

央行貨幣政策報告警示的風險信號

瑞穗證券亞洲公司董事總經理、首席經濟學家

沈建光

央行近日公佈了最新一期的貨幣政策執行報告，與市場對於當前中國經濟整體偏悲觀的看法有所不同。央行報告中傳達的情緒似乎並沒有情況危急之擔憂，但考慮到當前惡化的高頻數據以及不斷惡化的微觀實體感受，筆者堅持對於當前經濟運行差於預期的判斷。同時認為，央行報告也有一定穩定市場信心之意。

房地產市場或決定今年經濟走勢

當然，仔細研讀報告，也不難發現一些新的提法，值得注意：首先，房地產市場或將成為決定今年經濟走勢的關鍵。其次，通脹壓力尚不足為慮，工業生產領域通縮值得擔憂。再有，降準不僅是應對短期內經濟下滑與企業融資難、融資貴等諸多矛盾的積極舉措，更是未來發揮價格型貨幣政策工具作用的內在要求。正如筆者在文章《全面降準勢在必行》中提到的觀點，過去30年央行貨幣政策工具應用更多地倚靠數量型工具，價格型工具的應用相對弱之。而伴隨着對市場化改革達成的高度共識，以及當前一些經濟金融體系的矛盾現象出現，這一狀況實際上到了必須改變的時刻。

主要原因如下：第一，利率市場化改革已經空前加快，由供需決定資金價格的時機已愈加成熟，通過行政手段控制資金供給方，利率價格信號必定難以發揮，資金緊張之下，實體經濟更難免受到傷害；第二，當前表外業務的發展過快，金融風險空前加大，不僅源於部分監管缺失，更一定程度上反映了表內業務監管過度；第三，伴隨着存貸差的縮減，當前20%的準備金率或已超出最優準備金率的理論值；第四，相對於國際上其他國家，當前中國的存款準備金率已經過高。

注重防範金融風險高於保就業

最後，宏觀政策調整需要更加注重防範金融風險，其意義某種程度上要高於保就業。實際上，決策層對於當前經濟下滑局面未十分擔憂，很大程度上由於當前就業市場尚且穩定。然而，在筆

者看來，就業指標其實具有滯後性。一般而言經濟下滑階段，企業率先採取的是減產而非裁員來應對，一旦出現大規模失業，經濟狀況必定到了十分危急的時刻，宏觀政策或許也已經過了最好的應對時機。此外，伴隨着中國貿易拐點的到來，近幾年中國就業市場實際上已經出現了新的跡象，農村剩餘勞動力從富足轉為不足，勞動力工資逐年上漲超過GDP增速，在這一背景下，就業指標的敏感性也在減弱。

與之相對，金融風險的重視程度需要加大。例如，當前房地產市場遇冷，不僅會影響到上下游企業，更會對金融系統造成衝擊。比如，過去五年中國信託業實現了高速增長。截至2013年底，管理資產規模達到10.91萬億，其大多信託貸款又集中於房地產、政府融資平台等較高風險領域，一旦宏觀經濟與房地產市場開始周期性下行，信託貸款業務也蘊含着較大風險。

此外，在銀行信貸活動中，房地產作為普遍使用的抵押品，其價格波動也會影響到銀行的資產負債狀況。一旦房地產價格下跌，那麼銀行資產負債表中以房地產為抵押品的貸款質量就必然下降，提升銀行不良貸款率。有報道稱，當前銀行抵押品中有80%為房產，可想而知，在房價下跌之時，這部分風險需要引起足夠重視。

如此看來，當前中國經濟運行差於預期，風險不容小覷。宏觀政策需要有所作為，特別是從貨幣政策的角度而言，央行減少數量控制，特別是適時降準確有必要，這不僅可以為緊縮的流動性提供支持，平緩利率期限結構，降低長端利率風險溢價以緩解實體經濟面臨的資金壓力，更重要的是在貨幣政策工具轉向發揮價格型工具的背景之下，有利於消除供給制約，緩解價格工具失效的矛盾。

