

人行超力度降準穩增長

中銀香港策略員
巴晴

人行從昨日起降準一個百分點，大型金融機構存款準備金率下調至18.5%，幅度超出市場預期，預計將釋放流動性1.2萬億元至1.5萬億元，力度堪稱史上最強。

超力度降準背後有幾大原因。一是穩增長調結構，抑制經濟慣性下滑。中國一季度GDP增速放緩至7%，重回2009年金融危機後的水平，房地產、工業生產、零售銷售等多項數據疲弱。此時降準符合李克強總理從「保定力」讓位於「保增長」的宏觀政策定位。

對沖外匯佔款下滑

二是穩定基礎貨幣投放，保持M2平穩適度增長。從2014年6月以來兩次降準的時點選擇上來看，央行均是在人民幣貶值造成外匯佔款大幅回落的節點上給予適度對沖。2014年6月和2015年1月，央行口徑外匯佔款分別是-867億元和-1,289億元；2015年3月減少2,307億元，第一季度外匯佔款餘額減少人民幣2,521億元，令貨幣基礎縮減。因此，這次降準應有對沖外匯佔款下滑的考慮，以保持貸款和社會融資規模的合理增速。

後市料呈波動走勢

三是近期地方債供給加速已經為債市長期利率的上行造成不小壓力。央行及時釋放流動性可在一定程度上控制債市利率和貨幣市場利率方面的風險，配合萬億地方政府債務置換的推出。此外，4月至5月作為季節性財政存款回籠期可能對市場流動性產生一定衝擊，亦在央行的考慮範疇內。

值得注意的是降準前資本市場政策的動向。上周五證監會重申政策打擊傘形信託配資和兩融槓桿，遏制了股市瘋牛情緒。周一股災看似一觸即發，為降準提供了良好的契機。然

而即使股災一時可以避免，但後市預計將呈波動趨勢，「股市債市雙牛」的預期需要更多寬鬆政策的支持。

降準奠定了內地貨幣政策漸寬基調，短期內利好風險資產。房地產市場止跌回升可期，經濟企穩概率提高。銀行有望增持更多可支配資金，改善呆壞賬雙升局面，為承接地方債做足準備。從降準的政策傾斜來看，此次央行實施總量降準疊加定向降準，對於涉農機構和政策性銀行的額外降準規模從0.5個百分點至2個百分點不等，使其成為最大受益者。上周李克強總理考察中國工商銀行和國家開發銀行時，指示商業銀行應盡力削減名目繁多的收費項目以惠及企業，鼓勵政策性銀行發揮開發性金融對國家戰略的支撐作用。此番降準是否能從政策方面為各金融機構提供相應的幫助，仍有待觀察和研究。

對離岸人民幣市場影響方面，就銀行間市場利率而言，由於內地資金市場價格是離岸市場價格的錨，預計此次降準後，內地銀行間市場7天回購利率應可繼續下降至3%或以下。內地銀行間市場流動性寬鬆持續，將較大可能帶動香港離岸人民幣資金價格的下行。另一方面，大幅降準可能對人民幣匯率帶來貶值壓力，香港CNH匯價可能進一步承壓，進而引起離岸市場人民幣存款的流失。不過考慮到人民幣國際化等長期政策方向，預計下一階段，離岸人民幣匯率雖承壓但空間有限，全年人民幣匯率將基本保持穩定，離岸市場人民幣資金池增長或不會出現大幅度放緩。



■人行從昨日起降準一個百分點，短期內利好風險資產。 資料圖片

監管層護航 慢牛任重道遠

時富金融策略師
黎智凱

上周末由於中國證監會和央行的措施讓投資者經歷了冰火兩重天。中證監於周五宣布禁止開展場外配資、傘形信託等「七項要求」，市場解讀為監管層要求去槓桿。隨後中國證券業協會、證券投資基金業協會等四部委又宣布鼓勵機構投資者參與融券業務，市場燃起對監管機構打壓股市的恐慌，新華富時A50指數聞聲跳水5%。也許是擔心市場反應過激，股市恐慌性下跌，不日監管層的態度就來了180度的大轉變。

首先，中證監出面澄清「七項要求」中鼓勵融券並未暗示支持賣空藉以打壓股市。緊接着周日央行意外宣布下調存款類金融機構存款準備金率1%，對農業發展銀行等符合條件的金融機構額外降準0.5%至2%。

經濟上行添動力

降準時間並未出乎意料，但1%而非以往0.5%的力度在今次的降準周期當中幅度較大。眾多跡象預示了此次降準：首先，中國第一季度GDP增速已經降至7%，低至2009年金融危機後的水平，工業和房地產投資均下滑。一季度剛好為經

