

亞投行可成世銀二代

時富金融策略師 黎智凱

近期英國不惜得罪長期盟友美國，申請加入由中國主導的亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）。亞投行之爭可以視為世界舞台上強國間明爭暗鬥的一出戲碼。亞投行是去年10月份在北京簽約成立的，由中國牽頭，新加坡、印度、新西蘭、泰國等共26個（不計入申請中的英國）意向創始成員國的亞洲區域性多邊開發機構，以支持基礎設施為主要目標。亞投行更是「一帶一路」戰略的一部分，將為沿線國家和地區提供資金支持，順道為人民幣國際化鋪路。因此，亞投行的出現也成為中國金融版圖擴張，向美國等西方主要經濟體挑戰的衝鋒號角。

亞投行對世界銀行和亞洲開發銀行（亞開行）形成了強有力的競爭，這兩家銀行分別由美國和日本主導。亞開行已經成立近半個世紀，擁有67個成員國，日本和美國作為最大股東，各持股約16%，歷任行長均由日本人擔任。亞開行的總裁中尾武彥曾公開表示不歡迎成立目的基本相同的另一家區域性銀行，但隨後改口稱樂意與亞投行合作。在去年10月份的簽約儀式上，韓國、日本和澳大利亞的缺席格外引人矚目，這三個國家皆為美國盟友。視中國為主要貿易夥伴的澳大利亞和韓國均曾表現出加入亞投行的濃厚興趣，但是由於顧忌美國的立場表示暫不參與。美國積極遊說各國不要參加，並指責亞投行不過是中國對外政策

的新工具。美國國務卿克里就曾經明確勸告澳大利亞總理不要參與亞投行。

彌補亞洲金融市場空缺

客觀來說，亞投行的出現確實彌補了亞洲金融市場現有的空缺，亞洲基礎建設資金需求巨大，無論國際貨幣基金組織（IMF）、世界銀行還是亞開行都無法像亞投行一樣不帶附加條件地提供如此巨額資金。另一方面，透明度和公平競爭標準的欠缺又確實為西方國家的指責提供了口實。

英加入 美擔憂或成事實

中國大力推行的「一帶一路」與二戰後美國對歐洲實施的馬歇爾計劃多有相似之處，該計劃在援助歐洲戰後重建的同時也解決了美國產能過剩、亟待打開海外市場的問題，並為美元的國際化奠定了基礎。如今中國正處在內部產能過剩需要對外輸出、推動人民幣國際化、並渴望建立地區新秩序的過程中，不論是「一帶一路」還是牽頭亞投行都是爭取主導國際金融體系的戰略布局。英國是首個投資亞投行的主要西方國家，此舉被其親密國家美國指責為「不斷還就」中國。美國不惜破壞與盟友的「特殊關係」公開指責，亦傳達出對中國可能成為新一代世界經濟中心的擔憂。而英國不惜惹惱舊盟友也要參與亞投行，說明美國的擔憂或許正在變成事實。

中央調結構 內銀預期風險改善

太平洋金控·太平洋證券(香港) 研究部主管 陳羨明

3月15日，兩會閉幕，李克強總理答記者問中，表示中國經濟進入新常態，經濟增速將在合理區間內運行。同時，總理表示，中國雖然的確存在個案性的金融風險，但是可以守住不發生系統性、區域性金融風險。總理的平衡點，「既要謀勢，又要做活」，意味着穩增長和促改革並行，兩者之間將要找平衡點。今年經濟工作的重點，在於穩增長與促改革的契合點。今年兩會將2015年的經濟增長目標下調至7%左右，給調結構留充分空間。

冀更多資金流向實體經濟

在允許個案性金融風險發生的同時，守住系統性風險，需以資金配置優化說明「做活」。從43號文、351號文的出台，到近期公布的債務置換計畫，雖然地方存債債務具體解決仍沒有完全明晰，但這是化解地方政府存量債務的開始，以新發長期地方債替換存量到期債務使短期債務風險暴露得到緩解。預計未來會有更多、更進一步的措施出台，以利於更多資金流向實體。

對於融資難這長期存在的問題，為保證傳統貨幣政策傳導機制有效降低融資成本，除了在總量上監管和放鬆同時進行外，將來方向主要依靠利率市場化解決，例如通過降低逆回購利率等方式降低短期貨幣市場利率。此外，設立民營銀行、互聯網銀行等增加多

元化的金融服務、增加金融體系的競爭性，也是解決的方式。

房地產市場方面，總理所作的2015年《政府工作報告》，將房地產市場的政策定位由之前的「抑制投機投資性需求」，變為「支持居民自住和改善性住房需求，促進房地產市場平穩健康發展」，結合總理對於系統性風險的回答，預計將出台一系列去行政化的房地產調控措施，並加大保障性住房的投入力度。可以預見，當房價下跌和房地產投資下行引起系統性風險的時候，政府不會坐視不理。