除此之外，筆者建議淡化75%存貸比的考核，即便受制於《商業銀行法》，短期內75%的存貸比取消不切實際，但可以考慮擴大存款額的計算範圍，延長考核期限，如半年考核或者一年考核均是可行之策。總而言之，在經濟下行風險加大、通脹尚且可控之時，筆者認為，未來貨幣政策應該改變過緊的局面，並通過降準、淡化存貸比考核等引導政策轉向價格型工具，這既有利於穩增長的實現，也有助於促進市場化改革，可謂一舉兩得。

(原文較長，本報有刪節)

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

內地增長減速 刺激措施僅作緩衝

中國最近公布了一系列的經濟數據，較前一個月有所改善，反映出在中央推出一系列的刺激措施後，對經濟的正面支持作用開始見效。然而，在經濟改革過程仍在進行中的情況下，刺激措施僅能對經濟提供緩衝的作用，並不能阻止增長放緩的長期趨勢。

經濟數據雖然較前一個月有所改善，但卻低於市場預期的改善幅度：4月份中國官方製造業採購經理指數從50.3回升至50.4，低於市場預期的50.5；至於4月份匯豐中國採購經理指數亦從3月份的48，上升至48.1，低於市場預期的48.4及初值的48.3。

經濟情況有所改善的原因在於，中央在3月舉行人大會後，推出了多項措施以支撐經濟，包括將增加鐵路和住房建設投資，及實施減稅政策，並承諾加大對出口商的支持力度。另外，人行亦下調了符合要求的縣域農村商業銀行和合作銀行的存款準備金率，下調幅度高達2個百分點。

經濟重心向內需轉移

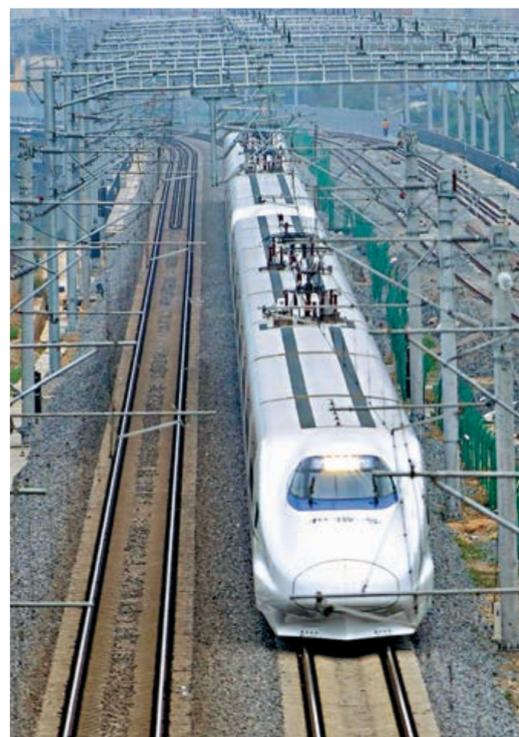
然而，由於中國本身的結構性問題，向好的趨勢難以因這些刺激措施而得以長期延續；個別傳統行業如鋼鐵、水泥及造船行業因資金錯配而出現產能過盛。此外，個別二三線市場如房地產市場供過於求，以及工資上升令低端工業競爭力減弱等問題，迫使中國扭轉從前的經濟大方向，從出口到內需，引導資金流入效益最佳的行業，改善個別行業供過於求的情況。而從最近的變更可看出經濟重心正在改變。

在4月份官方製造業採購經理指數中，新訂單指數為51.2%，按月上升0.6個百分點，至於反映製造業外貿情況的新出口訂單指數為49.1%，按月下降1.0個百分點，呈收縮的情況，說明官方製造業採購經理指數的回升主要是國內需求所推動。

經濟增長展望被下調

而經濟改革相信不是一兩年能夠完成的事，加上在2008年金融海嘯所遺留下來的金融風險，未來幾年中國經濟增長速度仍有很大機會繼續減速，乃至經合組織(OECD)最近亦將對中國經濟2014年及2015年增長的預測，下調至7.4%及7.3%，較去年11月展望報告分別下調0.8%及0.2%。

