

中國降準開啓降息可期

比富達證券(香港)市場策略研究部 高級經理
何天仲



在實體經濟持續低迷下，市場普遍預期進一步的降準和降準政策將會出台。

2015年2月4日，中國人民銀行公佈從2月5日起全面降低存款準備金率(以下簡稱降準)0.5個百分點，而且為了調整經濟結構，對重點扶植的領域輔以定向降準。此次降準雖然在市場預期之中，但力度和時間均在市場意料之外。降準能夠釋放流動性，提振疲弱的宏觀經濟數據，但降準之後資本市場反應平平，並未如前期降準刺激股市上漲，反而形成了股債雙熊的尷尬局面。筆者預計，在當前經濟持續低迷的情況下，央行將會陸續採取一系列措施來提振經濟，值得留意。

本次降準力度空前強大，全面及定向降準雙管齊下。除了全面降準外，為了加強定向降準，還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；同時也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。據估計，此次降準將會釋放至少6,000億元(人民幣，下同)流動性，能夠有效緩解當前市場資金緊張的局面。

利好銀行業緩解資金緊張

此次降準有多重原因，2014年中國金融與資本項目出現940億美元的逆差，折合人民幣5,000億元至6,000億元，且歷年春節前後，市場資金普遍趨緊。此外，據國家統計局數據，1月製造業PMI僅錄得49.8%，低於榮枯線，而工業生產指數PPI亦同比下降4.3%，兩個數據已連續數月下跌，均顯示出當前經濟下滑情況不容樂觀，降準需求迫切。

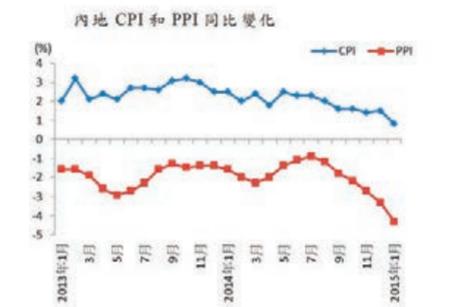
降準利好銀行業，預料行業整體受惠。據估計，此次降準將提升銀行淨息差1個百分點，提升淨利潤0.4個百分點；此外，降準還能降低銀行攬儲壓力及不良資產風險。定向降準還將使城商行、非縣城農商行和農發行獲得額外的競爭優勢。不過，當前銀行業普遍厭惡風險，惜貸的現狀將會使降準的利好受到一定的影響。

近年，國家通過宏觀政策降低社會的融資成本，以刺激經濟發展的意圖非常明顯。降準雖給市場帶來流動性，但是並未直接降低融資成本。參照往年央行政策，降準後會伴隨降準，降低社會融資成本，刺激實體經濟的發展。

此次降準雖有利內地銀行業，釋放的流動性有效緩解由資本外流和季節性導致的資金緊張局面，但降準對實體經濟的利好還待市場進一步確認。在實體經濟持續低迷的情況下，市場普遍預期進一步的降準和降準政策將會出台。當前，央行的每一個動作都會受到市場的關注並產生巨大的影響，值得密切關注。

內地通脹下滑利寬鬆

中銀經濟研究員
張文晶



資料來源：國家統計局，中銀香港經濟研究



資料來源：彭博社，中銀香港經濟研究

國家統計局在2月10日公佈1月全國居民消費價格指數(CPI)及工業生產者出廠價格指數(PPI)，顯示內地整體通脹仍面對下行壓力，貨幣政策可望進一步寬鬆。

1月CPI同比增長只有0.8%，不但較2014年12月增速大幅放緩0.7個百分點，也創下自2009年11月以來新低。受氣候因素影響，導致鮮菜價格出現同比下滑；加上2014年春節在1月，而民眾多在春節前夕增加消費，推高去年的對比基數，因此今年1月食品價格同比上漲1.1%，較上月回落1.8個百分點，佔整體CPI同比漲幅回落的八成。

至於PPI則連續35個月出現下跌，1月PPI同比萎縮更擴大至4.3%，較2014年12月的跌幅擴大了1個百分點，也遠遜於市場預期3.8%跌幅。PPI的跌幅擴大，除了因為內地產能過剩問題仍然嚴重外，國際商品價格放緩也加重了PPI的下行壓力。圖一紅線的PPI同比萎縮自去年下半年開始加劇，同時，從圖二所見，涵蓋了能源、金屬、農產品等19種商品期貨合約價格指標的CRB指數也是自2014年中期的308點下滑至今年1月底219點，期間整體商品價格下滑了約29%。進入2月，CRB指數略有回升至現時約228點的水平。若CRB的回升勢頭持續，2月PPI的同比萎縮幅度可望有所收窄。

