操之過急。

有年輕人慨嘆特首較強調發展公屋，却無政策協助年輕人置業。對此，筆者認為年輕人無需失望，因為特首正着力從新打造「房屋階梯」，香港從來置業都不容易，一般家庭都需經過十年八年儲蓄籌謀，住進公屋是第一步，有機會慢慢儲蓄首期，特首宣布增加居屋數量，就是讓綠表/白表人士可以折讓地價的資助樓價，有較大機會置業「上車」，將來隨家庭需要及負擔能力所及再考慮換樓。

內地講求質素 經濟減速正常

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

剛公布匯豐編制的採購經理指數，數字看來相當令人失望，不少人拿着50這個數字，作為盛衰分界線云云，對號入座，港股幾乎在消息公布後，應聲急跌。然而，冷靜下來，其實一切不是那麼驚嚇的。

首先，按內地官方對經濟政策的取態，去年表述得很清楚，完全不是要大加刺激，不是愈快愈好，反而是由追求增長速度，變為講求增長質素，兩者心態有根本的分別。事實上，當經濟增長到一個地步，例如，之前希望達到的先富起來，都已經富了起來，餘下的工夫，當然是花在收窄不同層面的分歧，例如貧富懸殊的問題，或者環境污染的問題，還有城鄉差異或沿海地區與內陸的差異，當然更有相關的反貪腐問題等。以上種種，在經濟繼續高速增長下，沒有道理可以放慢。

市場化解決結構性難題

其實，以三中全會後的公報和決定，唯一真正關鍵，正是市場力量要在資源配置上起決定性作用，言下之意，以往很多層面不夠市場化，很多所謂結構性的難題，歸根究底，就是市場不夠市場化，價格競爭不能發揮所長，才有非價格競爭的一些現象出現，若要根治之，必先追本溯源，找出關鍵。

外界不合理期望需扭轉

如今關鍵已知，落實執行，斷無道理一直追求高速增長，尤其外間的所謂期望，其實是滿足不了的苛索，愈是增長，愈有人期望更快的增長，正如政府的扶持政策，無論對哪一個行業的資助或補貼，最終總是不夠，永遠不夠的。最根本的做法，就是扭轉過去外界不合理的期望，包括對經濟增長速度，更包括不同行業獲點名力捧，繼而大家搶着投資建設，然後出現重複建設和產能過剩，最後又是次弱留強之後的爛攤子，然後又來一次上述的循環，再要求政府資助補貼，沒完沒了，以往大家批評的一放則亂，一亂則收，一收則死，其道理源於此。

事實上，觀乎去年每季經濟數據，最初的一季，每季都有不錯的增長，即使第四季略有放慢，也仍好過目標。而正是在這一背景之下，大家便可互相印證不同層面的數據，其實不單是今次出現的數字，各種的統計都有一致和吻合的方向，是看得出來的。

當然，事實是一回事，外界是否接受是另一回事。但不接受還得接受，因為這是長期可持續發展的方向，而不是一味追求速度，而把愈來愈多的社會民生問題放下。

應着眼數據以外大圖畫

投資者不少是短視的，而從事預測的，往往比押注的人更短視，因為大家只着眼于手上有分析模型，把數據對號入座，但忘記了數據以外的大圖畫是怎麼一回事，見樹不見林，往往是一大分析盲點，偏偏是從經濟數據看經濟實況時，很多人都自覺犯了錯誤。



匯豐中國PMI雖跌破榮枯線，但內地官方對經濟政策的取態，由追求增長速度，變為講求增長質素。

匯豐中國PMI顯示製造業存憂

中銀香港發展規劃部經濟研究處研究員

卓亮

匯豐中國1月份製造業採購經理指數(PMI)初值從12月的50.5下跌至49.6，為六個月低位。製造業表現與市場預期分歧顯著，數據公佈前，共識預測認為PMI會輕微加快至50.6。由於50點為擴張收縮分界線，數據顯示中國製造業存在萎縮的風險。

從主要組成部分表現來看，多項指標均有所惡化。新增訂單由升轉降，而新增出口訂單的下降速度則加劇。另一方面，總產出量雖然持續上

升，但增長速度放緩。此外，就業、庫存、未完成訂單、及供應商交貨時間等指標均顯示製造業增長動力在1月份減弱，情況難言樂觀。

非反映經濟增速急降

然而，PMI類似於信心或景氣指數，並非宏觀經濟中的「硬數據」(hard data)。因此，PMI跌破榮枯線並不一定意味著經濟增速會顯著放慢，而月度讀數亦較為波動。去年12月零售銷售保持較高增長，未見內需明顯減弱的跡象。展望未來，內地經濟增長仍有望保持平穩，惟製造業前景卻增加不明朗因素。

日本政府或推動房地產改革

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恆

自世紀九十年代，日本的高風險資產泡沫爆破。由安倍晉三上台後，當地政府已提出不同方法，以刺激經濟增長。由要求央行推出寬量措施，到提出財政刺激政策後，似乎當地又開始有下滑的跡象。去年第三季經濟增長只有1.1%，令投資者憂慮當地經濟前景。

日本政府打算於今年4月起，上調銷售稅率，但仍未決定上調百分比。即使上調比重是低，預料對當地零售業將會帶來負面影響。在這情況下，投資者已預期，日本央行可能於今年首季尾或4月初，加碼寬量金額，以刺激經濟。

靠寬量政策非長遠方法

惟單靠貨幣政策，亦非萬全之策。因為一旦日本央行加碼寬量金額，預料日圓匯價無可避免受壓。若日圓沽壓持續，可能令海外投資者進一步把資金調離日本國債，令十年期國債息率有機會再度抽升。日本債務佔國內生產總值比重高達250%。一旦債息抽升，日本政府可能連償還利息亦會出現困難，故日本政府及央行亦深明寬量政策，非長遠拯救日本經濟的方法。

改善都市規劃吸引外資

因此，近日有消息指，日本政府有意放寬安倍

經濟學試驗特區的營建法則。據日本經濟特區經濟顧問表示，當地的房地產價格，可能在安倍政府公布計劃後上升，預料將會為經濟帶來一定的刺激作用。日本政府有意在指定的區域，放寬商業區興建住宅的管制，希望藉此改善都市規劃，令城市能吸引更多海外公司進駐。據一些地產公司的估計，東京每平方米的房價約12萬日圓，遠較香港及新加坡為低。日本去年第三季的全國住宅樓價，較1997年高峰期比較下跌51%。

另外，據日本不動產研究所去年12月公佈的調查顯示，去年11月日本東京首都圈住宅大樓新增銷售量，按年上升22.3%至5,006間，是連續第七個月上升，遠較市場預期的4,500間為多。另外，該研究所亦預期，去年12月東京首都圈住宅大樓新增銷售量將達到8,000間，按年上升3%。

冀推升樓價增經濟活力

在目前日圓下跌，可能令匯兌出現損失的情況下，日本的投資者除了投資當地股市外，可能會買入日本的物業，作為投資的一部分。日本政府的計劃，目標在於令城市內的住宅量增加。這不但可以帶動人流上的增長，而且亦會令城市內的經濟活力加強。此外，日圓貶值亦可能引發通脹，故日本投資者亦可能購買物業，以對沖日本通脹上升的壓力。由此可見，日本政府有意透過房地產價格的推升，作為下一步推動經濟的策略。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。



華富邨重建及附近5幅土地發展公屋居屋，是未來港島區同類房屋供應的主要來源。