濟政策提供了觀察期，觀察期內經濟加速下滑迫使央行再次出手，貨幣政策全面寬鬆。此次降準可釋放萬億元流動資金，降低社會融資成本，為經濟上行添加動力。降準的直接誘因在於外匯佔款呈負增長趨勢，3月流失的外匯佔款逾2,300億元，央行必須經由其他渠道主動投放流動性方能彌補外匯佔款流失，維持基礎貨幣穩定增長。此外，大規模地方債務置換需要流動性配套支持，降準可以避免市場利率因債券供給增加而過分走高，亦使降準勢在必行。

央行放水可期待

政策接連出台且多空交織，但簡而言之，中國政府希望股市牛且在風險可控的前提下慢牛。未來中國央行放水仍可期待，降準仍至少有一次空間，降息的空間更大且對實體經濟更有幫助。儘管改口後的中證監和央行聯手唱高股市，本周一上證指數仍然急跌1.64%報收4,217點。接連的減息降準和股市日趨冷淡的反應至少說明了兩個問題：第一，儘管遮遮掩掩，中國的監管機構是支持牛市多於擔憂泡沫的；第二，急功近利、情緒敏感的投資者是否買流動性的賬將會成為一個未知數。雖然《人民日報》發表文章稱中國經濟決不會失速，但中證監小心護航，央行頻頻放水托底，市場仍懷疑利空出盡，慢牛任重道遠。

深港通勢成港股新催化劑

AMTD尚乘資產管理有限公司主席
曾慶璦

滬港通的推行，加上中國貨幣政策轉向寬鬆，成功激活沉靜多年的中國股市，市場憧憬中國牛市或持續數年。3月經過兩會後，中國又迎來第二波波浪。滬港通開車，市場早前預料內地和香港股市均會有爆發式的增長，但香港國企指數由去年12月至3月為止只上升了14%，中國上證同期卻升近四成，反映資金南下沒有預期般熾熱。中國股民對港股不熟識，加上A股的升浪才剛開始，股民專注內地股市正常不過。然而，4月開始，港股出現轉振點，更於復活節假期後飆升，連日成交超過2,000億港元，4月8日及9日連續兩日的每日交易額度全部用完，這是港股通開通以來首次，意味着港股大時代即將展開。

允北水南下成港股轉機

中國於3月兩會後推出多項刺激經濟措施，如推出1萬億額度的地方債置換計劃，讓地方債務於公共交易平台通過以新換舊的方式以較低的利率及較長的年期續借，這有助紓緩困擾內銀的龐大地方債壞賬問題。此外，中國加大扶持房地產

業，放寬公積金購買首套房及二套房貸的首付比例，以穩定樓市。這些消息進一步刺激內地股市繼續走高，但令港股迎來轉機的是中國證監會公布容許內地公募基金通過滬港通投資港股。中國公募基金總資產逾1.4萬億元人民幣，這措施意味着未來龐大的南下資金將為港股增添動力。

AH股差價擴大增吸引力

此外，近期的經濟數據顯示中國增長仍在減速，估計今年中央的寬鬆貨幣政策持續，很大機會再減息及降準，流動性充裕有利支持股市上漲。預期內地料資金繼續分流至港股，A股被瘋狂炒上後，AH股差價進一步擴大，增添港股的吸引力，現時H股較A股折價約三成，未來有追落後的空間。此外，深港通有望於年內推行，預料為港股帶來另一次催化劑。

現時香港、中國股票基金均受惠中國資金的帶動，但需留意香港基金主要投資本地企業及H股，並不涉足內地A股，但相對波幅比較低。中國股票基金種類繁多，有的主力投資於A股市場，波幅會較大，有些則廣泛投資於中國H股、A股、B股及紅籌股，可同時受惠兩地股市的升勢，且風險亦較為分散。

續談基本法與香港房地產

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

1984年中英聯合聲明，1997年7月1日國家對港行使主權，是包括對香港全境行使主權，包括香港島、九龍半島、新界以及所有離島，不論是當年所謂「永久割讓」或「租借地」，全部回歸祖國。

基本法第二節「土地契約」，就對解決上述種種因新界1997年租期屆滿引致的疑團提供妥善優惠的答案。這一節條文對穩定港人信心功勞很大，筆者借此機會向當年參與基本法草擬工作且對香港土地事務熟悉的專家，包括梁振英、簡福飴等致意。基本法第二節第一百二十條：「香港特別行政區成立以前已批出、決定、或續期的超越1997年6月30日年期的所有土地契約和與土地契約有關的一切權利，按照香港特別行政區的法律繼續予以承認和保護。」這是非常重要的條文，土地和房屋的價值，與其批租年期尚餘多少年有直接關係，當中尤其港島區的土地租約較長，基本法確認其受到承認和保護，等於確立了其價值得到保護，銀行按揭貸款以物業作抵押物亦得到保障。

