

中央撐經濟 A股中線佳

太平金控·太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

人行下調存款準備金率，但股市高開低走，連跌三天。降準印證了當前宏觀經濟的嚴峻性和流動性壓力，受經濟仍下行、新股上市以及限制兩融的影響，股市短期以震盪為主。內地1月進出口數據超預期下跌反映了經濟內外交困的局面，從近期PMI新出口訂單和外贸出口先導指數的走勢看，出口增長勢頭仍有減緩壓力。海關總署公佈，1月出口同比下降3.3%，低過市場預計的增長6.3%，錄10個月低點；進口同比減19.9%，降幅超過市場預計的下降3%，為09年5月以來最低。市場憧憬貨幣政策進一步寬鬆。

順應環球寬大趨勢

人行上週三決定，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。在內地經濟數據低迷、近期全球多國紛紛降準、資金較為緊張、短期利率上升的背景，此次人行及時降準，不僅可以順應國際貨幣環境寬鬆大趨勢，降低人民幣對非美貨幣的升值壓力，有利於促進出口增長，減輕外貿壓力，同時也可緩解春節之前的資金緊張局面，降低融資成本。

此外，降準也配合促進信貸合理增長，促進經濟企穩。為進一步增強金融機構支援結構調整的能力，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、非縣域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。

我們一直強調，本輪股市反彈，主要由政策主導和資金推動，源自流動性寬鬆與改革預期下的資產重估。自去年930房地產新政到11月21日降準，可以看到，政府政策不斷推出大力支持實體經濟的舉措，就貨幣政策而言，無論是數量型還是價格型都予以很大的支持力度。在政策支持下，經濟已經出現了些許復甦的端倪，比如四季度以來房地產銷售持續改善。

促資金流向實體經濟

當前內地的資金結構是以流向實體為主導，而人行降準後資金利率高企，降準的政策意圖基本沒有實現。其中股市的過快上漲顯然不利於政府進一步推進改革，通過制約融資融券和傘型信託等信用交易，約束和規範增量資金，可避免市場過分地避實向虛，從而影響資金流向實體經濟的效果。

在目前政府大力推進股市去槓桿的進程中，資金難以流入市場，人行降準，短期不改股市震盪。不過，規範槓桿資金正是為引導貨幣信貸和社會融資規模平穩適度增長，促進經濟健康平穩運行，有利政府推進改革的舉措，從長遠看，卻為股市進一步上行打下堅實的基礎。

人行首降準 料招數陸續有來

時富金融策略師

黎智凱

上週三中國央行宣布下調人民幣存款準備金0.5%至19.5%，近期資本市場的異動可以說是催化了此次降準。人民幣貶值壓力巨大，使資本外流加劇，去年12月外匯佔款流出1,300億元，成歷史新高。外匯佔款作為中國投放基礎貨幣的主要渠道，外匯佔款下降意味著基礎貨幣投放不足，下調準備金率可增大貨幣乘數，以彌補貨幣缺口。

經濟指標惡化不容忽視

由於經濟增速放緩，此次降準並非意料之外。一月份官方PMI跌穿50榮枯線至49.8%；CPI指數滑落，通貨膨脹低迷；工業企業利潤負增長8%；房地產銷量不及前兩個月；進出口數據皆不及市場預期。一系列的指標惡化直指經濟下滑的事實，寬鬆的貨幣政策和擴張的財務政策勢在必行。央行在降準的同時亦通過公開市場逆回購操作注入短期流動性，務求能提振經濟。

最近股市高熱退去，也為央行降準提供了空間，避免出現上一輪降準後股市瘋牛而實體經濟不見長的情況。宣布降準的次日A股反應冷淡，曇花一現的衝高後即回落，最終收跌

1.2%。市場已經理解了降準是為了應對外匯佔款下降和資本外流，因此並沒有出現上次就減息時的非理性暴漲，不妨說降準反而印證了經濟下滑的事實。1月份44家企業的新股發行核准獲批，「最強抽水機」令股市存在下行壓力，且之前融資融券和傘形基金信託風波頻頻，A股早已不復去年年末風光，降準亦有安撫股民的意思。

央行頻頻對經濟注資，信貸需求卻不見長。企業和消費者不願意借貸，銀行由於壞賬增加不願放貸。目前中國的實體經濟已形成了堰塞湖效應，釋放出的流動性多流入股市樓市，難以為實體經濟所取用。為增加貸款的需求單純增加流動性是不夠的，還需要更激進的財務政策加以配合。

