

人行寬鬆措施料陸續有來

中銀香港經濟研究員

柳洪

中國人民銀行2月4日公布，自2015年2月5日起下調金融機構人民幣存款準備金率0.5個百分點。同時，為進一步增強金融機構支持結構調整的能力，加大對小微企業、「三農」以及重大水利工程建設的支持力度，對小微企業貸款佔比達到定向降準標準的城市商業銀行、非縣城農村商業銀行額外降低人民幣存款準備金率0.5個百分點，對中國農業發展銀行額外降低人民幣存款準備金率4個百分點。本次降準啟用全面降準加定向降準組合，釋放流動性的力度較以往單次降準要大。人行的意圖在穩增長，而非加入近期12國央行減息挑起的貨幣戰。鑒於中國經濟今年開局不利，上半年經濟下行壓力較大，CPI和PPI易跌難漲，企業的融資成本不降反升，預計本次降準只是央行放鬆貨幣政策的第一步，年內降準、降息及定向寬鬆措施將陸續有來，利率及企業融資成本有望降低。

加大降準 舒緩企業融資壓力

一、本次降準可產生降低市場利率的效果。本次降準將釋放超過6,000億元人民幣的長期流動性，將一定程度緩解春節前市場資金緊張局面。近期人民幣貶值壓力加大與Shibor利率水平上升同時發生，顯示資金流出，外匯佔款減少，市場資金持續偏緊。本次降準較逆回購、常備借貸便利、中期借貸便利(MLF)等釋放短期流動性工具對緩解近期資本市場資金面緊張局面效果更佳。預計Shibor利率將受抑制，可望下行。

二、本次降準組合可發揮穩增長、防通縮的作用。一是全面降準可使銀行服務實體經濟的能力得以提升。商業銀行運營資金的規模擴大，收益提高，不僅會顯著增強總體金融實力和風險抵禦能力，而且可抑制利率市場化改革帶來的利率上行壓力，降低實體經濟的借貸成本。二是從2014年的二次定向降準的效果看，本次定向降準能引導未納入降準範圍的金融機構，加大對「三農」、小微企業的信貸投放力度，將一定程度上緩解「三農」、小微企業融資難、融資貴的局面。三是降準之後房地產市場和股市將受惠，可產生一定財富效應。

穩增長防通縮 減息料快跟隨

三、本次降準打開了人行降準通道，年內人行有機會再降準兩次，各0.5個百分點。一是當前大型金融機構、中小型金融機構的法定存款準備金率分別為

20%和16.5%。本次降準之後，分別為19.5%和16%，在過去十年裡都屬明顯高水平。二是中國推進利率市場化改革。與利率市場化國家相比，中國降準空間非常大。美國對不超過850萬美元的淨交易存款免徵準備金；對850萬至4,508萬美元的存款，準備金率為3%；對高於4,580萬美元的存款，準備金率才達到10%。日本的存款準備金率分為四個檔次，最高檔次的準備金率也只有1.2%。歐元區、英國、墨西哥、波蘭等經濟體的法定存款準備金率都不足5%。三是人行過去30年運用法定存款準備金率的次數較多，如在2006年7月至2012年5月間，共動用法定存款準備金率38次，說明使用數量型工具穩增長在中國有效果。

四、降準之後降息不遠。理據一是穩增長、防通縮，特別是PPI為-3.3%並呈下行趨勢，迫切需要降息降低企業融資成本。二是人行運用貨幣政策工具的經驗顯示，人行往往在動用存款準備金率工具之後，會動用價格型工具，如2012年3次下調存款準備金率之後，6月、7月連續2次降息。三是降息還有空間。當前貸款基準利率5.6%、1年期定期利率2.75%並上浮1.2倍，與世界主要經濟體的貨幣相比，利差超過2.5%，有降息收窄利差的必要。預計人行年內實施不對稱性降息1次。