內需仍然疲弱

雖然每年1、2月的經濟數據受春節因素影響而有較大波動，但總體看，內地整體通脹的下行趨勢明顯，加上在周末公佈的1月進口同比萎縮19.9%，說明內地的內需仍然疲弱。人行的貨幣政策可望進一步寬鬆以提振增長，年內將有機會再降準，甚至降息。

龍鼓灘利建支援前海基地

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

香港鄰近珠三角地區，未來將有三個自貿區，包括廣州南沙、深圳前海和珠海橫琴，何時正式成立，尚待中央批准，現時各方面的準備工作正在緊密進行中。反觀香港，最靠近這三個自貿區的地區就是屯門區和大嶼山西北的東涌等地，港方亦應該為配合珠三角三個自貿區所帶來的巨大經濟機遇，作出規劃和政策上的配合，以便把整個珠江三角洲口岸，打造成南中國地域性的綜合自貿區群帶。

蛇口或成海絲橋頭堡

最靠近香港，位於珠江口東岸的前海近期備受港人關注。去年底，中央把前海和蛇口納入廣東自貿區，這是蛇口工業片區首次被納入自貿區範圍，蛇口本身具有走在開放改革前沿的深厚工業基礎，兼具國際化航運及物流等條件，整合前海和蛇口片區成新自貿區規劃範圍之內，有利於形成21世紀海上絲綢之路的橋頭堡作用。

若以前海為圓心，30公里半徑範圍內，有香港和深圳兩大國際機場及貨櫃港，加上蛇口的工業區域，等於在珠江口東岸，形成一條港深國際物流走廊，部分港人對這個新發展趨勢敏感度不高，但鄰近珠江三角洲地域包括深圳、寶安、南沙和珠海等地人士對此則十分鼓舞，港方宜在境內西北面的地域城市規劃及各方面政策作適當配合，以免坐失良機。

據深圳媒體報導，前海本來定位已是特區中的特區，今次再加自貿區身份，是雙重優勢，其一、自貿區實行負面清單管理模式，這是前海原有政策所無。其二、金融服務業將比原來更開放、領域和深度更大、比如利率自由化、資本項目自由兌換等，這些都令前海更國際化、更能適應人民幣國際流通等趨勢。其三、貿易便利化將得到明顯提升。



屯門龍鼓灘一帶填海可以建成為香港與前海之間的交通樞紐。

在法律改革方面，肩負着中國未來法院樣本的前海法院已於1月28日正式掛牌。作為新中國司法體制改革的試點，前海法院首次推行立案登記制，並率先在全省探索開展立案聽證。其他改革包括：探索司法行政事務管理權與審判權分離、港籍陪審員制度、可選聘港籍調解員進行商事調解、設立全國首個域外法律查明專業服務平台、允許設立深港澳合夥聯營律師事務所。這種種改革是中國司法走向國際接軌的過渡，對新中國「依法治國」具有深遠影響。

目前前海法院受理區內涉案8,000萬人民幣以下的第一審民商事案件，還集中管轄深圳全市涉案600萬元以下第一審外、涉及港滙台商案件。據報道，該新法院至9日，已登記案件18宗，並成功調解一宗買賣合同糾紛。

前海定位面向國際，特別制定人才開放政策，包括向國家爭取到22條先行先試政策，涵蓋個稅補貼、出入境便利、深港專業資格互認、就業生活服務等。並成立多個相關組織，如「前海人才服務中心」、涵蓋法律、金融、規劃建設、深港青年事務等「專業諮詢委員會，多渠道引進香港各類人才。此外，還率先建全國首個深港合作的青年人才創新創業社區，給予兩地青年人創新創業的良機。

