人幣重估熱情降溫 貿易融資去槓桿化加速

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

內地金融改革繼續一馬當先。在金融改革中，又以金融要素利率和匯率的市場化改革為先。兩會剛剛結束，人民銀行即宣布由3月17日起，擴大人民幣兌美元滙率的浮動幅度由1%擴大至2%。內地自05年匯改以來進行過4次匯率浮動的調整，此次調整速度超出市場預期。

匯率市場化加速，彰顯政府堅定不移推進改革，讓市場在資源配置中起決定作用的決心，使得內地未來經濟增長的基礎更加扎實。人民幣匯率擴大浮動和人民幣升貶值沒有必然的聯繫，從短期來看，匯率彈性的加大，使國家的宏觀政策更要考慮匯率的變化，使企業更加注重匯率變化，對兩者來說都是一種挑戰。

人行借勢匯改具一石二鳥之效

去年底起，新興市場的動盪又導致投機資金更為青睞人民幣，大量資金湧入加劇金融市場波動以及資產泡沫。針對人民幣的套息套利交易已引起管理層的高度重視。與此同時，當前內地經濟下行風險加大，出口競爭力下降。人行有意擴大匯率浮動區間，既抑制套息資金流入，又穩定出口形勢。同時加大雙向波動與前期人行利率市場化疊加管制利率浮動出台一樣，既符當前要求、又推進中期改革。

人行今次的匯率形成機制改革，同樣只小幅度進行，相對目前主要國際貨幣的日均匯價波幅，顯然仍不足夠，但卻是貫徹改革寧緩莫急的原則。在當前經濟增長內生動力不足的情況下，今年經濟結構改革的風險相當高，不容忽視。人行指出，如果匯率出現異常大幅波動，人行也將實施必要的調節和管理，以維護人民幣匯率的正常浮動。這與李克強總理在本年《政府工作報告》中，把內地生產總值（GDP）今年增速定在7.5%左右的水平，強調彈性，對今年改革可能出現的負面變化留下緩衝空間如出一轍。

減少不必要干預有利市場化

匯率改革的方向是促進經濟結構調整和轉型。匯率波動幅度加大在特定時期具一定的積極作用，但長遠看，減少不必要和超預期的外匯市場干預，由經濟的基本面因素起決定作用和市場主體自由選擇的供需均衡，才是人民幣市匯率市場化的應有之義。

至於人民幣匯率的走勢，在去產能加快、經濟下滑的預期下，擴大人民幣波動幅度，短期可能導致一段時期內，人民幣匯率處於貶值預期的狀態。由於內地貿易順差的存在和人民幣國際化的需求，以及經濟相對穩定和經濟依然處於相對較高增長的水平，人民幣匯率的中期走勢，預計是雙向波動加大、升幅趨緩的概率較大。而人民幣長期的走勢，則取決於改革能否穩步推進，經濟能否啟動新一輪增長周期，最終達致的綜合國力，以及經濟在全球經濟中的地位。

人民幣匯率浮動區間的加大，將為貨幣政策提供更大的靈活性。以往人民幣匯率彈性越小，貨幣政策有效性越差，以至內地相當長時間貨幣政策一直處於被動狀態。人民幣浮動區間的擴大，增加熱錢流入的成本，使得主要賺取人民幣和國外貨幣之間利差和匯差的熱錢流入在一定程度上得到抑制，外匯佔款增量可能走向正常。基礎貨幣發行機制也能從依賴外匯佔款投放轉向由人行主導，因而增強人行調節流動性的能力，使得人行在公開市場操作、準備金率、利率等貨幣政策更加具有主動性。

