內地不良貸款風險可控

中銀香港經濟研究員
張文晶

財經述評

內地商業銀行的不良貸款餘額及不良貸款率雙升，其信貸資產質素問題引起各界關注。事實上，內地不良貸款餘額從2012年初的5,265億元(人民幣，下同)開始上升至今年第一季的9,825億元，增幅達87%。不過，不良貸款率則從2012年第三季開始緩慢上升，升勢自2014年起加快。截至今年第一季，商業銀行的不良貸款率升至1.39%。

不良貸款率易升難降

所謂不良貸款率，是指銀行不良貸款佔總貸款餘額的比重。也就是說，若銀行的總貸款增幅更甚於不良貸款的升幅，便可沖銷不良貸款率的上升勢頭。2014年，不良貸款餘額按年上升42%，增幅遠高於總貸款餘額的14%，導致不良貸款率較快上升。展望未來，一方面內地經濟面對不小的下行壓力，而且部分如鋼鐵、水泥等行業產能過剩問題依然嚴重，企業的經營環境以及盈利表現難以在短期內有很大改善。因此，銀行的不良貸款餘額面臨較大的上行壓力。

另一方面，內地在2008年11月推出大規模刺激措施後，在投資需求帶動下，銀行貸款已急增了約1.7倍。加上隨着內地金融市場發展，企業將會更多利用如股票、債券等直接融資渠道，相信銀行貸款高速增長的勢頭將難以為繼。所以，未來不良貸款的增幅可望繼續領跑整體的貸款增長，不良貸款率將會易升難降。

銀行抵禦能力已大幅提升

銀行的信貸資產質素惡化，它們是否有充足的能力應對？其中，撥備覆蓋率和資本充足率是兩項可參考的指標。撥備覆蓋率是貸款損失準備對不良貸款的比率，反映銀行對貸款損失的彌補能力和對貸款風險的防範能力。內地商業銀行的撥備覆蓋率由2007年的41.4%升至2012年的295.5%峰值，隨後回調至今年第一季的212.0%水平。資本充足率是銀行的資本總額與加權風險資產總額的比例，反映銀行能以自有資本承擔損失的程度。內地商業銀行的資本充足率從2007年的8.7%升至今年第一季的13.13%。總體看，兩項指標均已較金融海嘯前大幅提升，內地銀行應該有足夠的能力抵禦不良貸款的風險。

利好政策助減違約風險

此外，一些利好的政策可以紓緩違約風險的衝擊。其一，人行的貨幣政策趨鬆，除了自2014年11月起已三度降息和二度降準外，也更多地運用短期流動性調節工具、中期借貸便利等措施，從量、價兩方面營造較寬鬆的貨幣環境，對引導貸款利率下行有積極的作用。內地今年第一季加權平均貸款利率為6.56%，較去年同期下跌0.62個百分點。資金成本下行有助減低企業出現違約的機會。

其二是有關地方政府融資方式的轉變。過往地方政府主要通過融資平台從銀行得到貸款。然而，部分融資平台的盈利較弱，而且存在管理不完善、信息透明度低的缺點，為銀行體系積累了潛在風險。而國務院在2014年10月，印發的《關於加強地方政府性債務管理的意見》，明確提出剝離融資平台為地方政府融資的職能。這項政策防止地方融資平台債務繼續擴張，對銀行清理相關債務的風險有積極的作用。

總括而言，雖然內地銀行的信貸資產質素有所惡化，但銀行有足夠的能力應對，加上利好政策的正面影響，內地不良貸款的風險可控。

留意新興市場資金流向

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

自金融危機以來，美國聯儲局維持0-0.25%聯邦基金利率的時間已經長達六年。由年初至今次6月的議息，聯儲局本周的會議是真正首次加息的時機。但由於今年首季美國經濟較預期差，故聯儲局並未於是次會議上宣布加息。

降經濟增長非抹殺加息可能

但主席耶倫保留了年底前採取行動的選擇。在記者會上，耶倫建議市場不要把焦點放在加息時間點上，而應該更為關注加息步伐。雖然聯儲局仍然可能會在9月會開始加息，但聯邦基金利率期貨市場傳遞了不同信號。現在，聯儲局於今年年底開始加息的概率為50%。

耶倫或許是對的，因為投資者不應過分集中於何時加息，而忽略了一旦開始加息後，加息步伐將如何發展。根據目前情況看，除非美國就業市場出現大幅改善，或通脹出現大幅抽升的情況，否則聯儲局加息的時間可能在9月份或之後才會出現。

除了加息的步伐之外，最重要的問題是在聯儲局無法控制的部分，特別是歐洲央行及日本央行都在實施大規模的量寬計劃。若其它央行實施大規模量寬之時，美國卻加息的話，對美國以至全球的金融市場及利率帶來甚麼影響。

聯儲局心理四步曲惹關注

聯儲局目前的心理四步曲如下：1、甚麼跡象令聯儲局開始利率正常化？就業要持續增加，薪資增長的跡象是關鍵指標；必須有足夠理由相信，通脹中期——三到五年內會回升到2%的目標水平，未必真正升到聯儲的目標範圍內，但要明顯朝着那個方向發展。

2、以甚麼速度加息？在收緊貨幣的周期，聯儲局每次加息25點子。聯儲局強調過，這週期最重要是緩慢漸進的，可能其間還有些時候會暫時中斷。聯儲局副主席費沙表示，在收緊貨幣的周期，聯儲局原則上每次回憶可以加息25個基點。聯儲局強調過，這一周期是緩慢漸進的，可能其間還有些時候會暫時中斷。