中央政府目前要做的事，一方面要逐步淘汰過剩工業產能，同時抑制信貸增長，去槓桿化以減低發生金融危機的風險。但在進行這些事情時，面對內需以及其他新經濟板塊仍未能足以支撐經濟的情況下，經濟增長將難免會繼續減速。為免減速太快影響到改革的步伐，中央在經濟增長減速加快時推出刺激政策的舉動，在未來幾年將會持續，直到新經濟及內需動力足以抵消傳統經濟及出口減少為經濟所帶來的負面影響。



中央在3月舉行人大會後，推出了多項措施以支撐經濟，包括將增加鐵路和住房建設投資。圖為一列動車由火車站駛出。資料圖片

分析統計數據

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局再度減少買債規模100億美元後，似乎對投資者未有太大影響，美股保持在高位徘徊的格局。但回顧自去年年底至今，美股的表現卻令投資者有點失望。截至4月底，道指今年以來只微升0.02%；標普指數雖然走勢較佳，但升幅亦不足2%。納指表現更差，今年以來下跌1.48%。

1月效應準確度較高

筆者最近閱讀了一本書，書內記載了不少美股的統計數據。筆者首先要分享的是1月效應。原來1月效應真的是頗為準確的。自1950年開始記錄至2013年，總共有63年之長，只有7次標普500指數於1月份的升跌，與年底終結時的升跌並不配合，準確度高達88.9%。若扣除有8年升跌幅度小於5%的情況看，準確度仍達76.2%。今年1月，美股三大指數普遍錄得1.72%至5.3%的跌幅，加上聯儲局持續減少買債，將令市場上的貨幣供應減少，令美股今年以來未能再上衝高位。

今年美國將會舉行中期選舉，自1918年以來，原來美國總統所屬的政黨，通常在國會中期選舉中，流失了一些席位。只有1934年總統羅斯福、1998年總統克林頓及2003年總統喬治布殊所屬的政黨，於中期選舉中獲得更多的議員席位。在過去24次的中期選舉中，道指由年初至選舉日，有15次升跌幅度是超過10%的，顯示中期選舉前美股有較大幅度的波動。在這24次中期選舉前，有11次錄得下跌，而有13次是錄得升幅。但在這24次中期國會選舉後至年底，道指只有7次下跌，反映投資者可能認為中期選舉後政治明朗化，於是吸納美股。

「五窮」月並非絕對

通常投資者有云「五窮六絕七翻身」這個用於股票市場的道理，但在美股方面似乎不太差。標普500指

預測美股表現

數方面，以8月、6月、2月及9月表現最差，但首三個月的自1950年1月至2013年4月以來的累計跌幅不足7%，但9月份卻是重災區，累計跌幅達33.0%。至於累計表現最好的首三個月，分別是12月、4月及11月，升幅分別達106.5%、97%及93.6%。至於道指方面，以8月、5月、6月及9月表現最差，累計跌幅分別為4.2%、5.2%、19.0%及50.5%。

另外一個投資者通常最留意的是星期五及星期一股市的關係。星期五股市下跌，主要是因為投資者希望在周末前減少持倉比重。至於星期一的下跌，卻反映投資者對過去周末金融及政經新聞方面的看法。由1995年至2013年5月中，道指平均每年出現10次星期五股市下跌後，星期一股市再下跌的情況。在2001、2002及2008年，在以上情況發生後，道指的跌幅可以高達一成以上。結合其他年份，平均往後的跌幅在6%，這點投資者宜留意。

總括而言，雖然筆者對美股並非看得太淡，但從美國今年經濟開局較預期為差，中期選舉臨近的情況，以及美股近年累積一定升幅的情況看，預料美股今年可能較為反覆。



美國公布的經濟及企業業績數據參差，投資者入市轉趨審慎。圖為紐交所的交易員。美聯社

阿里高增長與不尋常公司治理

路透熱點透視專欄作家

John Foley

熱點透視

阿里巴巴在5月6日正式提交在紐約進行首次公開發行(IPO)的招股說明書，對於這家公司有兩件事情需要了解：首先，阿里巴巴作為中國電子商務巨頭，規模相當龐大並且料將進一步擴張。其次，新投資者對該公司的經營運作將幾乎毫無發言權——創始團隊牢牢控制了公司。