人民幣短期面臨貶值預期下，人民幣資產重估的熱情可能階段性降溫。此前人民幣單邊升值預期是人民幣資產價格上漲的原因之一。目前的狀況是，一方面，美國趨勢上仍將按照每次議息會議確定減少100億美元的步驟減碼量寬。在美聯儲前天結束的3月貨幣政策決策例會的新聞發佈會上，主席耶倫給出了聲明中所說的，在量化寬鬆項目完全結束之後，到可能提高基準利率之間的所謂「相當長時間」的定義是大約六個月時間。也就是說美聯儲最早會在2015年春季進行首次加息，這比市場此前預期的更早。另一方面內地PMI回落、經濟增長疲弱、違約風險開始暴露，這使得人民幣在短期內將面臨貶值壓力，在這情況下，人民幣資產重估的熱情將階段性降溫，並加劇貿易融資去槓桿化。

民營銀行破冰 前景可期

比富達證券（香港）業務部副總經理
林振輝

去年以來，內地信貸緊張，6月更爆發「錢荒」。然而，社會貨幣供應量M2一直處於高位，社會資金過剩但銀行間卻出現資金緊缺問題，民營企業更是一貸難求，說明銀行業目前體系有問題。再者，隨着阿里巴巴餘額寶等貨幣基金的出現及高速發展，中小銀行的存款流失非常明顯，存款利率被迫提到上限仍難言改善。內地銀行業到了非改革不可的時候，而引入民營資本競爭倒逼國有企業改革則是內地改革一貫的試驗方法。

近日傳聞已久的民營銀行試點終於掀開面紗，包括阿里巴巴、騰訊、復星在內的10家民營企業將會聯合組建5家民營銀行。事實上，據中國銀監會數據顯示，目前民營資本控股超過五成的中小銀行已經超過100家，民生銀行就是個中代表。雖然民營銀行早已存在，但數量及規模與國有銀行相比仍差距巨大，民營銀行的設立也缺乏政策支持，發展緩慢。這個時候出台措施，與這兩年互聯網金融發展迅速有很大關係，民營資本進入可以產生鯰魚效應，促進行業創新。

央行叫停無礙金融創新

不過，日前內地央行的做法令市場倍感意外。央行本周一先是叫停阿里巴巴、騰訊分別與中信銀行合作推出的虛擬信用卡及二維碼支付業務，再出台文件限制，限制包括支付寶、財付通在內的第三方支付業務。不過之後市場傳聞央行暫不限制第三方支付，只是叫停虛擬信用卡和二維碼支付業務。

這次針對的公司阿里巴巴和騰訊，二者同是互聯網金融的中堅力量，同時也是首批民營銀行試點公司。筆者認為，央行這次叫停釋放的信號是金融創新的同時也要控制風險，但支持金融創新的立場並沒有改變。另外，民營銀行服務對象主要是中小企業，可以根據自身優勢採取不同經營策略。

經營策略差異化具優勢

以阿里巴巴和騰訊為例，阿里巴巴有豐富的小額信貸經驗和資源，設立的銀行若採取「小存小貸」（限定存款上限，設定財富下限）的經營方式可以將阿里巴巴的優勢發揮至最大；騰訊則更適合「大存小貸」（存款設定下限，貸款設定上限）的營業模式，因為騰訊選址在深圳前海，具有金融政策優勢，可以聯合更多金融機構來為IT等企業提供融資方案。民營銀行熟悉中小企業市場，且一般擁有較高科網技術和豐富的互聯網用戶資源，信貸潛力巨大，經營方式也更加靈活。

短期內民營銀行難以撼動大型國有銀行的地位，但隨着金融創新的開展及業務的壯大，市場佔有率將會逐漸提高。長遠來看，一旦利率完全市場化， 差異化經營和金融創新將成為內地銀行業主要的競爭優勢，民營銀行的優勢將會越來越明顯，前景惹人憧憬。

互聯網金融值得期待

恒生銀行高級經濟師
姚少華

雖然互聯網金融在2013年獲得爆炸式增長，中央政府亦已明確表示鼓勵互聯網金融發展，但其未來之路預計並非一帆風順。以餘額寶發展為例，其高速發展有兩個重要原因。一是內地商業銀行存款利率尚未完全實現自由化；二是監管部門尚未對其實行類似商業銀行的監管，例如它不用交付法定存款準備金，亦沒有自有資本充足率、風險撥備及流動性比率的要求，因此它可以獲得比商業銀行低得多的資金成本，能為客戶帶來較高的利息收入。

