

# 中國1月份新增貸款超預期

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員  
**張文鼎**

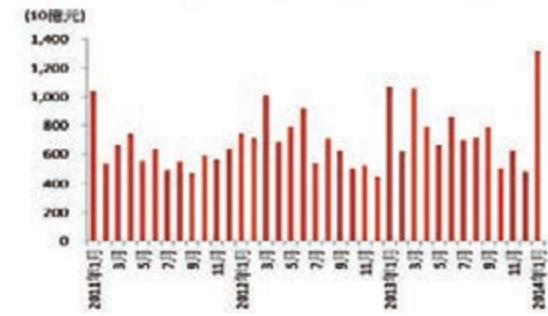
中國1月份人民幣新增貸款高達1.32萬億元，高於市場普遍預期的1萬億水平，更創下自2010年2月以來新高。其中企業中長期貸款增加5,042億元，增量是2010年4月以來最高值，是推動總新增貸款超預期的主要原因。

## 料2月數字將較上月有所下滑

受早投放、早收益的業務策略影響，內地銀行普遍在年初積極放貸。自2009年開始，除了2012年外，每年1月份的新增貸款均超過1萬億元。其中最高為2009年1月份的1.62萬億元，最低為2011年1月份的1.04萬億元。雖然今年1月份數字是高於市場預期，但觀察過往數年的數字，今年1月份的數字亦屬合理水平。展望2月份，由於國內於當月有數天春節假期，預料2月份的新增貸款數字將會較1月份有所下滑。

另外，1月份的較快貸款增長主要由中長期貸款帶動，說明中國經濟發展短期可望保持平穩。同時，受行業價格改革影響，今年物價升幅有較大的上調壓力，在這環境下，相信內地的貨幣政策會維持穩中偏緊的基調。

每月人民幣新增貸款(自2011年1月)



資料來源：人民銀行，BOCHK Research

# 聯想不易重演收購扭虧神話

路透社點透專欄作家  
**Ethan Bilby**

熱點透視

聯想集團(0992)希望歷史能夠重演。2005年，這家中國科技公司收購IBM虧損的Think Pad業務並加以整頓，使自己躋身國際舞台。這次收購摩托羅拉移動也面臨類似的挑戰，而上升空間卻沒那麼大，因為這家美國手機生產商只是個小角色，而且營收在下滑。當初聯想收購時，IBM的PC(個人電腦)業務處於虧損，但營收卻在增長。Gartner數據顯示，其PC出貨量時在全球排名第三。聯想通過內部製造等措施控制成本，使該業務扭虧為盈。即便那樣，聯想也用了兩年時間才使每股盈餘超過收購前的水平。

## 伺服器業務也要分神

摩托羅拉移動的慘淡狀況使扭虧神話重演變得愈發不可能。Canalys數據顯示，2013年該公司在全球售出700萬部手機，相比於全球近10億部的銷售量，簡直少得可憐。在被谷歌收購後，摩托羅拉移動的營收萎縮，過去兩年稅前虧損達20億美元。此外，聯想在收購摩托羅拉移動一周前收購了IBM不賺錢的服務器(伺服器)業務，還要為整合該項業務而分神。



圖為一名市民從山西運城市新絳縣縣城一家聯想專賣店前經過。資料圖片

公司的盈利能力，不過他表示，兩項業務在「幾個季度」之後均可以重返盈利。這是對摩托羅拉品牌的持久影響力抱有很大信心。聯想不打算進一步裁員，還將接管在美國德州的一家工廠。這意味著聯想必須扭轉營收下滑的勢頭，並在生產方面找到節約成本的辦法。能否做到這一點還是個未知數，因為聯想自身手機業務的利潤率比PC低得多。聯想這兩筆收購花費多達52億美元，但與上次收購IBM的PC業務相比，算不上大手筆，上次收購使聯想的營收增長了三倍。根據熱點透視的計算和Eikon數據，如果聯想去年就擁有這兩項業務，營收會增長23%。不過，如果「Moto(摩托羅拉)」品牌不能在中國帶來新的營收，改造它可能需要更長時間，成本也會超出聯想的預期。

聯想CEO楊元慶承認，這些收購短期內將影響到

# 耶倫傾向似寬鬆 實堅決執行退市

永豐金融集團研究部主管  
**涂國彬**

百家觀點

從最近兩次議事會議中聯儲局均減少買債100億元的舉動可見，當局正有計劃進行退市。由於美國經濟數據疲弱，加上耶倫發表了傾向寬鬆的講話，因此，從外匯市場的變動可見，資金最近未有流入美元的跡象，但相信隨著時間過去，資金最終亦要在美國加息前回流美元。