戰略考慮 人幣貶值空間有限

五、降準之後人民幣兌美元有貶值壓力，但空間有限。一般來說，貨幣政策寬鬆，如降準、減息以及實施定向寬鬆措施應加大本幣的貶值壓力。但是，人民幣兌美元的匯率走勢略有不同，需要服務於國家的兩大戰略發展。一是人民幣國際化戰略，人民幣正邁向國際儲備貨幣，年底有望加入SDR貨幣籃子。二是「一帶一路」戰略，這既是經濟發展戰略，又是中國建立領袖形象和地位、爭取國際話語權的大戰略。兩大戰略的連接點在人民幣匯率。這就決定了人民幣不宜參與全球貨幣戰，實施貶值。另外，防止資金大規模外流引發金融經濟風險，也需要保持人民幣匯率基本穩定。央行對匯率的態度將會通過人民幣兌美元匯率中間價來體現。CNY受2%的日波動幅度限制，只能在中間價上下2%的區間波動。CNY的變化趨勢實質上是受人民幣匯率中間價影響。因此，中國貨幣政策放鬆後，人民幣貶值的空間將有限。預計下半年受美元強勢減弱、中國經濟托底見成效等因素影響，人民幣兌美元有機會反彈。因此，維持全年人民幣兌美元呈先跌後回走勢的判斷。只是人民幣對內貶值、對外升值的矛盾將不減反增。

環球不明朗

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

踏入2015年第一個月，全球主要央行已經在貨幣市場上展開戰事。歐洲央行推出量化寬鬆措施，令其他央行亦急不及待進行減息。今年第一個月的資產表現中，我們發現了幾個較異常的情況，大家可以深入了解。

避險及央行需求 支撐金價

首先，由於美股以至環球市場不明朗氣氛上升，令反映市場波動情緒的VIX指數，1月份已上升超過四成。更值得注意的是，VIX追蹤標普500指數的ETF的成交，今年1月與去年同期，增長超過45%。但標普500指數今年第一個月下跌超過4%，反映美股的波動性增加。更加令投資者感到奇怪的是，金價1月份的升幅，較美元更多。在實質需求未見大幅增加的情況下，金價卻逆市大幅上升，可以解釋的原因實在不多。第一，避險及央行的需求增加。第二，在全球利率處於極低或負數的情況下，無息的黃金便不再被投資者放棄。

美元強勢 資金仍流向美債

雖然瑞郎及日圓於1月份轉強，但美元整體上仍處於強勢。今個月以來，不少央行已推出更多寬鬆貨幣政策，去刺激經濟增長，以及抵抗物價下跌的情況。惟聯儲局上週的會議上，對美國經濟仍顯為樂觀，反映美國經濟似乎與其他國家分道揚鑣。因此，美元維

新車銷售放緩

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

據中國汽車工業協會(下稱「中汽協」)公布數據，2014年中國汽車銷量為2,349.19萬部，僅同比增長6.86%，雖然銷量仍位列全球第一，但銷售增速卻在本世紀以來第一次跌入個位數。當前中國整體經濟持續疲軟，汽車業經過幾年高速增長後，市場規模也遇到天花板，增長空間縮窄。可以預見，內地汽車業的競爭將會日趨激烈，行業銷售及盈利增長或會持續放緩，行業整合潮將現，行業格局有望發生明顯改變，值得留意。

保有量巨大 國產車受壓

近年內地汽車銷售增速驚人，但已對部分城市造成交通壓力，汽車需求被打壓。2014年，中國新車成交量達到2,400多萬部，汽車保有量達到創紀錄的1.54億部，千人汽車保有量達到105部左右。汽車保有量大增，對經濟發達城市的交通造成較大壓力，政府先後出台政策對汽車實行限購。去年底深圳開始實行汽車限購，成為內地第8個汽車限購的城市，汽車在二、三線城市的增長空間收窄。預計在今後相當長的一段時間裡，內地新車銷售量將保持個位數增長。

雖然新車銷售增速整體放緩，但不同車型銷售表現分化。其中，乘用車增速明顯好於商用車，SUV和MPV車型增速也明顯高於其他車型。新能

汽車業冀洗牌

源汽車受惠於政策扶植，高增速有望持續。此外，隨著內地人均可支配收入不斷增加，消費者首次購車需求的價位區間也開始上升，這對國產品牌形成了新的挑戰，因內國產車普遍定位較低，缺乏有競爭力的中高端車型。據中汽協公布數據，2014年國產乘用車市佔率同比下跌2.14個百分點至38.44%，今年料會持續下滑，其發展前景不容樂觀。

維修等後端市場潛力大

汽車銷售增速放緩，後端市場迎來發展良機。近年內地形成了一個巨大的汽車後端市場，即是維修、保養、改裝等環節。銷售增速放緩，將會加速產值從行業前面向後端轉移，保守估計，後端產值規模超萬億元，市場潛力巨大。上年中國政府對進口汽車進行反壟斷調查之後，也放開了4S店及售後競爭，後端市場競爭門檻降低，有望迎來高速增長期。