但人行行長周小川在兩會記者會上表示內地或在近一兩年完全實現利率自由化及今年內將推出互聯網金融的監管規則，再加上各大商業銀行已開始出招反擊餘額寶，其7日年化6%左右的超高 收益率恐不可持續。事實上，隨着近期銀行間市場資金面開始寬鬆，同業拆息和回購利率下跌以及銀行間市場國債收益率曲線下移，餘額寶的7日年化收益率亦跌破6%水平。

與傳統商業銀行應可並存

儘管互聯網金融的未來發展之路充滿挑戰，但仍然值得期待。首先，互聯網金融企業與傳統商業銀行服務的對象存在明顯差異，雙方均難以取代對方。互聯網金融企業主要面向小微企業及中低收入個人，其具有強大的網絡分銷能力，能大大降低交易的成本。互聯網金融企業在信息收集、信用等級評價以及風險管理上成本都極小。

阿里金融副總裁胡曉明透露，阿里金融單筆小微信貸的操作成本為2.3元人民幣，而銀行的單筆信貸操作成本在2,000元人民幣左右。其次，互聯網金融能降低信息不對稱的問題，通過網絡對大數據的充分挖掘來解決小微業務信息不對稱的難題。總體來說，互聯網金融在緩解信息不對稱、提高交易效率、優化資源配置、豐富投融資方式等方面的確在不斷展現出不俗的、有別於傳統金融的表現。

當然，未來互聯網金融的發展必然會出現優勝劣汰的趨勢，只有那些具有創新精神做好市場細分的互聯網金融企業才能不斷發展壯大。**（摘自恒生銀行中國經濟脈搏3月號《內地互聯網金融的發展及展望》；二之二）**

「香港園」構思助解「覓地難」困局

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

有報章報道香港政府計劃在南沙籌建佔地100平方公里、可能比香港島更大的「香港園」，除了把香港部分產業遷至園區，還會興建公屋、安老服務、骨灰龕、電影城、循環再造中心、離岸數據中心等，報道說園區採用香港稅制及法律。港人尚未有機會消化消息及作出充分討論之前，特首梁振英已即時在報章刊登同日否認港府有相關計劃。

據了解，「香港園」構思雛形來自「一國兩制研究中心」，早在去年初就發表以《港粵拓自貿區，南沙建「小香港」》為題的方案，建議由特區政府租地40平方公里，而規劃、管理模式和適用法律等均與香港一樣。繼後亦有政協常委在廣州市座談會中，從多角度探討在南沙設立由港人充分自治的香港園區。

據傳媒披露，香港園計劃目的是為佔地廣、土地成本高的產業及設施提供用地，借此騰出香港土地供其他行業發展。初步選址在廣州南沙或珠海橫琴，租地面積以南沙50至100平方公里、橫琴5平方公里為起點，租期最少至2047年。

離岸購物城料受粵民眾歡迎

報道指，要港人及港商願意移進園區，園內需提供和香港水準相若的基建設施、教育、醫療及福利，並採用香港稅制及法律，但實際運作未必成事，因此，建議由港資財團成立「特定目的實體」，向廣州市或珠海市政府租地，港府只以推動者角色促成開發，報道更指出，香港園將是一座離岸購物城，若輔以香港標準的服務及貨品，將會很受廣東省民眾歡迎。

有評論者借題發揮，說「香港園」計劃或會被視為「趕走」港人，為富裕階層預留土地建豪宅，並質疑港府把沒能力的老人送返內地。筆者對此絕不認同，其實現時內地的生活費用亦不便宜，在內地定居的退休港人因生活費高而回流本港的訊息時有所聞，在港騰出用地亦不會是只建豪宅。