充分保障樓宇價值

基本法第一百二十一條：「從1985年5月27日至1997年6月30日期間批出的，或原沒有續期權利而獲得續期的，超出1997年6月30年期而不超過2047年6月30日的一切土地契約，承租人從1997年7月1日起不補地價，但需每年繳納相當於當日該土地應課差餉租值百分之三的租金。此後，隨應

課差餉租值的改變而調整租金。」這是優惠的條文，原本新界土地所有土地租約到1997年6月30日屆滿，在殖民地政府年代，假如獲得續批土地租約，理應向政府補足市價的地價，當年的確有一些樓宇因土地租約快要到期而因補地價問題懸而未決令買家卻步，甚至市值下跌。基本法頒布後，新界樓宇的補地價問題疑雲一掃而空。至今每年以應課差餉租值的3%繳付地租，行政上既省時又方便，於是新界區的樓房土地價值及銀行貸款抵押物獲得充分保障。

基本法第一百二十三條：「香港特別行政區成立後滿期而沒有續期權利的土地契約，由香港特別行政區自行制定法律和政策處理。」這一條清晰交代了對九七後滿約的土地契約續批，特區政府獲得授權自行處理。

維護專業人士權益

香港社會城市發展，專業分工細化，歷來已發展出一系列既成熟且與國際接軌的各類專業人士制度，基本法第一百四十二條對原有專業人士的資格予以承認，所承認的專業團體可自行審核和頒授專業資格。這是維護本地專業人士權益的條文，假如容許大量非本地承認專業人士進佔本地市場，對行業的衝擊將會是非常巨大。

基本法頒布25周年了，歷屆特區政府均充分履行其所獲國家授權的職責，在港持續執行各項條文「依法治港」，證明「一國兩制」行之有效，港人尤其年輕一代應該更深入了解基本法條文對社會各方面的相對效用，予以推廣及在各方面配合。基本法賦與港人2017年普選特首，港人應該珍惜這項權利，支持普選方案獲得通過。

(二之二)

從改革牛的定位說起

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

筆者上周五於本欄提出，港股投資者最急切要問的問題，先排除了3個人人會問，但問完無甚裨益的問題，當中包括「這是甚麼一回事？」也就是說，假設大家已知道如今的形勢如何，是資金主導的一回事，也包括「何時買？」換言之，大方向既已由政策和資金主導，何時買不再重要，反正就是現在。順理成章，看似很有道理的「買甚麼？」也不再重要，可以乾脆買入與大盤相關的指數基金，已經有份參與升市。

然而，說到底，有一個問題不得不問，就是「買多少？」這一個問題的答案，反映出投資者的風險管理，不應隨便受群眾力量影響，應本着自身最充分的認識，最誠實地面對自己，萬一出錯，可以承受嗎？不幸言中，過去幾周，港股經歷了一次過山車，由4月初的極度亢奮，連帶很多久未有意投資的市民，都趕往乘搭這一程直通車和順風車，希望把握內地公募基金開放規限的機會，先賺一筆。

不過，世間財豈有這麼容易賺？就在大家覺得穩賺不賠之際，市場氣氛開始逆轉。當然，事後孔明，很多因素可以歸究，但總的來說，升得急，跌得重，不是新鮮事，並不需要太多理由。這一點，其實卑之無甚高論。

資金從樓市轉移股價

說起來，大家應有長遠的眼光，內地之所以把去年起的股市上漲，定性為「慢牛」或「改革牛」，可不是沒有道理的。隨着內地改革目前去到結構部分，包括反貪腐和市場化，尤其要有秩序地把資金由以往過度集中於內房，慢慢引導至資本市場，包括股市和債市，當中不是一時三刻可以做到的，特別是涉及市場上投資者預期這一點，更是難乎其難。若不是決策當局的政策支持，過程中亦有相應的市場變化，實在不容易取信投資者，結果是升市不易出現，出現亦不易持久。

重點是，有關方向，必須是從政策效果上，應有利於長期的改革動作。的確，資本市場若可按目標以倍數計的規模增長，則過程中應有相當的穩步上揚可以期待，則老百姓可以分段分批入市，可以賺到錢，賺錢經驗的累積，可以吸引更多投入這一波升市，則愈來愈多力量的推動，便是自我實現預期的一部分，四兩撥千斤。

漫長升市中定有調整

但要令人有信心一直參與下去，除了長期目標合理，合乎官方大政策方向的利益底線，亦要有相應的行動，不斷加深期望。其中一個，很有趣的是，必須偶爾加推一點冷卻大家熱情的言論，以讓可以漲十年的股市，不要一下子便把十年的漲勢都漲完。

事實上，即使在一段漫長的升市中，亦存在不同程度的多次回吐和調整，從來不是一帆風順的。對於港股這次大動作，應作如是觀。



■港股4月初極度亢奮，本港大量市民趕往乘搭升市直通車。 張偉民 攝

「一周一行」難一步到位

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

中央政府及特區政府4月13日宣布深圳居民訪港「一簽多行」即日收緊為「一周一行」，持用「一周一行」簽發的深圳戶籍居民可在每個自然周的周一至周日前往香港一次，每次可在港逗留七天。

