

中國經濟總體面好轉

時富金融策略師
黎智凱

6月21日，歐洲央行行長馬里奧·德拉吉接受荷蘭媒體採訪時指出，歐洲央行仍考慮在未來有必要時祭出大規模資產購買措施這一政策工具，來解決可能面臨的通縮危機。6月22日，奧地利媒體報道稱，歐洲央行管委會委員兼奧地利央行行長諾沃特尼當天稍早稱，歐洲央行可能不會在2016年前將利率從當前的歷史低位水平上調，而整個歐元區經濟也要到2016年時才會錄得更為強勁的經濟增速。

數據顯示，5月歐元區消費者物價指數同比僅上漲近0.5%，4月曾上漲0.7%，遠遠低於歐洲央行設定的接近2%目標。筆者認為，歐元區先前的寬鬆措施，低利率並沒有使得資金更多注入實體經濟的。歐元區經濟狀況目前仍然很疲軟，加上歐洲各國經濟發展情況各不相同，但總體經濟環境依舊脆弱。因此，歐元區的基準利率水平將在相當長的時間內維持在低位，短期之內，歐洲央行是不可能加息的。

本周，部分美國6月經濟數據將會先後亮相，儘管美聯儲在上周聯邦公開市場委員會(FOMC)會議中調降了2014年經濟發展增速，但是近期公佈的數據顯示，2014年美國經濟增速的

調降或許只是受累於其第一季度天氣原因，美國經濟復甦勢頭依舊強勁。與此同時也應該注意到，因美國經濟受到先前債務過重和結構性問題的阻礙，近期內不會出現過熱的勢頭。

製造業採購數據報佳音

6月23日公佈的匯豐製造業採購經理人預覽指數PMI，6月初值錄得50.8，重回榮枯分界線上方，為7個月來最高，也是為6個月來的首次擴張。5月終值為49.4。分項數據中，匯豐製造業PMI新訂單指數51.8，創15個月最高水平；產出指數從5月的49.8躍升至51.8，為7個月來最高。

貨幣政策有利經濟發展

在中國內地，國家經濟發展長期以來一直被房地產綁架着，房地產增進上漲經濟增進上漲，房地產放緩經濟放緩。溫州房地產市場給我們敲響了警鐘，中國經濟要發展就得要改革與轉型。在筆者看來，6月匯豐製造業PMI初值回升至今年以來最高，而且是在房地產低迷的情況下產生的，說明其他領域的投資形勢都在好轉，表明內地經濟總體面好轉。筆者預計穩定的貨幣增長政策持續，將確保經濟復甦能夠持續。

PMI預示中國次季經濟增長回穩

中銀香港經濟研究員
卓亮



匯豐中國6月製造業採購經理指數(PMI)初值顯著上升，從5月的49.4升至50.8。該指數不僅創下七個月高位，亦是半年以來首次處於50點的榮枯分界線以上，顯示內地經濟增長動力有所加強。

PMI指數中主要分項表現正面，產出指數同樣升至七個月高位，由萎縮轉向至擴張。新增訂單則由持平改善至擴張，並升至51.8的15個月新高。另一方面，就業指數雖然有所上升，但依然處在50點以下水平，顯示就業環境未見改善，勞工市場依然存在隱憂。

從第二季開始，PMI指數持續上升，顯示中央政府一系列「微刺激」措施已取得一定成效，第二季GDP增速應會優於第一季。同時，今年內地房地產市場表現明顯轉弱，對經濟增長造成一定的下行壓力，不排除下半年經濟表現出現反覆的可能性。

環球經濟復甦步伐漸穩

太平金控、太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

近半年以來，各國依照各自經濟形勢的不同，貨幣政策上已見分道揚鑣。金融危機後，全球多國央行紛紛推出量寬寬鬆的貨幣政策。然而，新西蘭央行今年加息，是近3年來首個步入加息軌道的發達國家。今年以來，為防止本國貨幣大幅貶值，南非、烏克蘭、土耳其等國紛紛進入加息國家的行列。

發達經濟體加息期未到

但是總體來看，全球發達經濟體尚未進入普遍加息的時期。日本還在持續的推出量寬政策，澳洲聯儲正努力打壓澳元匯率，歐元區剛剛進入負利率時代，美國在2014年的復甦勢頭弱於預期，美聯儲加息的時點可能會往後移。英國實體經濟和勞動力市場出現了2013年以來最明顯的改善，市場預計英國央行會在第四季度加息，在加息時間表上，估計英國央行會早行一步。不過，目前看來，全球發達經濟體普遍進入加息階段還有一段路要走。

全球經濟維持穩定弱復甦的格局，預計全球流動性依然較為寬鬆。發達經濟體的復甦是可持續的，但其復甦的勢頭並不強勁。耶倫在本次議息會議上的表態釋放出對經濟復甦潛力仍存不確定性的擔憂，這將給全球經濟帶來較為穩定和寬鬆的貨幣環境。

