

## 改革工程長遠 過程需穩經濟

永豐金融集團研究部主管

**涂國彬**

打從兩會之後，投資者對於中國經濟改革的方向，尤其是結構改革的力度和堅持，肯定加深了解。

經濟增長的速度，明顯要放慢，而事實上，各種統計數據和公開數字都在在顯示，有關趨勢過去一年持續出現，不是一時三刻偶然的情況。對於不少人來說，完全不應覺得意外，畢竟，2013年起，關於減慢增速，放低對數字的盲目追求，改以增長的質素為重任，相信大家耳熟能詳，不是新事物。

關鍵是，有關訊息有沒有在大家的心中扎根，重點是，官方的取態，從言論中出來的，跟行動中出來的，是不是言行一致，而這一點，在經濟增速放慢，面對各方面壓力之際，尤其重要。

### 市場左猜右想政府想法

不錯，經濟增長放慢是大家一早應有心理準備的，不應有任何懸念，尤其官方不只一次有相關的明示或暗示。然而，市場參與者不會輕易照單全收，總是在左猜右想，然後透過不同渠道的不同證據，再結合市場上其他參與者在市場上真金白銀表達出來的想法，形成本身的預期。

值得留意，投資者在過去一段日子，密切地注意經濟數據的變化之餘，也看看官方的反應，究竟面對增長速度真的慢下來，不同層面不同類型的數據都漸見反映，真的可以接受

## 人民幣貶值暫告一段落

太平金控・太平証券(香港) 研究部主管

**陳羨明**

美聯儲議息聲明取消「耐性」一詞後，主席耶倫表明不代表沒有耐性，並下調經濟增長和通脹預期，市場解讀為押後加息，導致美息跌、美元跌，環球股市反彈。人民幣預期轉穩。

### 美聯儲「鴿派」比預期強

聲明的變化顯示「鴿派立場」比預期強。儘管美聯儲別除「耐性」一詞，但6月加息可能性不大。美國利率期貨數據顯示，9月加息的機會率降至只有41%，而10月加息的機會率，亦降至只有61%。

受到下調GDP增長預測及通脹預測的影響，美國債息全面下跌，10年期美債長息跌破2厘心理關口，美股則大幅上升，道指重上18,000點心理關口，上周五收市距歷史高位不到0.9%。

隨着美聯儲將會維持極低利率更長時間的市場預期逐漸形成，美元兌多種主要貨幣的匯率再次逆轉走勢下跌，美元指數



■人民幣匯率轉強在於市場對人民幣基本面前過度悲觀作出修正。 資料圖片

## 強美元增新興市場憂慮

AMTD尚乘資產管理有限公司主席

**曾慶璦**

美國經濟增長持續，市場預料今年開始加息，加上普遍與其他國家貨幣政策背馳，推升美匯指數於3月觸及100水平，是近12年來首次。強美元環境持續，引起投資者對新興市場的經濟憂慮又再升溫。

美國加息的預期令環球資金出現大洗牌，加息將會令美國與新興市場的息口收窄，加上各國近期紛紛加入貨幣戰，息口走低進一步帶動資金由新興市場回流至美國。根據基金研究機構EPFR的數據顯示，最近一周亞洲新興市場基金錄得24億美元的資金流出，反映聯署局議息會議前夕市場存在較多不確定性。走資一再拖低新興貨幣匯率及資產價格，令投資者面臨匯匯及蝕價的風險上升。

### 企業外債負擔增

此外，美國QE時代維持超低息政策，資金持續泛濫，令美息口相對其他貨幣便宜得多，尤其是新興國一般通脹高企，令息口無法回落，因此美借貸成本低吸引新興市場企業以美元大舉借貸。國際結算銀行(BIS)數據顯示，截至去年9月，除美國以外的美元債務多達9.2萬億美元，較海嘯後急升5成；而國際銀行對新興市場的跨國借貸亦達3.1萬億美元，主要以美元為單位。然而，美元回升，相對本幣下跌，意味着企業的債務負擔增加，如遇上當地經濟不景，負債率高的

## 談歐元區機會與風險

貝莱德全球首席投資策略師

**孔睿思**

歐元區繼續面對正負因素夾擊。正面方面，短期經濟指標表現回升，歐洲央行終於正式展開寬貨幣政策(QE)，而歐洲當局也再次為希臘問題暫時「止痛」，避免因為希臘脫離歐元區而觸發震盪。不過，另一方面，大量問題仍然懸而未決，包括經濟增長的結構性障礙、危險的低通脹水平，以及民粹主義在該區經歷低增長及緊縮開支的5年艱苦狀況後逐漸獲得大眾支持。