總理表示，「調結構也是穩增長」，中央在調整融資結構上的舉措，可在金融行業充分反映出來。例如，債券置換計畫將地方債由短換長並減利息成本，既減低地方債違約風險，又增加地方債透明度。盡管債券置換初試僅1萬億元的規模不大，且排解風險亦需要數年，但起碼能改善銀行的風險預期。

通過PPP吸引私人資本參與

此外，通過PPP（公共私營合作制）等手段，吸引更多私人資本參與。可以減少地方政府財政支出，以及銀行面對貸款予地方政府的風險，既能調整現時的信貸結構，亦降低銀行面對經濟下行及地方債務的風險。從穩增長的角度看，則可保證在建項目及新增投資的穩定推進。

從中央着手調整融資結構開始，內銀的預期風險將得到改善，估值得以提升。股市往往先行一步，從近日內地金融股尤其是內銀股的表現可見一斑。

德經濟向好 歐元區料重拾動力

AMTD 高乘資產管理有限公司主席 曾慶璘

歐洲在3月正式實行全面量寬(QE)，大規模購買歐元區國債，在年初歐洲央行宣布推行QE那時開始，歐股已成為環球投資者的寵兒。根據研究機構EPFR統計截至3月4日為止，歐股基金今年累計吸金已突破328億美元，姑勿論QE能否有效挽救經濟，但對股市卻有即時影響。美國及日本QE效應均大幅壓低匯率及息率，為股市提供靈丹妙藥，美國推行3輪QE後股市牛市持續，更成功帶動經濟復甦；日本QE已推行近2年，雖然經濟增長受消費稅的推行仍然疲弱，但經過去年再加推QE後，股市至今已創07年海嘯前新高。

QE效應刺激股市反覆攀高

現在到歐元區，QE消息一出立即令歐元急挫，年初至今已下跌12%(13日)，同時亦提振股市，泛歐Stoxx 500指數已衝破70高位，其中德國Dax指數更創歷史新高。因此，QE效應在環球多國不斷重演，歐股升勢可能才剛開始。

德國基本面向暖跡象，去年第4季GDP按季增長由第3季0.1%上升至0.7%，而1月工業生產按月增長

0.6%，升幅勝預期，且已連續第五個月增長，失業率亦由去年11月開始持續回落至1月的4.7%，顯示歐洲最大的經濟體重現動力。經濟回暖支持德國股市向好，加上QE的刺激，歐元大貶尤其利好出口導向的德國，預期德國出口大企競爭力激增，近期股市上漲主要受出口股帶動，如汽車股。德國一向是歐元區經濟的火車頭，德國前景向好有望帶動整個歐元區重拾動力。德國出口產品當中有部分上游產品需要從鄰國入口，因此德國經濟好轉，其他歐元區的企業同樣受惠。

出口企業盈利好轉撐歐股

預期隨着歐洲買債計畫持續進行，而且美國經濟向好帶動美元繼續走強，加上加息預期升溫，歐元的下降走勢不變，有利歐洲出口企業盈利好轉，支撐今年歐股升勢，當中基本佔優的德國更是投資重點。今年泛歐Stoxx 500及德國Dax指數的預期市盈率分別為16.5及15倍，仍處於合理水平，相信仍具上升空間。但投資者需留意希臘債務問題仍未解決，或增加短期歐股的波動風險。另外，歐元續跌，市場普遍預料歐元對美元到底或會下試一算，即距離現時還有6%的潛在跌幅，因此宜慎選有美元對沖的歐洲基金，不然，即使選對市場，投資回報最終受匯率蠶食，投資者只能空歡喜一場。

內外力量拉扯 宜先減低注碼

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

百家觀點

對於香港投資者來說，繼續受到兩股力量拉扯，看來是必然之事。內地結構改革，長遠帶來更為可持續的增長，應是好事，只是短期而言，部分增長速度要有所犧牲，亦無可避免。以往依賴於此的投資主題，當然有所改變，新遊戲規則正在形成，舊遊戲規則將漸引退，而怎樣令過程顯得順利，減少不必要的震盪，自然是重要的事。

保就業政策料陸續有來

從兩會中得到的印象，投資者不難聯想到，重點雖然並非增長速度等數字本身，但既然要保住就業，那麼，增長也不能任由它下跌。故此，不同程度的財政和貨幣政策，將陸續有來。刺激經濟，從一個角度看，若能做到定向的目標，可望帶來調結構的好處，而就算並非如此，也有保就業和穩增長。

