

人行降息保增長待觀察

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管
陳羨明

中國人民銀行決定，自2014年11月22日起下調金融機構人民幣貸款和存款基準利率。金融機構一年期貸款基準利率下調0.4個百分點至5.6%；一年期存款基準利率下調0.25個百分點至2.75%，同時結合推進利率市場化改革，將金融機構存款利率浮動區間的上限由存款基準利率的1.1倍調整為1.2倍；其他各檔次貸款和存款基準利率相應調整，並對基準利率期限檔次作適當併併。

降息主要在於加快降低實體融資成本，應對當前經濟增長的下行壓力。6月中國製造業PMI為51%，連續4個月回升，但動能趨弱，日均發電量、建築業訂單、鐵路貨運量、地產銷量等先行指標萎縮，預示生產和投資走弱。最顯著的壓力來自房地產市場低迷，對房地產開發投資及相關上下游產業鏈的傳導效應影響。在當時看來，下半年經濟面臨信用、外資流入放緩、地產三重壓力。

連環出招降低融資成本

於是，內地連續出台了穩增長、促改革、調結構、惠民生各項政策。在貨幣財政政策方面，繼續預調微調，通過定向降準解決農業、小微企業融資的問題。

近期，經濟刺激力度在強化，人民銀行不斷通過各種方式實現放鬆，票據貼現利率逐步下行，已經回到了約3.4厘左右、自2010年下半年以來的最低水平。本月初，人行證實9、10月央行利用MLF工具向銀行間釋放7,695億元（人民幣，下同），反映用量化寬鬆的方式繼續「着力引導市場利率，降低社會融資成本」。

上月10日，我們在本欄《內地穩增長 市場風險溢價降》一文指出，「目前政府正試圖採用二種方式降低利率：一是下調正回購招標利率；二是通過行政方式引導商業銀行降低首套房等優質信貸資產的利率。」「我們一直關注貨幣傳導機制能否降低實體融資成本。」不過，定向政策未能達到有效改善融資成本環境的效果，實體企業的融資成本仍然高不下。其主要原因在於金融機構尤其銀行的不良資產攀升，因而壓低了其信貸投放的風險偏好，而企業的資產負債表調整壓力也使得其投資性需求減弱，供需都限制了定向貨幣寬鬆

向信用改善的傳導機制，導致定向寬鬆還沒能起到降低實體融資成本的預期效果。

不良貸款上升增添憂慮

市場擔憂經濟進一步放緩，銀行為避開信貸風險而減少放貸。最新數據顯示，內地今年第三季不良貸款增幅為2005年以來最大。中國銀行業監督管理委員會11月15日發布公告指，第三季末商業銀行不良貸款餘額較上一個季度末增加725億元，達7,669億元；不良貸款率為1.16%，比上一個季度的1.08%微升。

人行決定降息快於我們和市場的預期。由於經濟仍具下行壓力，且通縮勢頭逼近，市場對降息早已有所預期，但普遍認為，政府對經濟下行壓力的容忍度較高，降息要到2015年才正式啟動。

不過，還是因為貨幣傳導機制的問題，從貨幣寬鬆到信用寬鬆仍有一段曲折的路要走，因此我們認為降息能否顯著的改善信用環境，降低實體經濟的融資成本，最終達到提升經濟動力的目的尚需觀察。

降息對資本市場整體偏利好。之前一系列的定向政策已經在一定程度上約束了無效率部門的資產負債表，降低了結構性的風險溢價，進一步的降息反映貨幣政策偏寬鬆的基調仍將延續，從而提高了市場的風險偏好。



人行繼續着力引導市場利率，降低社會融資成本。資料圖片

「一帶一路」撐內地基建業

AMTD 高乘財策劃董事兼行政總裁
曾慶璣

拉動中國經濟的三頭馬車當中，固定資產投資增長持續回落，今年首10月全國固定資產投資同比增長15.9%，較1月至9月下跌0.2%，已是自7月以來連續4個月呈下降走勢，更創下自13年的新低。數據受到房地產投資增勢持續下滑拖累，1月至10月房地產投資增長12.4%，比前9個月回落0.1%，繼續維持下跌走勢，但基礎設施投資則同比增長