### 貶值利出口企業

儘管挑戰重重，但投資者在過去3個月的半樂觀態度推升歐洲股票及債券的表現，同時推低部分的歐洲主權債券孳息至歷史性低水平。投資者的風險胃納增加，無論是因為央行實施QE，還是純粹意識到實際情況其實沒有想像般壞，但投資者目前已願意將「疑點利益」歸於歐洲。

嗎？會否有任何刺激經濟的動作出台？若有，那又是什麼政策？財政政策？貨幣政策？兩者兼而有之？過程中，概念上如何包裝這些刺激動作？

從去年的具體情況看，上半年的說法，外界傾向認為，政策是以調結構為主，定向為主，也就是要針對個別行業或產業，有目的地去做，不是純粹為扶持增長本身。至於下半年，雖然仍有不少這種色彩，但外界較多人認為，政策動作是傾向於穩增長和保就業，主要是不要讓增長一下子放得太厲害，造成其他負面效果。

無論如何，大勢所趨，所有市場參與者都明白，今次的結構改革，非同小可，不是三朝兩日的動作，可以持續數年的，過程中，不少以往行之有效的遊戲規則，可能面對改變，甚至是重大改變。這樣一來，不少人傾向觀望，看清形勢，再行押注，是很可能出現的投資者心態。

### 防扶持過多 惹再多幫忙

的確，有別於以往，今次投資者不再單純地以為，政府是要扶持或資助哪一個行業板塊，繼續可以放膽一窩蜂的全身投入，然後可能重蹈覆轍，產能過剩，價格下滑，經營困難，又惹來新一輪要求政府幫忙的聲音。

長遠而言，若貫徹三中全會提出的，市場力量作為資源配置的決定性作用，則顯然地，更多體制改革和反貪腐的動作要落實，不會是短時間的事，當然要一邊進行，一邊穩住經濟，而不能讓後者突如其來的出亂子，反過來壞了大事。

上周三晚一度急跌近3%，上周五續跌1.13%，報97.94點。

上周人民幣兌美元匯率出現快速升值，人民幣離岸價在一周之內由6.28反彈至6.20，表明自去年第四季度以來的人民幣兌美元的貶值趨勢告一段落。

3月初，內地經濟增長放緩，通脹持續低企，人民銀行於「兩會」前再度減息，導致當時外匯中間價1美元兌人民幣6.1543元，創逾4個月新低，即期匯率走低至6.2763元人民幣，刷新逾2年4個月新低。除了美元升值因素，人民幣匯率的貶值預期也源於內地基本面、以及貨幣面的變化。

3月9日我們在《財技解碼》專欄「人幣貶值兩面睇」一文指出：「市場猜度，人行將於寬鬆周期內，循序漸進降準及減息。若人行此時擴大波幅上限，人民幣會進一步貶值。」不過，「人民幣貶值雖然可以紓緩短期陣痛，但另一方面卻有不少弊端……。人行尚未棄守人民幣幣值穩定的政策防線。」

近日，人民幣匯率轉強的原因在於市場對人民幣基本面前過度悲觀的預期修正，此外，亞投行大受歡迎，以及人民幣加入SDR的審議，也令人民幣上漲情緒升溫。美元短期貶值、資本流出減緩，助力人民幣匯率預期轉穩。內外多重因素共同助力支持近日人民幣匯率預期企穩。

### 人幣國際化首需匯率穩定

中長期來看，人民幣本質上不具備貶值的趨勢。保持人民幣匯率穩定，是加強全球市場對人民幣需求、推進人民幣國際化進程的重要條件。中國推進本幣國際化的決心顯然較為堅定。

短期內，中國仍具備維持人民幣匯率合理均衡的基礎。美聯儲偏鴿派表態下，美元進入調整狀態將降低資本流出壓力，順差規模高企，有利於對沖資本外流，也緩解了人民幣貶值壓力。出口導向、基本面等多方面因素不支持人民幣繼續大幅走強。

人民幣的貶值預期是否根本扭轉在於美元是否持續走弱，以及內地經濟能否企穩。

地區可能面臨企業倒閉潮，釀成新興市場債務危機。而且，新興國企業可能需重新去槓桿化，減少投資及節省開支，令經濟增長受到影響。

雖然如此，鑑於不同新興市場經濟結構及情況不一，美元強對他們的衝擊可能有別。首當其衝的是巴西，里拉由年初至今對美元已大跌20%(20日)，足以反映外資對其經濟信心走低。巴西是大宗商品出口國，美元走強已拖低商品價格，且需求轉弱令出口大受影響。另外，里拉持續貶值令其經常賬赤字繼續惡化，再加上負債率高，經濟前景不被看好，摩根士丹利更將巴西列為最脆弱的新興國。