向內地租地是一個勇敢嘗試

香港受制於境內可供發展土地已用得八八九九，缺地令長期發展受到制約，怎樣增加土地是頭痛問題，特區政府一方面傾全力在境內透過開發土地維港外填海、改規劃、岩洞等方法去增加土地供應，提出向內地租地建香港園其實是跳出特區政府地理上的框框，是一個勇敢的嘗試。

實際上，在香港境內要開發土地及填海等，有多困難及成本之大而不一定能成功，已是衆所周知。雖然特首已否認這個計劃，或許這個計劃之所以不能實現，在於向內地租地手續及園區實施香港法律等原則性問題未能解決。但大前提是香港缺地，局限了香港的發展前景，缺地建房亦造成樓價及租金高企，衍生成社會問題，要在境內增加土地既耗時而面對受影響人士日益政治化的反對聲音，向境外尋求增加可用土地是快捷而實際可紓緩本地房價及租金壓力的方法。假如「內」「外」兩條路都走不成，香港只會陷於困局中。

筆者有一個夢想，假如「香港園」計劃由中央出面協調，為園區的法律及地租等定調，由港府牽頭去具體規劃及實際執行，對解決目前香港面對的地荒、交通擠塞甚至缺乏勞動力等問題，都可以起大大紓緩作用，而香港與珠三角的合作交流，亦將會因此而變得更加緊密，創出一番新氣象。

預留轉向空間 耶倫吃力不討好

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

周三（19日）凌晨，市場在聯儲局公布了議息會議結果後，再次出現大幅波動的情況；環球股市、金價下瀉，美元兌一籃子貨幣、美國國債孳息全線上升。從市場反映可見，投資者對美國加息之憂慮再次增強。

聯儲局於議息會議後宣布，取消將6.5%失業率作為加息的門檻，並一如預期連續第三次會議削減100億美元買債規模，至每月550億美元。利率前瞻指引方面，改為參考一系列數據，包括多個就業數據、通脹壓力和通脹預期的指標及金融市場情況，並說即使就業和通脹達到目標，息口仍要維持低於正常水平一段時間。

新政惹提前加息之憂

更重要一點是，聯儲將2015年底的利率預期由上次議息會議的0.75%上調至1%，2016年底的利率預期由1.75%上調至2.25%。耶倫其後更明確表示，若經濟按照目前的方向發展，將在2015年秋季開始加息，此外，她亦提到首次加息與購債規模結束會有六個月的間隔，當局加息的時機變得更清晰，並較預期為早，消息公布後美元兌一籃子貨幣全線抽升，美股及金價則出現急跌的情況。

美匯指數當日從近月低位約79.4的水平，大幅揚升至80的關口，此水平為從今年2月初起的下跌軌道頂部阻力水平。從技術分析角度而言，假如美匯能夠企穩此下跌軌道阻力以上，走勢有望回穩。

然而，從聯儲局的取態來看，可見當局對美國經濟前景樂觀。事實上，最近其他已發展國家央行對經濟前景的取態亦較樂觀，如紐央行亦宣布加息等。因此，聯儲局加息，對美元兌一籃子已發展國家貨幣走勢而言，並不一定能夠有正面的刺激作用，可見，即使美匯指數周三顯著上升，亦不代表美匯將會出現向上趨勢，或可能維持近月於79至81.5的區間內上落。

至於對聯儲局貨幣政策更為敏態的金價方面，在當局公布議息結果前夕便已率先反映，周三自歐洲時段起開始向下，並在聯儲局公布議息會議前夕回落至1,340美元的水平，而在結果公布後，跌勢加劇，回落至1,330美元以下的水平，並以接近全日低位收市。

金價退近支持位或反彈

技術上，金價連續三個交易日呈陰燭下跌，並回落至前交易區間底部約1,327美元的水平，從近日高位回落逾60美元，相信已大為反映聯儲局提前加息的預期，加上接近支持位，短線有反彈之可能。