故此，雖有說要保七也不容易，但反過來，投資者可能解讀成好消息，因為愈是不易，愈有更多刺激措施，這是投資者習慣的反向思考了。無論如何，從大方向上，內地方面為香港投資者帶來的，應是利多為主。

另一邊廂，自然是國際市場，尤其是歐美市場的復甦，以至其量寬的退市或加碼，利率是向下或向上。的確，這是很令人頭痛的事。從金融海嘯後，逐漸見到歐洲和美國的實力分別，本身大家都受到打擊，但美國對症下藥，量寬規模不單盡量大，而且時機恰好處；相反，歐洲礙於曾有過的超級通脹這歷史因素，加上歐盟之內多國協商之本質難處，遲遲不肯用藥，如今才加推量寬，錯過最佳時機了。這方面的分析，筆者不只一次提到，此處不贅。

美刪「耐心」很值得做

值得留意，關於聯儲局，大家焦點放在其聲明中，究竟會否把耐心一詞刪去，以為稍後展開加息周期鋪路。從期望管理的角度，這是很值得做，也應該做的一步。既然大家早有心理準備，知道退市之後，必是加息，只是遲早問題，果如是，何不大大方方，就在聲明中，做一點期望管理的工夫，反正刪去此字，無礙之後必要時可以暫時不急於加息的任何決定，增加決策的靈活度，一點無損央行的退路。

事實上，過去幾年，聯儲局由量寬到退市，一直以來，堅持做的是期望管理。央行很清楚，市場也很清楚，雙方需要互信，才能令整件事在非常時期採取非常手段，可以順利進行，缺一不可。故此，央行最忌出其不意，反而最好讓人有足夠的心理準備，當真正推行任何動作時，不必要的震盪可以減至最低，甚至早已消化，反而在落實一刻，市場有反向的動作。

的確，2013年中，當時的聯儲局主席伯南克還預告退市，2014年真正開始時，債價反而回升，說明了期望管理用得好，市場合作，一切好辦。

短期而言，大家不妨減低押注，待議息結果出現，才再定行止不遲。



■分析認為，兩會關注重點雖非增長速度等數字本身，但既然要保住就業，那麼，增長也不能任由它下跌。 資料圖片

英特爾下調營收的啟示

路透社點透視專欄作家 Robert Cyran

熱點透視

英特爾又回到每況愈下處境。上季個人電腦(PC)需求出現2012年以來首度成長，但已證明這只是空歡喜一場。如今市值1,460億美元的英特爾下修幾個月前發布的營收預估。微軟及惠普也提出類似的財務預警，加上英特爾應收帳款激增，都凸顯了現實情形。這讓英特爾的移動事業空缺又攤在陽光之下，同時意味着其他供應商也岌岌可危。

去年4月，微軟終於不再支援可敬的Windows XP，為PC產業注入一劑強心針。雖然Windows XP推出至結束支援有12年之久，但許多企業認為這個系統已經足數使用，並持續讓這套系統在電腦上運作。由於微軟不再對XP發送安全補丁，企業主因而被迫升級。

中小企汰換電腦速度遜預期

如今強心針的效力退去，因企業已經完成電腦硬件的汰換。微軟在1月率先敲響警鐘，稱從設備製造商收取

的Windows系統授權金已然下滑。惠普2月時稱上月PC銷售明顯走軟。現在輪到英特爾稱中小企業汰換電腦速度不如公司預期。

令人憂心的跡象還不只於此。過去一年，英特爾應收帳款的成長速度是營收增幅的四倍，這意味着存放在聯想(0992.HK)等供應商的超額存貨非常可觀。為了要出脫這些存貨，這些供應商恐怕將大舉降價求售，並減少對英特爾等業者的訂單。不過英特爾並不預期毛利率會受到衝擊。這聽起來相當樂觀。該公司的獲利多寡，與其產能利用率能否維持於高檔息相關。若需求下滑，獲利下滑幅度會更大。

儘管超額庫存應可在一至兩季的時間消化完畢，英特爾的根本問題沒辦法這麼快就獲得解決。不論何種類型的消費者，其電腦運算需求多逐漸轉移至移動設備上處理。消費者買進新款智能手機的頻率要比PC來得高。先前XP的用戶可能會有好長一段時間不再需要做系統升級。對於微軟、英特爾及美光MU.N等營收高度仰賴PC業務的企業來說，或許不久後就得要再次向下修正財測。

李克強報告啟示 撐樓市增經濟活力

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師 張宏業

於剛剛結束的全國兩會上，國務院總理李克強宣布政府工作報告書，將今年GDP目標下調至7%左右，但是也將居民消費價格漲幅下調至3%，GDP是下調至2004年來最低值，而居民消費價格漲幅反映出通脹率受控，中央政府會嚴防變成「通縮」風險。