22.6%，比1月至9月升0.4%，其中鐵路運輸業投資增長25.1%，增速與前期持平，但整體仍未完全抵消房地產放緩的衝擊。

加大投資助經濟軟著陸

在中國經濟改革下，穩增長成中央的首要目標，中央決意加大基礎設施投資，緩衝房地產業下滑的影響以維持經濟增長動力。當中鐵路基建投資成中央重點支持的項目，今年鐵路固定資產投資已獲三次上調至現時8,000億元（人民幣，下同），發改委近日公佈批覆了5條鐵路投資項目，總投資額達1,526.97億元，而自10月以來，已先後有16條鐵路獲批，反映鐵路基建投資的步伐加快，有望於年內完成預期的投資總額。

中央隨了不斷加強內地的基礎建設投資，同時亦鼓勵中國企業「走出去」。國家主席習近平於APEC峰會明言加快推進「一帶一路」（絲綢之路經濟帶和21世紀海上絲綢之路）建設，以貫通歐亞地區，加強區內經貿合作，並宣佈成立400億美元「絲路基金」協助發展。此計劃需求龐大的海陸交通建設，有利推動鐵路、基建、水泥、鋼鐵、公路及航運相關行業板塊盈利增長。中國基礎建設投資現成為穩增長的首要工具。中國地大物博，內陸地區基礎設施不完善發展，導致物流效率偏低，但卻為加大基建投資造就有利條件，同時亦有助穩定經濟增長。此外，中國的產能過剩一直困擾經濟，問題主要集中在建材、鋼材、水泥等領域，因過往中央為追求高增長的GDP，大力推行相關刺激政策，造成企業過度生產，但隨著經濟增速放緩，加上房地產投資下降，需求不足進一步突顯產能過剩的嚴重性。如今「一帶一路」的推行，充分配合中央「走出去」的國策，有望帶動基建行業需求，對外輸出產能以消化內地過剩的問題。

中國經濟增長放緩趨勢不變，預期中央未來續加大基礎建設投資來協助經濟軟著陸，加上「一帶一路」帶來的機遇，未來鐵路及基建板塊可看高一線。



中國今年鐵路固定資產投資增至8,000億元人民幣。資料圖片

安倍經濟學前景未明

時富金融策略師
黎智凱

日圓轉弱，早前美元兌日圓跌至118，加上日本在上周五宣布解散眾議院，對於日本首相安倍晉三而言，不僅是為了化解當前政治癱瘓的危機，更為日後在政治、經濟等各方面打造了改革的序幕。

將在今年12月舉行的日本國會大選，市場多預計安倍將能成功重組內閣。雖然安倍內閣的支持率自2013年底至今一直下跌，但因為反對黨的勢力單薄，對安倍內閣的威脅不大。若安倍內閣在12月真的在選舉中落敗，那麼「安倍經濟學」進行曲將曲終人散，在再無後續的寬鬆政策支持下，或會日本就會重回8年前的通縮情況，日經平均指數跌回11,000點，後續之事亦無可估量；若一如市場所料，這大半年將會是安倍在政治舞台上鞏固勢力的黃金時期，2014年底的國會大選及2015年中的自民黨總裁選舉將是建立安倍經濟學中第二及第三枝箭的基石。

QQE變成投資熱錢

安倍的三枝箭策略當中，必須要有量化寬鬆的支持下才可以緩衝通脹及經濟改革的負面影響，但最近一次的擴大量化及質化寬鬆(QQE)推出之後，第二及第三枝箭的政策卻因為安倍內閣的政治因素成為只開樓梯響的選舉口號。而推遲增值稅的措施，更反映出政府及央行兩方在實行經濟改革的不協調，因為日央行釋出的資金無法流到安倍目標的經濟範疇上，QQE只得變成投資的熱錢。

未來安倍內閣應能在政治上維持主導角色，日央行能否在2016年及2017年維持QQE支持，以落實通脹調控及經濟改革則依然未明。就在上月日央行作出擴大寬鬆措施進行投票時，投票結果為5票贊成比4票反對，反映出日央行在進一步操作QQE的內部分歧亦見嚴重。若無持續及海量的資金作為緩衝，那麼改革民生、福利、農業補貼、稅制等方針將會對

市民及各行業造成直接衝擊，例子就如去年歐洲在受緊縮政策壓力下，失業率高企(在2014年7月高達26.4%)，令民怨四起，歐盟的改革亦因此變得寸步難行。日本的社會體制在人均生產力勞動人口的流動性上(安倍政府亦是)根本不能承受這個衝擊，故可以預計安倍的內閣在國會大選勝出後的短期內將會先以農業補貼、推遲增加稅項等措施籠絡民心，經濟改革的時間表也許要再度推遲。