現時政府正在推行的營改增和消費稅改革，或會激發購車需求。按內地當前稅制，車企承擔製造環節的稅收，約佔收入的20%；消費者承擔銷售環節的稅收，約為車價的30%，稅費極高。營改增和消費稅改革一旦落實，整車製造環節稅費有望降低，同時降低購車成本，買賣雙方均可受惠。惟長遠來看，行業供過於求趨勢已形成，行業下行趨勢難以改變。筆者預計，內地汽車業將會進入新一輪整合周期，龍頭車企的表現值得關注。

人行突降準 果真感意外?

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

中國人民銀行於周三(4日)傍晚，宣布下調存款準備金率，一句人行降準，市場立即反應，港股恒指期貨夜市的表現，表露無遺，證明投資者相當受落。趁此機會，恒指於周四(5日)高開，上破二萬五大關，但未能企穩，高開而低走，究其原因，是市場的遊戲規則，以預期為準。此話何解？

事實上，對於具體的降準時機，大眾當然無法猜得中，尤其以往內地官方這類行動，傾向有所謂出其不意，對於市場參與者來說，卻是攻其不備了。雖然，若細心看，不少的例子，有別於其他市場多於周五晚上或周末行事，但總的來說，日子不易估中。

春節前放水 市場早已猜測

然而，撇除時機的具體落實，真的完全沒有先兆嗎？那又不盡如此。大家想想看，關於春節前的流動資金情況，眾所周知，略為緊絀是常態，果如是，在情在理，人行若要有外界所謂放水的動作，當然是早一點進行較好，如此說來，目前尚餘不過一個多星期，也算合理範圍內了。

不談日子，也不談時機，單說趨勢和本質。大家不難發現，去年3月至今，內地推出不少財政政策和貨幣政策，在刺激經濟上，幾乎沒有停過，當中多少比重是調結構，多少比重是穩增長，多少比重是保就業，這個可有不同解讀，但重點是，政策由之前傾向集中某些行業，即所謂定向的，到近來傾向較廣闊層面，卻是事實。果如是，投資者真的會對於降準一事，全無所感，全無所知嗎？不見得吧。

反過來，其實大家不難發現，在早些時候，已一直有人在說降準，大家輪流猜測，這一招用了沒有？那一招用了沒有？這些用了，那些還未用，如此反覆的估量，不少人早就意識得到，有此一着，只是時間上難說得準而已。某程度上，早前的中資金融股仍受惠於此，投資者的憧憬，不可能忽視。

預期已反映 借好消息獲利

無論如何，就算再多好消息，只要是投資者或多或少預期之中的，對於資產價格的好處，也就或多或少已經反映，可能單靠消息出台一刻，才衝進去，機會要把握，往往是冒風險的，而所謂冒風險，就是在大家未知和已知之間，找到一些把握，在概率上，合乎勝算的做，不合乎勝算的不做，僅此而已。

短期而言，就以港股恒指為例，高開低走，其實最是合理預期，如果連這一點都沒想到，則對於市場動態的感覺，可能還是略欠一點認真參與。

放眼全局，不單是人行的行動，也包括美國聯儲局的行動，甚至歐洲中央銀行的行動，過去一段日子，已提供了無數的例子，讓大家看到，投資者是怎樣形成預期，怎樣透過市場價格反映預期。



人行春節前放水，有助舒緩流動資金緊張情況。

奢侈品牌變革 抗亞洲寒冬

路透熱點透視專欄作家

Carol Ryan

熱點透視

路易威登將重心放回自身產品，對母集團LVMH帶來一些助益。LVMH去年出脫備受爭議的高階競爭對手愛馬仕持股，帶動這家法國奢侈品及酒業集團獲利上揚。此外，改革路易威登品牌行動已有三年之久，如今成果顯現。投資人對LVMH的2014年業績報以掌聲，股價應聲大漲超過5%至歷史新高，大股東、董事長兼執行長Bernard Arnault可有一展歡顏的理由。

路易威登品牌改革顯效

然而扣除去年12月17日分配愛馬仕股票的28億歐元資本利得，集團業績就顯得沒有那麼亮眼了。2014年LVMH經常性利潤較前一年下滑了5%。

亞洲市場仍是一大痛癢。中國反貪行動衝擊干邑酒銷量。第四季集團在亞洲地區營收下滑6%。雖然亞洲奢侈品市場明顯放緩，但是Burberry及Jimmy Choo仍維持「強勁增長」。