耶倫上週出席美國眾議院金融服務委員會的聽證會時表示，美國經濟的復甦動力於去年下半年加強，第3及第4季的經濟增長可望達到3.5%，而經濟活動亦正推動就業市場復甦。由去年7月起已合共新增125萬個就業職位，但目前就業市場復甦的工作遠未完成，失業率仍遠高於公開市場委員會委員估計可持續的水平，失業超過半年的人數佔比仍然非常高，有關情況反映需要考慮失業率以外因素的重要性。

因此，當局將會延續前任主席伯南克的貨幣政策，而公開市場委員會已強調，目前高度寬鬆的貨幣政策，會在結束現有購買資產計劃後，繼續維持一個相當長的時間，而早於2012年12月亦已表明，只要失業率仍然高於6.5%，通脹預期不會高於2%的目標半個百分點，以及長期通脹預期穩定，現有聯邦基金利率水平仍是合適，她強調，即使觸及加息門檻，都不會自動引發加息，而只會暗示經濟狀況是否適合加息。

## 美近期經濟數據疲弱

從美元以及金價在耶倫講話後的走勢可看，市場解讀為她的講話偏向寬鬆，這或可能與美國最近之數據再度顯示出經濟疲弱的一面有關。如美國1月份零售銷售按月跌0.4%；1月份工業生產更自去年7月以來首次下跌，按月下跌0.3%，期內製造業生產按月更下跌0.8%，為2009年5月以來最大跌幅，這些疲弱的數據進一步增強了投資者對聯儲局傾向寬鬆的預期。

再加上最近的歐洲經濟數據轉佳；受惠法德兩國經濟增長加快帶動，歐元區去年第四季生產總值(GDP)初值按季增長0.3%，優於市場預期按季增長0.2%及第三季增長0.1%；按年恢復增長0.5%，亦優於市場預期增長0.4%。數據又顯示，歐盟去年第四季GDP初值按季增長略加快至0.4%；按年增長1%，遠超去年第三季增長0.2%，在此消彼長的情況下，歐系貨幣最近顯著上升，加速了美元最近之弱勢。

## 資金料最終回流美元

然而，細心思考，其實耶倫之講話並不意外，因為為預期管理，聯儲局決不會明確表示美國貨幣政策正在收緊，只好一邊不斷承諾維持低息環境，穩住金融市場，另一邊堅決執行退市。因此，美元弱勢相信只是暫時性，美元中線會再次回升，資金最終仍會回流美元。



耶倫堅決執行退市，美元弱勢相信只是暫時性，資金最終仍會回流美元。圖為耶倫較早前在眾議院金融服務委員會作證。資料圖片

# 如何拓展內地地鐵經濟？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
**張宏業**

2013年12月28日，鄭州地鐵一號線第一期工程正式投入試運營，從北京市約40年前開始興建地鐵，中國地鐵已經走了三個階段了！第一階段的北京地鐵是以「戰備為主，兼顧交通」，還記得大專年代筆者往北京「自由行」時已享受全線劃一「超低收費」的服務，其經營模式不以收支平衡為本！

第二階段是以「交通為主，兼顧人防」原則建造了上海和廣州地鐵，但因為地下人防的設計而遺留不少「人防」建築物(尤其是地下停車場)的無產權歷史問題。反觀大量的地鐵系統是建於第三階段，基本上以「合理造價、車輛/設備國產化」為原則，現有大部分的直轄市、省會城市、副省級城市都已有運營或正在建造地鐵系統，市中心地鐵聯上城際軌道系統已成為她們未來交通的主要形式。內地學者更以「起步晚、高起點、發展快」來總結我國城市地鐵建設的特徵。

然而，地鐵建設費用是十分昂貴的，如以國際地下鐵道費用估算，地鐵每公里綜合造價是一億美元。內地的建造費用也差不多了，1999年北京的「復一八」線以人民幣5.6億/公里完成，廣州地鐵1號線每公里造價為6.6億，而且有上升趨勢。建造費用中大約四成以下是市政府支付，其餘是通過內地融資解決，這變成市政府沉重負擔。