特首梁振英特別強調新措施是針對職業水貨客，又因已簽發「一簽多行」人士證件會陸續期滿，政府設立「跨部門小組」專門去遏制過渡期中職業水貨客的行為。

根據相關統計，去年「一簽多行」旅客達1,485萬人次，其中約31%即459萬人次每周訪港一次以上，港府內部評估「一周一行」實施後，每年料可減少此三成訪港人次。美銀美林假設他們在港每天平均消費2,750元（即約等於來港即日往返旅客2013年人均消費數），全年消費將減少115億元，影響全年零售額約2.3%。高盛報告認為「一周一行」主要打擊低級消費行業。綜合幾大投行分析報告，「一周一行」只會輕微殃及零售業，主要是低級部分；其他因素如鄰近幣值走向，世界含亞洲經濟展望及中國富人購物心理可主要是奢侈品消費盛衰因素。

如國務院港澳辦發言人表示，自2009年試行「一簽多行」政策旨在便利深圳居民赴港，受到社會各界普遍歡迎。不過近年來內地赴港旅客增速較快，為香港的旅遊承載力造成壓力，根據實施狀況適時改善修正是十分必要的。「一周一行」政策可否一步到位，解決水貨所產生的問題？

最直接影響特區民生要算水貨客擠擁問題，尤其以新界北區最為嚴重。無可否認，「一周一行」會減少約459萬人次訪問，這會減低水貨活動對新界北區及主要交通工具的擠擁問題。未來的特區水貨活動是由本土水貨客主導，只要特區政府人員及交通運輸公司從業員共同制定相關守則去維持秩序及嚴正處理建築物單位的合法用途，再配合深圳海關人員以行政手法去遏制香港水貨客的活動自由，水貨活動對特區衍生的擠擁問題便可解決。

設邊境城分流水客

當水貨活動受到管制後，便可以去除店舖類別單一的問題。過去幾年，因為水貨活動興旺及廣東省尤其深圳居民赴港購物方便，所以新界北區

如上水、粉嶺、元朗、屯門之主要街道店舖求過於供，形成市場主導下將地上店舖紛紛租予藥房、金鋪及相關「自由行」零售鋪，服務居民店舖不再復見。如果水貨活動由香港本土人主導，則可見水貨生意會高度集中在北區，對店舖需求不會大幅減少。興建「邊境購物城」及港珠澳人工島零售設施會分流「水貨活動」及「自由行購物活動」到較偏遠地區，沖淡熱門水貨地區的壓力。

除了恒常日用品水貨客活動外，大節日前如農曆新年辦年貨、五一/十一黃金周購物活動等均成為內地人來港購物高峰期。特區是購物天堂，是自由經濟體，是備受內地人士信賴的零售地，沒有理由不去滿足大節日的購物需求。鑑於節前購物的大趨勢，特區政府應成立跨部門小組包括商務及經濟發展局、旅發局、紀律部門聯同各主要運輸公司共同制定管理方案，減少對特區居民不便，方便自由行人士購物，達至「賓主共歡」及「粵港共赢」。其實可以想像出來，實施「一周一行」，一些深圳居民會覺得赴港購物是促進特區經濟，且港澳人士可以無限次進出內地，為何深圳居民一周只能來一次特區呢？港深近來經濟連繫日漸緊密，特區使用自來水、食品及各種日用品均是源於廣東省的，深港兩地社會融洽相處是必須的。在水貨問題受控及淡化後，特區居民應該共同展現友善待客之道，對自由行者善意相待。

籲積極拓過夜旅客

旅遊界人士比喻今年本地旅遊業進入「冰河時期」，無論酒店、餐飲、購物、觀光行業跌進困局。在推出萬家店舖優惠活動的同時，商務部門冀旅發局應積極開拓「過夜旅客」的客源，例如赴東南亞各國、中國內地和北方省份積極宣傳，吸引更多過夜的自由行及團體客來港。長遠立場，特區政府計劃興建更多旅遊景點及配套设施、擴建會展場地、推進「邊境購物城」計劃、全盤發展大嶼山成為旅遊、休閒、保育活動集中地區，有效維持本港成為亞洲區內主要旅遊地。

「一周一行」是「一簽多行」的改善版，正朝向穩定方向發展。香港居民不應視深圳居民是搶奪本地物價的黑手，畢竟水貨活動是正常經濟行為，促進兩地經濟及社會交往，實要通過合情合理的手段去處理，任何非理性非合法的行為必須加以禁止。香港及深圳兩地唇齒相依，共同發展才是正道，互相猜疑互相不容非人民之福。

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。