不減息助穩定人幣匯率

近日人民幣對美元貶值壓力遂增，採取降準而非降息有助於穩定人民幣匯率，防止因利率下調後中國與美國息差進一步收窄，或從而深化人民幣貶值壓力。中國的存款準備金利率下調後仍高達19.5%，為列世界高位。國際上非美元國家紛紛採取寬鬆政策，在全球範圍的流動性下中國難做孤島。經濟下行壓力一日不緩解，可預見中國未來仍會降準降息，並有可能在人民幣貶值壓力下擴大匯率波動區間。

匯率風險低 投資美債較可取

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璜

現時環球資金泛濫，日本及歐洲相繼推出量化寬鬆(QE)，為求不惜一切代價對抗通縮，恐怕一日通脹未能達標，央行只會無止境地進行寬量。多國為保出口的競爭力先後減息，包括中國、瑞士、丹麥、印度、澳洲等，顯示環球貨幣戰已正式展開。但面對現時的低息環境及匯率波動，追求定息回報的投資者都為資金尋找出路而苦惱。歐洲QE令歐債息率創新低，如德國10年期債券息率跌至不足0.4厘，令歐洲的企業債及高收益債更具吸引力。

歐債回報被匯率下跌抵銷

根據摩根大通的數據顯示，前周(截至1月28日)資金流入歐洲高收益債券基金超過10億歐元，打破自2011年以來最高一周紀錄。在現時低通縮率及低利率的環境下，投資者願意承受較高風險以換取較高的利息收入，而現時歐洲高收益債券息率約為4%。然而，歐元區的投資者固然盡享債券的利息及資本增值回報，但對港人來說，則要承受匯率風險。歐洲的寬量政策與現時加息在即的美國仍成對比，進一步凸顯美元獨大的大趨勢，歐元對美元1月已下跌了6.7%，因此，歐債的回報已被匯率下跌而充分抵銷，且預計美元隨着經濟持

續向好而走強，以及歐洲3月QE正式啟動後，歐元有進一步下跌的空間。因此，除非做好足夠的貨幣對沖，不然，現時投資歐洲股債均不划算。

相比歐債，美國債券更具吸引力。雖然現時美國公債息率仍處低位，10年期國債息率只有1.7厘左右，但仍遠高於歐洲國債，加上美元續強，因此歐洲宣布QE後反令更多環球資金湧入不同投資級別的美債。根據美銀美林指數數據顯示，美國投資級別公司債的平均債券息率比歐洲的高出1.9%，凸顯其優勢。另外，美國高收益債亦受資金追捧，據EPFR統計，截至1月28日美國高收益債券基金淨流入達29億美元，反映美債需求殷切。現時美國高收益債券息率逾6%，比歐債為高，加上購買美債沒有匯率上的風險，因此現時美債較歐債可取。

預期加息 投資宜短期部署

預料歐洲、日本QE的推行及希臘局勢仍未明朗下，美債會持續受追捧。美元債券基金種類繁多，比較保守的投資者可選投資於投資級別(BBB及Baa以上)的債券基金，而能承受較高風險的投資者，亦可考慮高收益債券基金。而有意投資亞洲企業債，應選以美元計價以避匯率風險。然而，需要留意美國第二季開始有機會加息，屆時可能為美債帶來衝擊，因此選購美債基金或許只作為短期部署為佳。

太原地產市場價量雙穩

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

於1月底，山西省召開省十二屆人大四次及省政協十一屆三次會議，委員們聽取省長報告去年政府工作情況，並對今年作了重點性前瞻。去年，山西省是政治整頓和經濟下滑的年份，幾項主要經濟指標不達預期：全省生產總值只增長4.9%，固定資產投資只增長11.5%，社會消費零售總額只上升11.3%及城鎮居民和農民人均可支配收入分別只長8.1%和10.8%。可喜的是消費價格及城鎮登記失業率受控在合理區間，分別只有1.7%和3.4%增長率，經濟環境沒有再惡化。