## 採「地鐵+物業」聯營模式

但是地鐵是市民的集體運輸系統，票價是以社會所能負擔水平去釐定，形成運營的大量虧損是難免的，市政府都要每年補貼給地鐵公司大量資金才能維持她的運營。環顧整個大中華地區，今天只有香港地鐵公司仍然錄得利潤，但盈利也不是靠地鐵本身，而是採取「地鐵+物業」聯營模式。有見及此，一些二線城市如深圳、杭州、武漢等等於建造地鐵新幹線時已採納聯營模式！

所謂「地鐵+物業」聯營模式是擁有地鐵沿線車站上層空間的開發權利，然後尋找開發商共同興建上層空間，因地制宜規劃最大利益化的用途，包括大型住宅、辦公樓、商場或酒店，這些物業除了變賣商品住宅去回收龐大興建費用外，其餘物業可以保留作長期收租用途，用以補貼地鐵運營及日常維修的大量支出。但應用這種香港模式，市政府必須於建設/國土/交通/管理部門內特設立「地鐵」專責小組，歸地鐵公司及其所屬部

門雙線行政管理，最終由一個副市長專責掌管協調。為了地面的有效發展，開發地上/地下的各種設施和建築物時如地鐵、站台、出口、廣場、交通轉換站、商場、辦公樓，必須一次統一規劃建設，減少不可彌補的資源損失。在長江以北的城市中心的黃金地段上，地鐵公司必須研究興建「地下街」的可能性！其實內地地下街建設案例不多，放眼世界，東京、巴黎、紐約國際大都會的地下空間建設經驗可堪借鏡。

如東京地鐵線中，商店、飯店、郵局、自動取款機、銀行等等一應俱全，下地鐵後走過相連的地鐵通道直達上蓋的各種建築物，將乘客「全天候」式來回東京各大區域。今天的中國地下經濟一般多以快餐、報亭、藥品等快速/低檔經濟為主，且規劃不足形成公共衛生隱患。注意地上/地下經濟是不可互相分割，要以一體化的觀念具體施行！

隨着經濟起飛，主要城市市中心面對土地長期稀疏的經濟問題，地鐵經濟實現最大化是建成完整地鐵經濟帶，必須通過市政府統一規劃和協調發展去實現！以河南鄭州為例，市政府已採用「1+3+3」商業中心發展布局，以一七商團為國家著名商團，再打造三個都市級商團及多個區域商團為支撐，從而建立整體商業空間布局，以地鐵線完整地連結起來。值得一提，區域性商團大部分位於開發區或還待開發郊區如機場、高鐵站或其他交通樞紐站上，通過整體規劃發展出多層次的商團起來。

未來十年，主要城市會變身為「公共交通市」，市中心以公交通車優先使用路面為主，建造大型市郊購物中心/商業地區/物流中心可以有效地疏導「有車一族」開車向外擴散，減少市區交通堵塞和空氣污染的都市問題！

## 媒體場助推動第三產業

地鐵媒體場是順應地鐵渠道這一極富凝聚力的時空而生的。一群每天上/下班和消費的18-35歲高消費「地鐵族」會成為城市消費新貴，地鐵媒體場是推動第三產業的不二之選，地鐵站內廣告，地鐵上蓋的芸芸食肆/戲院/娛樂場地可以為不同第三產業添加活力！如何建立特別地鐵文化是市政府要處理的問題，能否如巴黎、倫敦、莫斯科等等興起舉世注目的地鐵多元文化是維持持續經濟發展的重要因素，是一項持久的任務！

未來二十年，主要城市的地鐵系統是不可缺少的，如何將負債變成資產，如何將補貼化為收益，如何改變地鐵從每天折舊破落到持續使用等等是每所城市政府的當務之急吧！

# 外圍數據轉好 日股有望回升

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁  
**曾慶璘**

蛇年年尾，市場受累多項負面因素影響，各地股市普遍下跌，尤其是新興市場股票遭到投資者嚴重拋售。一月份摩根士丹利資本國際新興市場指數下跌6.5%，上證綜合指數跌至近期低位2,033點。市場對各種負面新聞反應比預期大，實屬超賣。

## 內地股票基金中長線看好

人行上週公佈的2013年第四季度中國貨幣政策執行報告指出，中國經濟趨中向好，人行將綜合運用多種貨幣政策工具組合，實現中國經濟穩中求進的工作總基調。踏入馬年，儘管人行並沒有繼續逆回購向市場注資，然而銀行拆息有所回落，利好市場氣氛。加上剛公佈的一月份中國出口總值遠勝預期，按年增長10.6%，帶動上證綜合指數連續4天造好，投資者可考慮中國股票基金作中長線投資。