大量國債無底深潭

安倍經濟學的終點，除了是成功改革日本經濟前景外，大量的國債亦會成為經濟增長下隨之而來的災難。現時日央行的通脹增長目標為2%，而債務佔全年GDP的250%，若以這些數值去估計，若經濟復甦，光是國債的利息就等於全年GDP的5%。日本財政赤字已如無底深潭，除非日央行把所有資產都購回，不然的話這個債務泡沫在日本經濟增長下將會誘發日本經濟危機。如此看來，安倍政府相信並無太大可能可以走完三枝箭的改革進程，而安倍亦非常可能在改革中途因為各政治及經濟責任而被拉下馬，但作為日本徹底改革的先驅，日本現時算是踏上一條荊棘滿途的出路。



市場多預計安倍將能成功重組內閣。資料圖片

內地減息 改革多於拚經濟

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

最近幾周，消息面不斷有新戲，繼日前的滬港通，筆者已於上周二(18日)及上周五(21日)分析過，這裡不重複了，而上周五的黃昏，內地公布令市場十分關注的減息，多年以來再度出現，自然是全球市場人士的焦點。

從普遍的傳媒報道和輿論上，顯然大家的焦點是減息，可能作為刺激經濟的手段，尤其內地經濟數據在年內一度好轉，但近來未如理想，外界一直猜想，會否出現更進一步的刺激措施。

說起來，年初至今，已有不同程度的不同刺激方案，有些是財政政策，有些是貨幣政策，已相繼出台，如今再有新動作，投資者作出這方面的解讀，覺得是上述政策的一個延續，實在無可厚非。

經濟大方向強調「質素」

事實上，從一般經濟師或分析師的架構，亦多從這一角度去想，反正無論從其理論訓練，或實務上內地政策帶來的經驗，都有所謂增長過熱或增長動力不夠時，以逆週期的手段，或壓抑，或刺激，上述的貨幣或財政政策，都是一部分可供應用的工具。

然而，假如大家細心留意，卻不無要再問一點問題。正如筆者不只在在本欄指出，內地自去年起，經濟大方向有別，不再鼓勵單純的經濟增長數字，而是強調增長的質素如何，因為策略上，過去三十多年高速增長後，如今踏入了改革的深水區，要處理一些十分棘手的難題，這些事情不能單靠提高增長速度達成，甚至可以說，增長速度太快，或太介懷外界期望有高增長，都不利深層次的結構性改革。

圖拓市場資源配置作用

何謂結構性改革？主要就是高增長過後，餘下來有待處理的社會民生問題，包括反貪腐、環境污染、內陸與沿海地區發展步伐不一、農村與城市居民收入差異、地方與中央關係等，都是大課題，而貫穿這些題目的，其實是三中全會提出的，市場力量要成為資源配置的決定性作用，如此一來，一切都明顯，只有更進一步的市場化，而且真的讓市場處理市場最擅長處理的事，才可有助處理上述問題，箇中道理，一直跟進中國改革者，應不難意會。

既然如此，不妨把焦點放回今次減息後，人民銀行對媒體的回應，只要不是說逆週期刺激經濟增長回到哪一個要保住的水平，而是說這種不對稱降息的動作背後，目前中國經濟運行的區間仍是正常範圍，言下之意，雖然不根本不是外界所習慣對跑入座和想像中的刺激措施，而是把以往銀行體系內拆借活動上，市場未能發揮得好的部分改善，尤其大家知道，目前不少企業面臨的壓力是，想借錢的借不到，不應借錢的很容易借到錢，背後因素盡是上述的結構性改革難題一部分。

唯有透過真正從制度上改革，才有希望改變現狀的不合理之處，當然，這是任重道遠，不是一天可以改變的，正因如此，相信類似或相關動作可能陸續有來，正是有此一着，官方才需要強調這不是一般解讀下的刺激措施，以免外界誤解。



不少中國企業面臨的壓力是想借錢的借不到，不應借錢的很容易借到錢。資料圖片

東涌蛻變小「將軍澳」

山西省政協委員/特許測計師/中國房地產估價師
張宏業

以額外為區內創造4萬個職位，而且大部分是學歷/技術要求不太高的！

橋頭經濟提供就業

這些估算還未計上周邊的發展及配套，粗略羅列已不少！港珠澳大橋香港口岸的人工島佔地約130公頃，等於整個東涌東填海區，政府已延聘顧問公司研究至人工島發展購物、餐飲、旅遊、娛樂等設施，並探討其他產業拓展可行性，如物流中心、專題產品零售/批發、會展等等，充足地發揮「橋頭經濟」優勢。據初步了解，人工島是不設常住區，上班一族來自島外，當然東涌新市鎮是佔盡地利。還有機場北商業區及會議展覽設施，香港迪士尼樂園和渡假村擴建及小蠔灣、欣澳及來大嶼都會計劃等等，這些大型商業發展會提供大量就業機會。