房市「探底」形態未變

過去十年，內地經濟火車頭之一的房地產市場，正是經歷「探底」過程。儘管中國央行不斷降溫降息，又修訂第二套房抵押政策，但仍然阻擋不住國內房地產市場持續低迷尋底。據中國指數研究院報告，今年2月，全國百城新建住宅均價環比下跌0.24%，同比下跌3.48%，跌幅比上月再擴大0.75%，延續中國房市的跌勢，縱然政府已推出不少「托市」措施。

內房市道低迷不單令開發商、投資者及小業主叫苦連天，更嚴重影響各地方政府財政情況。同樣地今年二月，全國三百城市土地出讓金總額只有819億元（人民幣，下同），環比減少59%，同比減少61%，其中只有

北京仍以約110億元保着百億元戶的一線城市。面對嚴重的地方債務問題，清華大學中國與世界經濟研究中心主任李稻葵於兩會中倡議建立專門針對基礎設施項目投資的長期建設基金，並應適當擴大地方債規模，使有能力的地方政府直接面向債券市場集資，降低融資成本。

總括來說，政府工作報告的內房政策基調從全面調控轉化作選擇式支持。中央政府會「堅持分類指導，因地施策，落實地方政府主體責任，支持居民自住和改善性住房需求，促進房地產市場平穩健康發展」。這是延續李克強總理上任後的政策修訂，有有限度地下放居民自住及改善需求的政策到地方政府手中。具體來說，即是一、二套房信貸政策仍會放鬆，以支持老百姓住房市場健康發展。

政策傾向加強去庫存力度

中國政府的調控政策在悄然變化到「保價格、控供給」的方向上。李克強總理指出「住房保障逐步實行實物保障與貨幣補貼並舉，把一些存量房轉為公租房和安置房」，這等於說，中央強力要求地方政府幫助開發商賣房，加強去庫存力度。

在國內經濟下行及財政緊縮形勢下，如果地方政府響

應中央號召，必須得到內地銀行「支持」才可兌現。在平穩房價的目標之下，中央政府仍需提供大規模的政策支援才可達到目的了。中央與各地方政府緊密合作是政策成敗的關鍵因素。

內地的GDP下調被經濟學界解讀為產業轉型，由勞動力密集的行業，轉型知識及服務型經濟。李克強總理指出「今年將全面推進『三網』融合，加快建設光纖網絡、以互聯網為載體、線上線下互動新興消費搞得紅紅火火」。房地產企業和互聯網公司今年會有一股合縱連橫風氣，房企的自身轉化也是成敗關鍵所在，互相合併的協同效應是值得期待。可以預期，大型的綜合性企業跨着不同行業會逐漸取代傳統單一企業。

中國經濟發展進入新常態，尤其是今年是十二五收官之年，可以肯定新常態會成為十三五計劃重點。李克強總理強調「要深化服務業改革開放，落實財稅、土地、價格等支持政策以及帶薪休假等制度，大力發展旅遊、健康、養老、創意設計等生活和生產服務業」。當然還有振興市民內部消費能力，社會消費品零售總額預期增百分之十三，較去年實際增長百分之十二為佳。目前如養老地產、旅遊地產、零售地產都存在過剩、粗放、乏規劃、欠管理等問題，開發商應該重新審視這些領域，通過再規劃去具體實現潛在價值。商業/養老/旅遊地產主

體不能「與時並進」，並有效地結合互聯網發展，將會被消費者摒棄。

房產稅何時啓動惹關注

既然中央政府朝向中國房地產市場健康發展，稅務制度有效建立、執行及適時審視是必須的。房產稅如何適時啟動，更新和具體啟動是中央/地方政府深化房地產市場改革最重要一步，稅務有效運行會將房價增值部分更加合理分配，並且減少房價「暴升暴跌」的情況。

「城鎮化」仍是今屆政府重中之重。在今年的城鎮化中，李克強總理強調「制定實施城市群規劃，有序推進基礎設施和基本公共服務同城化」及「抓緊實施戶籍制度改革，落實放寬戶口遷移政策」。這裡點出核心問題是城鎮化的成敗看農民真正有了居民的生活水平。在實際立場上，城鎮化是會分地區分階段達到不同程度實現，發達地區城市/農民差距不大之下，城鎮化的完成度是較高的，但是硬要落後地方推進城鎮化速度，可能流於「力不從心」。

今年政府工作報告書開展經濟新常態，並朝向知識型、服務型、科技型模式走，住宅不再是增長點，可以配合時代發展的商業/旅遊/養老物業會是推進未來地產的黃金五年的主要推手，房企與網企的有效結合大勢所向了。