縱然經濟增長減慢了，但是太原城建速度並未見到降低。還記得去年兩會期間，省委特安排政協委員參觀太原市東西南北四條中環快速公路興建，今年從機場驅車往酒店正使用其中一段路，發現全線大體上已交付通車，路平如鏡，質量不俗，車輛高速度行首次確認太原已發展成為中型現代化城市。筆者沿路發現不少新穎高層商品住宅及商業大廈正在施工中，勢將太原市內中心區和近郊區樓

價進一步拉近，紓緩中心區土地需求的壓力。

在兩會中，省委書記王儒林強調要使太原市成為引領全省各項事業發展的首善城。全面推進「六大發展」，太原將會加強區域規劃，產業和項目布局，科技創造等方面的工作，圍繞幾項新興產業，抓好服務業如總部經濟、現代物流、文化旅遊、商貿金融、電子商務、健康養老，通過完善政策和強化引導，打造太原為全省首善城市。

打造首善宜居省會城市

太原正穩步朝向宜居幸福的省會城市。省委去年調入善於城市改造的前大同市長，現任太原市長剛到任已「馬不停蹄」開展城市大規模改造，包括建造環市高速公路，中心區修建立交橋，着力解決空氣污染問題及推進大量市政基礎建設。

今年政府工作報告中，省長宣布會投資393億元(人民幣，下同)加快推進15個國家鐵路項目，4個地方鐵路項目，太原—晉中輕軌及24個運煤裝車點。省委近日正式批覆設立晉中市108廊帶區域一體化發展示範區，以108國道晉中段184公里為軸線，涵蓋榆次區、太谷、祁縣、平遙、靈石縣和介休市，區域國土面積6,422平方公

貿易數據轉差非意料之外！

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

上周末，內地公布進出口數據，普遍認為，表現不理想云云。這一點不必爭拗，因為數字說明一切，是放緩，甚至轉差，無話可說。但反過來，真的是出乎意料嗎？倒不盡然。

事實上，以2013年底開始，內地積極推行的，是刻意把經濟增長壓低，由以往的高速增長，變為較合理的增長。以西方經濟體系來說，仍是高增長，但起碼不再像以往幾年，純為保持增長速度的數字，更要考慮到增長的質素。這種思維之下，整體經濟要放慢，難道只有GDP才會反映嗎？當然不是。應該是不同層面的數據，都可以得見的，才算合理。

更重要的是，以進出口數據本身而言，出口最易明白。外圍市況怎樣，歐美日經濟復甦如何，最是要緊，單憑內地官方，即使有意願，倒不可能有太多方法催谷出口。這樣一來，出口的部分，大家傾向較體諒，也是正常。

出口需求弱影響進口

至於進口，其實順着上面的脈絡，也不難理解。進口的相當部分，可不是為了本身消費享用的，而是作為原材料，將來可以加工的，稍後可變成出口的。由出口的需求疲弱，自然衍生到進口也減慢，這是很清楚的。

再者，以內地進口的，不少是國際大宗商品市場的資源，這些東西，作為內地推動經濟增長，固然是有大用處，不論是銅、鐵、錫、鋁，都不可或缺。然而，回到上述困難，經濟增長有意放慢的話，這些引伸而來的需求，當然是減少。更何況，以往不少走出去的收購項目，買得到資源擁有權，本身可以用來抵押貸款的，但以目前結構改革的大前提下，這方面的貸款需求，以及由此引伸而來的商品資源需求，當然也大受影響，不在話下。

的確，大家不必太複雜地理解，也可以從周邊經濟的情況，看到本身的情況如何，相當客觀的。畢竟，你的出口，是我的進口，我的進口，是你的出口，對於澳紐等地的匯價近期走低，除了是歐洲中央銀行決定大規模寬量後，不同地方央行即時回應以減息行動，啟動了外界所謂的貨幣戰以外。更重要的是，澳紐等地，不會真的等到中國官方公布數字，才掌握大部分實情的。

降準為經濟放慢作準備

正因如此，大家反過來，憑金融市場上，真金白銀的走勢，不難看出，其實過去一段日子，市場上，投資者並無懸念，對於中國經濟增長放慢一事，是完全理解的。更重要的是，早前不久，才有外界傾向以為是突如其來的一着下調存款準備金率，其實，又何嘗不是早為經濟放慢一事作出的準備？