中國經濟不會硬著陸

全球仍然寬鬆的貨幣環境為中國內地的經濟結構調整贏得了時間。6月18日，李克強總理在英

國智庫發表演講時表示，儘管中國經濟近幾年增長率降至7.5%左右，市場上產生了中國經濟放緩是否會繼續，甚至是否會硬著陸的議論；但是我們可以正式承諾，中國經濟不會出現硬著陸。

總理此次正式明確承諾經濟不會發生硬著陸，顯示了政府對當前經濟形勢的充足信心。年初以來的一系列微刺激政策表明了政府穩增長的決心。事實上，一系列先行指標，比如消費者信心、PMI指數等，早在幾個月前就顯示了中國經濟企穩轉向的信號。當昨天公佈的匯豐中國6月製造業採購經理人(PMI)預覽指數顯示製造業產出六個月來首次實現擴張，超過市場預期，更進一步顯示政府的微刺激政策則正在傳導至實體經濟。

內地強調經濟目標更多是為穩定市場預期，從政策看，貨幣方面將繼續定向放寬，財政方面支出與減稅並行。仔細閱讀總理在英國的發言會發現，總理依然在強調穩增長的同時仍在注重調結構。微刺激並不意味著打破現階段進行的結構調整改革。

不過，內地的經濟增長依然承受一定的壓力。三大需求中，出口無疑受益於全球的穩定弱復甦帶動的全球貿易增速回升，這方面二季度已見平穩。然而，投資僅靠基建支撐，消費則受制於居民收入年內增長不快。因此，預計下半年政府將出台更大力度的微刺激政策，以實現經濟增長穩中求進的目標。

看深一層，內地當前宏觀經濟所面對的另一重要問題是如何防範信用風險的進一步擴散。對此，短期的解決辦法是逐步實施有保有壓定向政策，長期則依靠改革，例如繼續規範影子銀行體系，以及地方政府實行市政債自發自還等。

地緣危機反應短暫 央行政策影響較大

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

過去兩星期，全球財金動向，基本上只有兩個主題，一是地緣政治，一是央行政策，已經決定了大部分的市場動態。關於前者，其實年內不乏新聞，大大小小，世界各地的，都有相當的話題性。年初的俄烏之爭，造成了金融市場一定震盪，雖然為時甚短，但背後可供想像的空間很大。由正式官方的說法，到市場的猜測，甚至不同程度的陰謀論，包括但不限於俄羅斯富豪在英國的資金如何處置，俄羅斯是否拋售大量美國國債，以至美國財政部設立的黑名单。

對於要有美元結算活動的金融機構，限制其與某些人士的往來，都提供了大量金融市場的變動因素。其後當然有中東的局勢，兩伊的問題，多年來都是大家的焦點，最近的伊拉克事件，放在如此的大框架內，一點也不奇怪。繼續是大家熟悉的故事，只是角色換了人選，以往可能是中東各國，後來可能是阿富汗，到如今是伊拉克而已。

地緣政治發展往往想像之內

以此觀之，即使金融市場對於上述地緣政治局勢的變化，短期有大的反應，但中長線而言，大家都知道，這些問題，長久以來都存在，不可能短期內解釋，相對而言，反而較易消化，回復常態。當然，投資者要把握這方面的機遇，也可以留意外國的新聞，事態發展往往是想像之內。

雖然具體的發生時間地點人物等，大概連局內人都是最後一刻才知道結果，但以普通人的身份，在動盪一刻以金融資產工具保障本身利益，其實只要多留意，風險是可控的。

相比之下，上述的央行因素，對於投資者的風險回報，其實更大影響。上周提過，早前有歐洲央行的行動，歷史性的負利率，為的是什麼？顯然，當地復甦力度有限，為了避免跌進通縮的漩渦，最佳做法是防患於未然，倒不用理會什麼歷史背景對通脹的顧忌，乾脆就把通脹搞上去，才是上策。

歐洲方面，其實之前是走得太慢了。可不是嗎？以美國如此大力度的量寬，最近才開始所謂退市，減買債步伐維持一致，證明可以有條件有空間，由非常時期的非常手段，回復正常。聯儲局最新給予的下調經濟前景展望，正好說明，總體來說，仍不算是十分理想，如此一來，歐洲之前的保守取態，可算是太不合時宜了。

美聯儲局前瞻性高 押注有因

無論如何，以美股近幾年的漲勢，近年的連番創新高，可以想像，美國聯儲局是有前瞻性得多，當日的決策，大膽而務實，相比之下，歐洲央行昧於形勢，只懂回顧以往的情況，拿着倒後鏡來做將來的決定，高下立見。如此說來，投資者長期還是押注於美國，可不是沒有道理，即使過程中有很大代價，亦無可厚非。