但至少LVMH可以拿出路易威登品牌復興的一些成果，該品牌佔集團獲利比重高達五成。路易威登推出了高

檔全皮革製造的手包系列產品，例如報價3,500歐元的Capucine手袋，有助於改變對品牌的審美疲勞。開雲集團(Kering)旗下古馳(Gucci)品牌的改革行動至今還未獲得太大成效。

發展動能重回西方國家

近幾年來中國一直是這些奢侈品集團的發展重心，不過最近行業的動能又回到了西方國家。第四季美國銷售增長了13%。根據波士頓諮詢公司(BCG)數據，美洲地區高淨值富裕人士人數佔全球的三分之一，但消費的奢侈品數量卻不到全球的五分之一，意味著還有成長的空間。

LVMH旗下品牌系列中還有其他亮點。化妝品連鎖零售店絲芙蘭(Sephora)、喀什米爾毛絨產品製造商Loro Piana、還有迪奧(Christian Dior)的香水全都表現良好。隨着品牌珠寶將成為奢侈品行業中為最強勁的領域，該集團2011年以37億歐元收購寶格麗(Bulgari)可謂眼光精準。樂觀看待該集團今年表現的理由比較充分。

港鐵管理運作需全面檢討

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

港鐵近年事故頻生，既有工程延誤，又有列車服務因事故停駛，筆者最近親身經歷一宗事例，認為有關當局或需要對港鐵的管理及運作予以全面檢討。

二月三日一列開往廣州的直通車，駛至大埔墟站時突然發生故障停駛，尾隨一列東鐵北行往羅湖的列車被停駛的直通車阻擋，停留在大埔墟站與大埔墟站之間的路軌上，剛巧筆者有事往大埔墟，被困在該列東鐵列車上達四十五分鐘之久。後來，列車倒車南行返回大學站，有職員廣播叫乘客轉回前往北行線的月台等下班車到達，月台上擠得人山人海，終於等到有下一輛車廂擠滿乘客的列車到站，勉強擠進車廂後，但不知何故，在列車上又等了半個鐘，仍未開車，終於因為攪擾得太久，筆者無奈放棄去目的地，離開大學站轉乘的士返回九龍。

跨境與本地列車易生矛盾

回想當時車上情況，擠滿乘客，有鼓噪發脾氣的，有帶着大包小包物品趕着過境回內地的，這邊有哭鬧的小孩，身旁又有咳嗽的長者，流感肆虐，筆者擔心受到感染，當時的混亂大家可想而知。

今次筆者親歷其境，感受特別深，此事揭露了幾點，第一，跨境交通與本地集運運輸系統存在矛盾；第二，港

鐵的快速應變措施有待商榷。

首先，跨境列車與本地列車班次頻密，共用同一路軌易生矛盾，有壞車事故發生，就會堵塞車軌，有沒有可能分開過境及本地列車軌道？有否快速維修的程序？壞車是否因為列車過於頻密使用致維修保養出問題？還是人為的原因？有甚麼措施可以防止今次事件再次出現？

港鐵應變措施改善空間大

其次，雖然或許機件故障是意外，無人能阻止意外發生，但港鐵處理今次事故的應變的確有很大改善空間。事故發生後，車長應該迅速透過廣播系統安撫乘客，並解釋發生甚麼事情令列車停頓，何解不懂得這樣做？最費解的，就是為何不安排接駁巴士，盡快把乘客送達前面的下一個站？每位乘客都有其本身要到達目的地的原因，早點廣播交代事故可讓乘客預計耗時多久，及早盤算怎樣繼續行程，甚至可打電話取消原定約會。事情發生了，怎樣補償搭客的時間損失？事後，公司是否可以作一個基本事故交代？

港鐵的鐵路服務近年受到公眾關注，工程延誤有之，列車事故有之，是否公司管理出了問題？監管當局或應考慮對港鐵的運作作一個全面檢討，港鐵獨管香港所有集體運輸系統，是大眾所依賴的重要日常交通工具，可以說是不容有失，筆者絕不希望見到任何鐵路災難事件出現，有賴當局亡羊補牢，找出問題之所在，及早作出糾正。