2萬家企業入駐前海

到目前為止，前海入駐企業已達20,000家，特別提出，深圳九成的互聯網企業已雲集前海，與其臨淵羨魚，何不及早退而結網，港人宜密切關注前海的發展，好好把握新自貿區帶來的新機遇。特首施政報告提及研究在屯門龍鼓灘一帶填海，筆者建議考慮該區發展成30萬人口的新市鎮，以軌道列車服務連結屯門市中心，在新市鎮岸邊設海關及渡輪碼頭，由此從水路到彼岸前海、蛇口等地，僅約20分鐘航程，預計該區有機會發展成為支援前海自貿區的港方基地，並且是香港與前海之間的交通樞紐。

美國加息時機漸成熟

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恆

百家觀點

踏入2015年，投資者眼見美國近期公布的經濟數據出現放緩，加上環球央行於1月便戰開貨幣大戰，不少央行推出寬鬆貨幣政策，甚至乎改變匯率機制等，一度令投資者認為聯儲局今年內不會加息。但上周五，美國公布的就業數據非常亮麗。1月非農業新增職位增加25.7萬份，較市場預期的22.8萬份為高，而非農新增職位已連續十二個月高於20萬份以上，是自1994至1995年以來表現最好。

內部經濟數據見理想

與此同時，去年11月及12月的非農業職位更出現大幅向上修訂的情況，分別上調至42.3萬份及32.9萬份，令過去三個月的平均新增職位達到33.6萬份，是1997年11月以來最好表現。雖然失業率回升0.1%，去到5.7%，但更令人喜出望外的是1月工資顯著上升，平均按月大升0.5%，是2008年11月以來最大升幅，市場原先預期只會增加0.3%。同比方面增長2.2%，而市場原先預期增長1.9%。至於去年12月的平均時薪修訂為按月下跌0.2%，是有紀錄以來最大跌幅。

相信經過上周五美國公布1月就業數據後，加強了不少投資者對美國年內加息的信念。美國非農業職位增長較預期理想，可以說是其中支持加息的因素。但是，工資增長的幅度遠較市場預期為多，將預示美國零售市場未來兩三個月可能出現相當的增長。由於美國消費開支，對美國經濟增長貢獻達七成左右，故對支持美國經濟增長有幫助。

在這種情況下，聯儲局6月加息機會，目前已升至24%左右，反映聯儲局提早加息的機會正在上升。與此同時，最新有兩位今年有投票權的地方聯儲銀行行長發表講話。里士滿聯儲銀行行長拉克爾表示，美國經濟發展正加強，6月加息是具吸引力方案，是首位聯儲銀行行長表態支持6月加息。另一位有投票權的三藩市聯儲銀行行長威廉斯於英國媒體表示，若聯儲局等待加息時間太長，加息的幅度可能較大，早些加息可能會較好。兩位言論，不論是直接或間接，均反映似乎局內開始有共識，6月加息的機會正在增加。

環球減息量寬料無礙

看到這點，相信讀者不禁會問，1月全球不少央行進行減息，把匯率波動幅擴大，以至推出大規模的寬鬆措施等。既然筆者認為，美國6月將會加息，但怎樣會令全球貨幣政策趨勢一致呢？筆者有兩點提出。第一，根據以往的經驗，聯儲局一旦開始加息，將會令市場的資金流向美國，意味不少國家將出現資金流出的問題。怎樣制止大量資金外流呢？加息是一個較直接的做法。第二，國際油價自去年下半年起便持續下跌。雖然筆者估計有關情況短期內不易扭轉，但相信油價可能於下半年出現反彈。由於基數效應，故預料下半年物價出現上升的機會較高。

因此，經過上半年貨幣政策出現分歧後，筆者估計下半年可能會趨於一致，意味融資成本可能上升。若融資成本上升，最受影響的可能是一眾中小企業，與以及以往累積升幅較多的香港樓市。難怪近日湯文亮先生對香港樓市的言論，可以說是對用家或投資者的一種警惕。



美國近期公布的就業數據非常亮麗。

資料圖片

市場預期走極端 真正加息兩者間

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

經過了好一陣子的折騰，近來金融市場的風向，似乎又再回轉，始終不停的變了又變。是的，這些資金流來流去，資產價格又上又落，最終反映的，除了是基本因素，例如供求變化，更大程度上，是人們的預期在改變。

人心變化快過實體經濟

真實世界中，不同因素出現，有些同時在變，固然難測，但更重要的是，投資者的心態也一起變，忽然樂觀，忽然悲觀，飄忽不定，把本來已經夠亂的現象，再混它一混。重要的是，人心變化的速度，遠超過實體經濟的改變，就是這樣，我們可能對於同一件事，來來回回有很多不同看法，游走在兩個極端之間。