一如本欄預料，美國聯儲局主席耶倫於周二聽證會上重申，美國現時經濟情況理想，就業市場亦持續改善，但仍需要一段時間才能完全復原，因此聯儲局無意加快或減慢現時的減少買債速度。此言論刺激華爾

街股市全面急升，亞洲股市也跟隨美股上升，而早前股市大跌超過1成的日本股市亦止跌回升。

日本經濟近年持續改善。2012年底安倍晉三上任日本首相，隨即推出「安倍經濟學」，包括擴大市場資金供應規模及大幅貶值日圓，以刺激日本經濟增長，使日本經濟走出多年通縮的陰霾。去年12月日本的核心消費者物價指數(CPI)按年增長1.3%，創5年來最高升幅，進一步肯定安倍的刺激方案成效。

## 圓匯料受惠避險情緒降溫

去年十月，安倍宣佈今年4月開始，將現行消費稅從目前的5%提高至8%，消費稅上調將令日本政府每年增加8萬億日圓的財政收入。同時，推出5.6萬億日圓規模的經濟刺激計劃，著意刺激本土消費，帶動國內需求，以緩解消費稅上調帶給經濟的負面影響。安倍預期今年第二季的家庭支出將因上調消費稅而下跌，但於第三季逐步回升。如第三季數據理想，將會考慮第二階段的消費稅上調，於2015年上調至10%。因此，隨着新興市場負面因素淡化，外圍經濟數據改善，投資者避險情緒降溫，日圓將逐步回軟，日股有望重拾升軌。

# 應對內房價格下跌做準備

時富金融策略師  
**黎智凱**

多年以來，內地房價一直牽動着人民的心。特別是這幾年來，人民一直盼望着房價下跌，能讓自己買得起房子。自2013年7月開始，李嘉誠旗下企業相繼宣告或拋售上海東方匯經中心OFC寫字樓、廣州西城都會廣場和停車場、南京新街口最繁華地段的國際金融中心大廈北京盈科中心。房價是否下跌更引人關注。盼望房價下跌，回歸理性，這更牽動着每一個家庭的心。

2月10日，新鴻基地產推出新界元朗住宅樓盤「爾巒」的貨尾樓盤，價格為平均每平方米9,268港元，比去年下降近35%。若計上項目提供的付款折扣優惠、會員折扣優惠等其他優惠，價格最高降幅達40%。新鴻基促銷樓盤，引發香港樓市「崩盤」討論。

## 樓市好友加入看淡行列

同時，萬科集團董事長王石也認為2014年樓市「非常不妙」。在接受媒體採訪時，王石用「非常不妙」來表達其對今年樓市的觀點，並稱「我不改變我的觀點」。而且，一向看多樓市的華遠地產董事長任志強日前也忽然改口，2月12日，他在亞力山論壇上表示，

今年房價漲幅將大幅度下滑。

筆者認為，不能夠再依靠發展房地產來發展中國的經濟了。根據之前數據顯示，截止2012年底，中國債務總額佔GDP的比重高達198%。負債過度的家庭在城市比例中不斷上升。就簡單從債務上來看，負債過度會給社會造成了嚴重的影響。比如內地80後的他們，30歲左右開始供房，大部分未來20年、30年都要還高額的房貸，必須一輩子把還房貸當作自己的中國夢，而沒去追逐自己心中的夢想，沒能夠做自己想做的事情，這給社會資源配置造成了嚴重的影響。

## 逾90%城市樓市成交按月下跌

根據某機構統計數據顯示，1月份北京商品住宅共成交6,908套，成交面積74.42萬平方米，成交套數、成交面積的環比、同比萎縮了四至五成左右。和北京類似，根據中指院對1月份包括北上廣深四大一線城市在內的43個主要城市住宅市場交易情況的監測發現，超過九成城市樓市成交量環比下跌。

在筆者看來，不管是否是受到春節影響的原因，內地正面臨經濟減速、產能過剩、地方債務、貨幣氾濫等各種方面風險這已經是事實了。況且，縱觀世界經濟發展史，也很少有國家的房地產連續十多年持續上漲而不調整的，我們必須對未來房價下跌做好充分的準備。