### 中印改革緩衝擊

相反，具備改革題材及基本面穩健的新興國，如中國及印度，受美元衝擊的程度相對較低。中國繼續維持穩增長的目標，加大扶持基建、科技、環保行業等，為經濟注入新動力，加上受惠滬港通、深港通與國企改革的推動，股市仍受國際資金追捧。即使加息周期啟動，國際對人民幣的需求持續及人行對匯率區間波幅的限制，均免於人民幣大貶的可能。因此，雖然中國企業外債高企，在經濟穩定下，亦未必對債務負擔造成影響。印度亦脫胎換骨，經濟持續向好，且印度總理穆迪上任後積極推行經濟改革，包括加大基建投資及扶持製造業，帶動企業信心及投資氣氛向好，有助緩衝強美元的衝擊。國際貨幣基金組織(IMF)最近上調印度年度經濟增長的預測至7.2%，預示印度的經濟增速或會於今年超越中國。

# 「一帶一路」商機 港應「遠交近攻」

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

**張宏業**

**百家觀點**

2013年秋天，國家主席習近平提出「一帶一路」戰略構思，並於11月寫入十八屆三中全會的「決定」中。2014年12月中央經濟工作會議提出重點實施「一帶一路」、京津冀協同發展、長江經濟帶三大戰略。國務院總理李克強在今年的《政府工作報告書》中表明，要構建對外開放新格局，推進「一帶一路」合作建設，加快互联互通、大通關和國際物流大通道建設。「一帶」是「絲綢之路經濟帶」。陸上絲路中國部分源自古都西安，經甘肅蘭州、新疆烏魯木齊，穿過諸多中亞重鎮，再經伊朗德黑蘭、土耳其伊斯坦堡、俄羅斯莫斯科、德國、荷蘭到達意大利。

「一路」是「海上絲綢之路」。海上絲路源自中國東南沿海多地包括福建福州、泉州、廣州、海口，越越南河內，連接馬來西亞吉隆坡、印尼雅加達，穿過馬六甲海峽後再連接印度、斯里蘭卡、肯亞，再穿過蘇彝士運河及地中海，經希臘雅典到達威尼斯。

### 「一帶」主攻中介角色

香港地處廣東省南端，對應「一帶一路」發展宜採取「遠交近攻」戰略，重點是如何搶佔海上絲路的商機，爭取成為海上絲路的重要樞紐。對於「一帶」上的發展商機，可採用「內聯外引」方式，對中國內地部分沿陸上絲路的中西部省份如陝西、四川、重慶、貴州等加強互相商業交流。特區政府可派團建立良好關係，介紹香港可提供優勢行業的中介角色包括金融服務業、物流業、專業服務業等，就不同省份的各自定位，進行專門相應的商業對接。例如在兩會中，河南省省長謝伏瞻提出融入「一帶一路」的新思路，建立一條空中走廊及一個陸路平台。香港擁有先進的國際機場，可否輸出客/貨運的管理服務呢？素來香港資本市場是俄羅斯企業集資的主要地點，以俄羅斯與中亞各國的歷史關係為契機，香港貿發局應加強與中亞各國的商貿關係，幫助建立中國與中亞各國的龐大商業關係。

香港經濟與內地緊密相連，密不可分。中聯辦主任張曉明早前提出「三個看清」和「六個結合點」，正是「一針見血」對指出特區未來經濟發展必須背靠祖國，特別是鄰近的廣東省。六個結合點的其中二點特別精辟！

香港積極參與國家「一帶一路」和自貿區建設等重大戰略，利用如廣州南沙、深圳前海、珠海橫琴等三大合作平台，在構建國家全方位對外開放新格局中發揮橋樑和紐帶作用。粵港澳進行深度合作，把廣東的優勢與港澳結合起來，是創造「海上絲路」的戰略新起點。回顧過去三十年，粵港是擔任「前鋪後居」的角色，廣東省承接香港工商業的「來料加工」任務，服務性行業是最薄弱環節。如李克強總理所言，未來中國的對外貿易是用資本輸出的方法，才能拉動產業、人才、設備等的新型合作模式。作為國際金融中心、優質專業中心、物流運輸中心，香港能夠補足廣東省的弱點，為推進「海上絲路」戰略提供專案融資及投資管理、推廣及輸出專業服務，如會計、法律、教育、管理及人才儲備等，幫助廣東省產業轉型升級和企業對外擴張。

### 東盟合作關係利拓海絲

目前的海上絲路開拓重點是東南亞國家！香港與東南亞的歷史關係不差於廣東，部分領域更具優勢。從數字上可見一斑。廣東對東盟實際投資額由2007年的0.2億美元增至2013年的2.9億美元，但是香港對東盟直接投資由2011年的17.9億美元急增至2012年的35.8億美元，規模更大。於2014年4月，香港以獨立關係身份與東盟進行自由貿易協定談判，重啟兩地產業、制度領域的合作。