去年，阿里巴巴在旗下主要網站淘寶和天貓上處理了113億份訂單，價值共計2,480億美元。這比亞馬遜和Ebay合計還多三分

之二，在中國在線購物總額中更佔到驚人的84%。不同於大多數在線零售商，阿里巴巴自己並不出售或配送商品，而是扮演店舖角色，向賣家收取廣告費用和一些佣金。

主導地位助保市場份額

該公司增長來源於兩方面：在線購物增加，以及阿里巴巴可從賣家處獲得更多收入。2013年，阿里巴巴營收為78億美元，僅佔所售商品總價值的3%。相比之下，Ebay的該比例達到10%。阿里巴巴的訂單價值也通常較小，每單平均22美元，而競爭對手京東的每單價值為64美元。不過，阿里巴巴的主導地位應該有助於其保持較大市場份額。

公司治理是問題的關鍵。以董事局主席馬雲和公司二號人物蔡崇信為首的28名合夥人將任命阿里巴巴的大多數董事。大股東雅虎和軟銀也承諾會支持合夥人的選擇，確保了絕大多數股權都會投贊成票。

公司管治缺乏透明度難獲認同

按理說，比起Facebook及谷歌等科技同業創始人所採取的超級表決權股票制度，這樣的結構更加民主，但同樣還是缺乏透明度，因此較難得到認同。阿里巴巴的合夥人制度將繼續保留，除非95%的股東投票贊成取消。雖然合夥人意見只要達到簡單多數就能讓馬雲和蔡崇信下台，但這種事的發生似乎遙不可及。

阿里巴巴希望保留這種為企業取得非凡成功作出貢獻的文化，這是可以理解的。新股東也不會質疑公司究竟誰拍板。但企業環境和文化都會變。阿里巴巴一直在向新領域迅速擴張，從互聯網電視到地圖以及網絡視頻，這些都是公司創始人可能不那麼擅長的。公司在成長的同時不注重公司治理，就好像一家網上零售商沒有退貨保障。



杭州阿里巴巴集團。資料圖片

中國國際貿易表現有望逐漸改善

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員

卓亮

口的疲弱表現拖低了整體經濟增長，惟情況在今年餘下時間內有望逐步改善。

虛假貿易影響致基數虛高

中國內地4月份進出口表現略勝市場預期，出口同比增長0.9%，進口同比上升0.8%。雖然兩者升幅均不足1%，但已優於逾3%跌幅的市場共識預測，而出口亦終止連續兩個月跌勢。

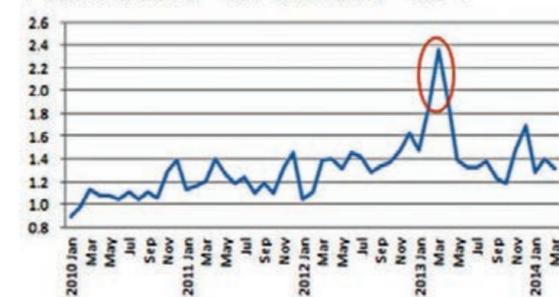
出口終止連續兩個月跌勢

總結今年頭四個月表現，以美元計價的出口與去年同期相比下跌2.3%，進口則增長1.4%，以致貿易順差同比暴挫41.4%。淨出

值得注意的是，今年2、3、4月出口同比變化分別為-18.1%、-6.6%、0.9%，是金融海嘯後最差的三個月表現。其中一個主要原因是去年同期受虛假貿易影響，導致比較基數虛高。

去年2、3、4月中國大陸對香港的出口較香港公佈從內地的進口金額分別高出83%、136%及92%，結果在近三個月，內地對香港出口同比驟減24.3%、43.6%及31.4%。而

中國內地對香港出口與香港從內地進口的比率



資料來源：Bloomberg, BOCHK Research

香港是僅次於歐盟及美國的中國大陸第三大出口目的地，因此相關數據對整體出口表現造成嚴重扭曲。

展望未來，由於虛假貿易從去年5月起明顯減少，預計中國國際貿易的同比表現將逐漸好轉，在某程度上有助整體經濟表現回穩。

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。