就像近來，踏入2015年，整個1月，在歐洲中央銀行量寬的預期和落實的大主題下，不同地方，不同市場，不同參與者，一起對去年的第四季的想法，作出明顯修訂。

可不是嗎？當大家還在緊記着2014年9月起，美元強勢背後的動力，正是美國聯儲局完成量寬退市，可以正式進入加息周期的準備工作，大家憧憬一面倒的，而無論股匯債商品，都承受着這股壓力。

然而，就在2015年初，只是一個歐洲央行量寬，

已經觸發瑞士央行選擇把瑞士法郎兌歐元的匯率上限脫鉤，也連帶不同央行作出減息行動，部分更是連番減息，如此一來，大家又反過來看看美國聯儲局的議息聲明，看看其中微言大義，原來也有關注歐洲情況，看來不太可能提早加息之餘，更有可能押後，甚至今年內都不會加息云云。

事實是怎樣？事實是：天曉得！當然，到今年底，一切便會塵埃落定，但對於前瞻而言，這是沒用的。重點是，可能連聯儲局主席耶倫本人，也不可能如外界般肯定的會加息或不會加息，何時加息或加多少。其實，如果真的如其所言，要視乎數據，則數據尚未出來，當然大有可以改變想法的空間。

短期數據影響力不大

當然，話得說回來，數據本身可能有隨機性，但數據的趨勢便會較平穩順暢，決策是以中長期的展望為主，則短期的數據，影響力其實不太大。如此說來，卻又難想像，其實只要不出亂子，或只有相對合理範圍的波動，其實時間表也不會完全沒譜。

這樣一來，很大機會出現的結果是，既不是去年大家說得肯定非常提早加息，也不是近來大家說得肯定非常延後或乾脆不加息，而是兩者之間，在今年內會加息，但加息幅度不多，要看反應而決定下一步，但當一切如常，無甚特別之際，則很有可能，央行便不再有太多顧忌，可用上較大步伐，膽子也大一點，去作加息的延續。

希臘資本管制勝退出歐元區

路透社點透視專欄作家
Neil Unmack

就希臘而言，實行資本管制是一個棘手的選項。塞浦路斯銀行業危機期間，曾採用過這種激進的政策，造成的損害並不像之前預期的那麼大。若希臘採行此舉，將給其及國際債權人爭取時間。但問題是，希臘的處境更差，而且政治面也更不利。

倘若希臘總理齊普拉斯未來幾周不能就修改救助計劃達成協議，那麼塞浦路斯式的方法可能會是一個備選方案。資本管制可能有利於維持銀行持續流動性。

與塞浦路斯環境不同

2013年時為了實行資本重組，塞浦路斯強行限制銀行取款及資金轉出國內。銀行體系重組後，這個舉措會抑制資本外逃。當時，外界認為這樣的舉措等同於退出歐元區。但實際上，剛剛過了一年後，塞浦路斯就開始放寬這一限制，而且也未退出歐元區。這樣的經歷或許讓人相信，希臘也可以很快放開資本管制。

希臘債權人可能會覺得，嚴格限制資金流動或許會使希臘警醒，從而接受他們的條款，並為達成某種協議爭取時間。歐元區可以為希臘經濟提供資金，比如通過允許銀行獲得一些緊急資金，若存款出現逃離加速還可以採用資本管制來加以限制。這對希臘人來說還會帶來很大的好處，即可以對跨境資金流動收稅，從而提高收入。

然塞浦路斯的經歷會產生誤導。這些舉措是在達成救助協議之初強制實施的：金融穩定的條件已經建立。但希臘的情況是，正處在與債權人立場分歧，且存在不確定性的時刻。希臘的投資和旅遊業可能嚴重受損。而且，在經過數年的掙扎後，希臘人的憤慨情緒可能加劇。而這種普遍的情緒也許會演變成要求退出歐元區。

對希臘的債權人來說，相較立即退出歐元區而言，資本管制肯定是一個更可取的選項。但向選民承諾希望的齊普拉斯必須解釋，如何安排解決更多的痛楚。如果他希望希臘留在歐元區，那麼實施資本管制的挑戰可能會增加其妥協的理由。