再者香港澳門與東南亞華商的聯誼軟實力強勁，兩個特區不少活躍社團領袖都是來自東南亞各國，對拉攏港澳企業與當地具體合作會扮演積極角色！全國政協經濟委員會副主任陳經緯更加倡議政府建立對港澳地區和海外華僑華人及其社團參與「一帶一路」建設的激勵機制，予以政策、資源上的傾斜和扶持，以鼓勵更多商協會積極參與其中。

另外一點精要是香港與珠三角城市共建世界級城市群，共建一小時優質生活圈。由粵港澳政府帶頭，把珠三角環繞珠江口的九個市和港澳特區共同組建世界級特大城市群。這十一個城市的經濟規模近1.5萬億美元及進出口金額已逾2萬億美元，共建特大城市群可作為推進「海上絲路」的重要引擎。區內最重要抓手是如何聯合各個廣東省自貿試驗區，根據各個自身特色來決定未來定位，共同促進廣東省未來整體經濟發展。

發展如逆水行舟，不進則退。未來國家三大區域發展重點包括長江流域、京津冀地區及「一帶一路」。港澳及廣東如何在國內中處於經濟領先地位，必須通過三地共同構建才可以「三贏」，成功地納入「十三五」規劃發展，才可以保證未來五年的持續發展。



■香港地處廣東省南端，與其他內地港口一同爭取成為新海上絲路重要樞紐為重要。圖為福建泉州港。

資料圖片

## 「一帶一路」小心雷大雨小

時富金融策略師

**黎智凱**

由中國提倡的「一帶一路」國策，作為中國不少經濟行業的牽頭新聞，加上亞投行、絲路基金等的成立，以及不少內地官員大力宣揚鼓吹，雖然僅始於起步階段，還未有詳情，但其發展之深遠就已經被憧憬能夠帶動30億人口市場。

「一帶一路」意為陸上「絲綢之路經濟帶」及海上「21世紀海上絲綢之路」綜合發展概念，名字很好聽，但發展的規模未明。如果要舉例說明「一帶一路」概念實體化的跨國基建工程，可以1970年代開始由聯合國亞洲及太平洋經濟社會委員會推行的「泛亞鐵路」及「泛亞公路網」發展作為參考。當時，泛亞鐵路協議於2006年底簽署，由17個亞洲國建設貫穿歐亞的鐵路網絡，計劃當時被稱為「鋼鐵絲綢之路」。

### 「鋼鐵絲路」前車可鑒

對於中國當時興建跨國基建期間遇到的問題，主要有三：第一是各國基建的要求，例如橋身的承重、車速、基建所用標準不一等，使得基建路段在不同國家間難以在質量上連貫，這是使得泛亞鐵路50年來真正能夠建成的路段少有的主因之一。第二是泛亞國本身已經有相關基建處理進出口及集散業務。如果「一帶一路」相關建設落成，屆時新建的鐵路、港口自身的競爭力會

與其他現有國內或別國基建相矛盾。其中一個例子就是在上世紀90年代興建的中國亞歐大陸橋，就算路段比較俄羅斯西伯利亞大陸橋短3000多公里，但因競爭力不足，故大部分日、韓貨運流量依然集中在西伯利亞大陸橋。第三是各國參與程度及力度不一。中國的基建能力強大，但也沒法確認國外路段的工作進程。如泛亞鐵路部分國外路段，迄今還沒有近期中動工的打算。

至於營運資金方面，項目有絲路基金及亞投行注資，資金規模算是龐大，對基建費用及發展基建配套的長期工程應該足夠，這也免卻了中國國內不穩定因素而隨時叫停項目的風險。

### 規劃需與他國合作

市場較為注視本周的博鰲亞洲論壇，主題為「亞洲新未來：邁向命運共同體」。中國媒體對此論壇宣傳甚深，相信中國政府會針對「一帶一路」多作著墨。「一帶一路」只炒概念還好，反正站在中國的立場，「一帶一路」現時是一個「中國經濟依然快速發展」的重點項目，這對中國經濟發展的藍圖可以應運而生。「一帶一路」未必能夠好像各國官員所說能達成「建立政治互信、經濟融合、文化包容的利益共同體、命運共同體和責任共同體」的戰略目標，但中國對泛亞基建發展用上「命運共同體」一詞，筆者對共同體一詞較為敏感，當初歐盟也是透過經濟共同體概念萌芽。筆者只希望「一帶一路」發展下去，不會成為亞洲政治舞台的一個籌碼。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。