相比於將軍澳新市鎮，東涌以至整個大嶼山島的旅遊資源極其豐富！在東涌東發展區填海後，計劃建設海濱長廊，沿途設有緩跑徑及單車徑，市民/遊客可以跑步、散步及單車上走遍整個區內的休閒設施及景點。東涌東發展區也設想開闢遊艇停泊處，服務私人屋苑獨立屋需要及作為粵西海岸「水上自由行」的中途站。

動靜旅遊資源不乏

東涌西的自然人文環境不乏。除了已保留的馬灣涌村漁村原貌外，政府計劃落實活化工程，如改善前往山丘和古跡小炮台的步行設施，增加泊車設施等等。該區是具有保育價值的，保留東涌河谷一帶的鄉郊特色，會將東涌灣的沿海區及東涌河的兩岸將作自然保育之用。東涌西可以開發為教育、生態、歷史旅遊者天堂。這還未計上大嶼山其他的旅遊設施，如天壇大佛、水晶纜車索道、大嶼山南面的美麗海灘及天然鄉村風貌、大嶼古蹟酒店及水鄉風情，還有每年都正擴建的「迪士尼樂園及渡假酒店區」，凡此種種天然和人工景點幫助發展東涌成為區域性旅遊地帶。

「橋頭經濟」、「機場經濟」是東涌新市鎮獨有的，通過有效有序規劃發展運作，東涌新市絕對是小「將軍澳」市鎮，將永遠與「悲情地區」說句再見了。「上車一族」應該關注東涌區，因為該區樓價仍然遠低於市區水平，且區內現時/未來新樓的中小型單位供應較多，不失是未來居停的地方。

早於1990年代初，港英政府已分期開發東涌新市鎮，作為香港機場的支援社區。為了盡量減少機場運作帶來的環境影響，赤鱗角機場建立在北大嶼山的處地帶，只依賴機場鐵路及北大嶼山快速公路相連市區，且沒有建設完善公路系統把東涌連結其他大嶼山部分。

根據政府資料，東涌新市鎮現已開發了約155公頃土地，居住人口約8.2萬。如以住宅類型分析，北大嶼山快速公路已將市鎮「無情地」分為公私營住宅區：東面有三大組私人屋苑，共提供約10,200個單位，西面是公共屋邨的集中地如富東邨、逸東邨等，唯一的私人屋邨東堤灣畔和當地傳統村落，東西區屋邨分佈形勢突出。

東面私人屋苑小業主及租客多數來自市區，愛上該區呎價便宜、環境清新，卻需要接受每天回到傳統商業區上班之苦。因為人口不足，該區鄰近東涌鐵路站的唯一商場已慢慢演變成名牌商品的平價批發市場，吸引大量旅客「撿便宜貨」。西面公共屋苑是十多年前因為較低廉租金、擴大居住面積及「優先上樓」安排才吸引市區居民搬遷。因為人口太少，居民技術水平不高及地區經濟規模太弱，東涌新市鎮長期產生找工作困難或需要跨區工作，而因為上班交通和時間成本太高昂，阻礙他們找工作，甚至變相鼓勵居民依靠政府福利，逐漸地被社會人士/學者譽為「悲情地區」！

人口規劃擴近3倍

但是隨着廣東省政府銳意發展西部經濟，東涌新市鎮的發展再被看好。2007年《大嶼山發展概念計劃》銳意打造東涌成為全面規劃的新市鎮，預計總人口增加至22萬，是現時人口的2.7倍，這與現時將軍澳市鎮「不相伯仲」，總發展面積也增容為約280公頃土地，是現時規模的1.8倍，但人口密度則低於將軍澳。

據目前建議發展大綱區圖指，東涌未來發展的「主戰場」是東涌東的填海範圍。該區將提供約4.8萬伙單位，公私營約4/6比，即資助房屋和私營房屋供應分別是30,000個及18,000個，預計首批人口最快於2023年遷入擴展區。為了促進本區就業活動，擴展計劃特別預留約9公頃商業用地，可以發展為大約303萬平方米零售樓面，50萬平方米辦公室樓面及5萬平方米酒店樓面，可

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。