微調頻出招 內地經濟回穩向上

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

5月，中國經濟數據向好。反映中國經濟表現的「李克強指數」三大指標，即電量、鐵路貨運量和銀行貸款發放款量，亦見回升。其中，國家能源局發佈5月份全國用電量由4月份的4.6%增長至5.3%，反應經濟活動轉趨活躍。

刺激政策逐漸發揮作用

此外，上半年表現不佳的鐵路貨運量結束今年跌勢，亦見回升，與5月份工業增加值增長相對應。銀行貸款方面，5月新增貸款為8,708億元，遠高於市場預期的7,500億，更創下逾10年來的同期新高。「李克強指數」反映在中央的持續微調下，「微刺激」政策正逐漸發揮作用。

李克強早前發表演論表示，中國經濟不會硬著陸，並對今年中國實現GDP增速7.5%的目標有信心，可見其對現行經濟狀況感到滿意，亦有意向國際投資者釋放中國經濟前景靠穩的正面信息。

過去中國一直依賴固定資產投資拉動經濟增長，其中房地產業已佔GDP總量約20%。然而，房地產持續放緩成為阻礙中國經濟穩步增

長的一大隱憂。國家統計局公佈，今年1至5月房地產投資按年增長14.7%，創下自2009年9月以來的新低，且5月住房銷售額亦較去年同期下降10.2%。

為確保固定資產投資增長穩定，中央早前推出加大基建投資的「微刺激」政策，帶動今年1月至5月基礎設施投資按年增長25%，抵銷了房地產投資放緩的影響。由此可見，中央政策正通過有效引導經濟產業轉移，達至穩增長的目的。

房地產增長見頂回落直接影響銀行及地方政府的財政健康，相信在穩增長目標的大前提下，政府不會輕易讓行業崩盤。預期中央在調結構的同時，會延續其政策方針，以微調手段確保經濟在改革下穩定前行，扶持房地產健康發展。

可趁A股回調作中長線部署

中國經濟開始靠穩，從李克強最近發表的言論可見他對中國經濟前景充滿信心，加上中央會繼續推行針對性的「微刺激」政策，預期今年內地經濟會持續溫和向上。現時中國股市預期市盈率仍維持在10倍左右，大幅下行風險有限，投資者可趁近日A股受內地IPO重啟回調時，逐步買入A股ETF或中國股票基金，盡早於中國投資市場作中長線部署。

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。

阿里投資者因中美法律差異臨風險

路透專欄作家
Richard Beales

熱點透視

內地電商巨頭阿里巴巴即將在美國首次公開發行(IPO)，市值可能超過1,000億美元。但是，股東是否能真正獲得所有權呢？美國國會一個委員會適時地提出了這個問題。主要癥結在於中國法律不夠清晰明確。

美中經濟暨安全委員會(U.S.-China Economic and Security Review Commission)6月18日發表一篇報告，強調了所謂的可變利益實體(VIE)所蘊含的法律風險。許多中國企業採用VIE，使得不能直接擁有中國企業的海外投資者，可以獲得對這些企業的控制權並獲得經濟效益。

在許多中國企業赴美上市案中，投資者全盤接受了VIE的風險，比如微博最近在美國IPO。外國股東假定，越來越多的中國企業依賴VIE前往海外上市，中國當局不會輕易找企業的麻煩。

阿里巴巴表示，通過VIE持有的企業僅佔其資產的17%左右。其餘則是外資全資以及多數持有的企業。此外，阿里巴巴在其IPO文件中詳細討論了VIE安排，並援引中國律師事務所

的意見稱一切都是合法的。

樹大招風 恐中國打擊VIE

然而，美中經濟暨安全委員會的報告稱VIE是「複雜的詭計」，並稱「在中國可能是非法的」。甚至阿里巴巴也承認，在中國內地執行合同權利可能很困難。儘管該公司規模夠大、根基夠牢，對於中國經濟來說不容小覷，但潛在投資者面臨的危險是，阿里巴巴在敏感的網絡產業中樹大招風，如果北京決定打擊VIE，很容易成為靶子。

美中經濟暨安全委員會提出了另一個不太引人注意的法律問題。一旦阿里巴巴在美國上市，必將受制於美國海外反腐敗法。例如，如果該公司在賬目中錯誤描述腐敗款項，美國當局可能會採取行動。

當然，中國有自己的反腐敗法律，而且也沒有人反映阿里巴巴做了什麼錯事。但上述美國報告提醒人們，中國法律安排存在不確定性，而美國法律延伸到海外是確定的，這兩方面均存在風險。投資者不應忘記，阿里巴巴是研究中美法律體系鴻溝的一個案例。