受外圍經濟復甦步伐放緩影響，內地最近公布進出口數據表現欠理想。圖為浙江寧波港北侖港區3期碼頭集裝箱堆場。資料圖片

美職位增長勁 加息壓力增

中銀香港經濟研究員

卓亮

美國1月非農業職位增加26.7萬份，優於市場預期。總體來看，上月就業情況報告顯示勞工市場在多個領域均表現不俗。

在勞工收入方面，平均時薪按月上升0.5%，是超過6年以來最快增速，扭轉了去年12月錄得的0.2%跌幅。然而，美國在2015年初共有二十多個州上調最低工資，薪酬急增的可持續性存疑。同時，以按年同比計算，平均時薪上升2.2%，仍未出現突破。

失業率回升非負面信號

失業率從5.6%升至5.7%，但主要因為尋找工作職位人數上升，並非負面信號。相反，新增職位數量相當可觀。由於勞工統計局對統計方法作出

調整，並同時更新了季節性因素與人口的估算，2014年全年的就業數據都被顯著上調。經修訂後，去年非農業新增職位總量從295.2萬份上調8.3%至319.7萬份，平均每月升幅高達26.6萬。

強勁的職位增長顯然與零利率政策形成強烈反差。如果增長動力得以維持，聯儲局加息的壓力勢必升溫。美國國債息率雖然仍處於非常低的水平，但周五普遍急升，顯示債市認為貨幣政策收緊的可能性增加。

惟值得注意的是，勞工市場一向是滯後指標，往往與當時的經濟表現存在分歧。例如美國在2007年年底步入衰退的時候，新增職位數目卻升至逾半年高位；而在2009年中「大衰退」結束時，職位數目反而曾經單月暴跌超過50萬份。從去年第四季開始，美國數項宏觀指標轉弱的跡象愈趨明顯，滯後的勞工市場目前雖然仍是亮點，但往後繼續維持強勢的難度頗大。

里。當這些開發及基建工程完成後，太原—晉中同城化客觀因素已齊備，大太原都市區是指日可待。

回顧過去五年太原樓市情形，不難發現首四年新建商品住房均價及成交面積都經歷起伏周期，而去年太原樓市因限購令於八月四日全面取消及「金九銀十」後銀根鬆綁後，最後三個月出現明顯反彈情形。新建商品住房均價由2010年的7,278元/平方米，逐步下跌到2011年及2012年的6,057元/平方米及5,988元/平方米，到2013年才回復上升軌道至6,747元/平方米。2014年太原樓市是「先跌後升」，至2014年11月中國指數研究院發布的太原新建住宅價格指數為6,963元/平方米，環比上漲0.19%。

剛需及改善型房銷情佳

2014年太原樓市特點是量跌價滯、品牌集中度高、庫存量、競爭加劇的情況。受到反腐和年初限購打擊，當地超大戶(一般在300平方米以上)普遍滯銷，開發商尤其大型全國性的紛紛改戶型迎合改善型及剛需型購房群，並且「以量取價」方法進行促銷活動，使到最後三個月剛需和改善型房銷情理想。

2014年是太原樓市的「寒冬」，那麼今年可能是「暖冬」。「去庫存、產品細、跨界轉型」是今年的主題，成交均價及數量可望平穩。2015年可供土地不多，未來

一年仍以消化庫存為主。土地供應增長會視乎「城中村」和棚戶區的改造速度，預料政府會着力加大力度，那麼進入市場的土地總量會變大，加劇庫存高的壓力。

從歷年成交價格來看，太原商業地產價格自2006年至今是呈現一路上漲勢頭。不過太原市商業發展較為緩慢，商業用房成交一直低迷，這有待太原市第三產業持續發展才可拉動商業地產的剛性需求。反過來，2014年的辦公用房是熱點，均價基本在15,000元/平方米左右，而且年內成交量倍升了。

成本上升促使房價難降

展望今年，剛需及改善型商品住宅及辦公用房仍然是投資熱點，是價量雙穩定的局面。如山西省房地產協會會長所言，山西省房價比西部地區還低，於中部地區處於中下游水平，主要城市的房價是長期平穩，成本上升促使房價難下降。

在兩會期間，省委安排參觀太原規劃展示廳，總規劃師解析了未來太原市新區域的發展情況，對「城中村」和「晉陽湖商貿區」項目的形象最深。兩者都是周期長但回報豐厚，等待中大型投資商進駐開發。各位有識之士，對太原未來房地產發展看好的話，本人免費陪同、介紹、考察、分析及評估，好讓太原城建活動再上一層樓。