而加息預期提前，資金收縮預期加快，環球股市亦大幅下挫；道指在議息會議結果公布後短時間內一度從高位下挫逾200點，倒跌收市，至於亞太區股市更出現大幅下跌的情況，恒指收市跌1.79%、日經跌1.65%、上證跌1.4%，至於韓國KOSPI指數亦跌近1%。

從各種資產價格，可見最客觀的市場反應，當然，投資者不一定對，甚至經常錯，但央行決策人卻無可避免地，一定要考慮市場的反應。理想是建立可信的政策預期，為大眾做期望管理，但當日伯南克只需強調持續寬鬆的貨幣政策取態，透明度高是上算，如今耶倫卻要兼顧由非常時期轉向正常時期，要預留空間隨時轉向，難免吃力不討好。

■耶倫在議息記者會明確表示，若經濟按照目前的方向發展，將在2015年秋季開始加息，較預期為早。加息期可能提前，導致環球股市、金價下瀉，美元兌一籃子貨幣、美國國債孳息則全線上升。 資料圖片

美國經濟目前似1990年代？

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

聯儲局昨日議息後，進一步減少買債規模至550億美元。會後聲明指出，天氣反常令經濟活動減慢，而勞工市場表現參差，但整體勞工市場將進一步改善。失業率仍處偏高水平，家庭開支及企業固定投資持續上升，房屋環節復甦步伐依然緩慢。雖然經濟活動慢，但聯儲局認為是受到天氣因素影響。勞動市場持續有改善，料有利未來消費市場。家庭開支及企業固定投資持續上升，正反映美國經濟復甦持續。房屋市場復甦雖然緩慢，但主要受天氣因素及按揭利率上升所影響。

主席耶倫於會後記招表示，一段長時間是難以界定。假如購買資產計劃步伐維持目前情況看，買債計劃於今年秋季結束，意味聯儲局可能於明年春季開始上調利率。另外，聯儲局放棄以往把失業率設於6.5%的加息門檻，轉為看一系列的經濟情況，才決定未來利率走向。但她提到聯儲局有機會於明年春季便開始加息，令美股一度下跌超過200點，收市前才出現反彈，令指數跌幅收窄。

聯儲局對美經濟情況具信心

從聯儲局的議息及耶倫的會後講話情況看，局內委員對美國今年經濟情況頗為有信心。雖然把今明兩年經濟增長預測的頂部下調0.2%，分別到3.0%及3.2%，但底部分別維持增長2.8%及3.0%。另外，今明兩年的失業率門區間下調0.2%至0.3%，到明年失業率最樂觀時只有5.6%。雖然通脹似乎沒有太大改變，但經濟前景好轉的情況下，有利聯儲局提早加息。

若美國提早加息的話，筆者想起目前的情景，與1994年的情況相當類似。美國經濟在1990年經過輕微衰退後，經濟便持續復甦。但聯儲局及後開始加息，令美國經濟於1994年時出現放緩。更巧合的是，當時與目前均由民主黨人當上總統，而且亦處於國會中期選舉時。由於美國經濟處於復甦，有機會令美股即使出現回調，幅度亦未必很大。

美元轉強 歐日等料續受壓

第二，當時德國及日本央行處於寬鬆的貨幣政策，而聯儲局是全球第一個開始收緊貨幣政策的主要央行。目前歐洲央行及日本央行仍維持非常寬鬆的貨幣政策，但聯儲局卻是全球第一個開始收水的央行，將有利美元轉強。但其他貨幣而言，卻有可能受壓，特別是歐元及日圓方面。

第三，對新興市場而言，部分財政及經常帳表現較弱，以及外匯儲備較低的國家，可能再度成為投機者的追擊對象。至於對金價的影響，短期有機會呈負面影響，特別是預料美元可能走強的情況下。但由於俄羅斯與美國關係緊張，恐怕俄羅斯可能大幅度減持美元。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。