3、加息加多少才夠？聯儲局近期公布的貨幣政策會議紀要顯示，局內花了大量時間考慮中性利率的政策。據討論內容，聯儲局近期預計的未來最終利率水平比過去要低，聯儲局利率預期也和這個趨勢一致。長期政策利率的歷史平均水準是4.25%，而今年3月聯儲決策者的共識預測結果是3.75%。

4、 聯儲局何時會開始加息？幾乎所有聯儲局貨幣政策委員會的決策者都公開說過，希望今年開始加息。但今年美國首季GDP增長意外疲弱，這令聯儲局果斷做出加息決定面臨考驗。到目前為止，聯儲局決策者對今年開始行動的傾向還沒有變。

新興市場國家可能會實施資本管制。在2013年，當時的美聯儲主席伯南克只是談論了退出量化寬鬆政策就引發了新興市場國家資本外逃。加息將吸引資本流入美國，推升美元。去年，美聯儲加息預期出現就促使美元急劇走強，使得美國出口商日子更加難過。美聯儲加息過快可能使美國再次重返衰退。1937年，美聯儲提前加息就使美國經濟在「大蕭條」後重返衰退。

今年內地GDP可達7%目標

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理
何天仲

今年上半年內地經濟增速明顯放緩，一季度GDP增速只有7%，與官方全年增長目標持平。二季度一線城市樓市有所回暖，部分城市新屋銷售更現量價齊升景象，但房地產投資增速仍在下滑，內房仍處於去庫存階段，難言復甦。可以說，當前內地拉動經濟的三頭馬車——出口、投資及內需均面臨不小挑戰，二季度GDP增速料或低於7%。上半年經濟表現乏力，為實現7%的增長目標，下半年中央有望加大刺激力度，維持寬鬆政策的同時，繼續推動基建投資及刺激內需，相關行業有望受惠。

近日公布的匯豐6月中國製造業PMI（採購經理人指數）預覽值為49.6，雖環比上升0.4個百分點，但仍連續四個月處於50枯榮線下方，顯示相關企業仍處於萎縮之中。而中國官方5月製造業PMI為50.2，雖略高於50，也顯示經濟擴張動力較小。官方PMI統計樣本主要是國企，匯豐PMI樣本主要是中小民企。以上數據顯示，中小民營企營運壓力大，處於收縮狀況，國企也只是輕微擴張，製造業整體上仍較為疲軟。

基建及內需成為增長點

進出口方面，自今年3月以來，中國進出口貿易總額持續下跌，雖然貿易順差略有改善，但對GDP貢獻不大。2014年內地GDP構成之中，貨物與服務淨出口對GDP貢獻率已經下滑至0.2%，而消費支出佔比上升至51.2%，資本形成總額佔比為48.6%。可見，出口對GDP增長貢獻非常有限，投資及內需才是經濟主要的增長動力，料下半年政府將會持續加大投資力度，以及出台政策刺激消費。

投資方面，房地產及基建繼續成為內地投資重點，財政和貨幣政策料將維持寬鬆。當前內房早已供過於求，面臨較大的去庫存壓力，開發新樓盤意欲較低。政府為推動樓市復甦，不斷放鬆限購政策，以及降低按揭息率以刺激購房需求，已收到一定成效。不過，內房增長空間有限，基建將成為最主要的發展方向。預計下半年政府將會持續推動鐵路、棚區改造及環保等基礎建設，這些投資對資金需求大，因此維持銀根寬鬆非常必要。

鼓勵消費措施料陸續有來

內需方面，近年內地消費支出對GDP貢獻率顯著上升，經濟結構轉型初見成效。下半年內地政府料將繼續大力推行利率市場化、國企重組等改革，有望激發市場活力。同時，政府鼓勵的「大眾創業，萬眾創新」，在解決就業問題的同時，也可刺激消費，相關鼓勵措施料陸續有來。按以往經驗，若上半年經濟表現遜色，下半年中央政府一般會加大經濟刺激力度，筆者相信，內地今年完成7%的GDP增長目標難度不大，相關行業下半年有望迎來新一輪的增長機會。

A股調整 利好港股後市

興業證券(香港) 副總裁（客戶投資部）
居有莉

A股上周大跌，滬深股市分別暴跌687.99點、2,372.80點，創下單周下跌點數紀錄。6月19日更出現單日2,179隻股票下跌， 972隻股票跌停的慘況。對於沉湎於股市投機，寄望在股市上一朝發達的股民，無疑是一劑清醒劑。

股市基本面將得到改善

稍加分析，我們可以發現造成這次A股大跌的原因：證監會查處場外配資、規範融資融券業務，產業資本套現，新股IPO佔資6萬億、匯金減持ETF基金和四大銀行股等，這些因素均與短期資金供求有關。其中有政府壓抑過熱股市的痕跡，也有短線資金供求不平衡產生的影響。對股市的基本方向沒甚麼大的影響。相反由於股市瘋牛症得到及時醫治，隨着長遠利好股市的政策陸續出台，股市基本面將得到改善，中長線來看必然惠及港股。

從國家經濟發展的角度開看，一個有效健康的資本市場對經濟的促進作用非常大。從過去一段時間不斷強化的改革證券市場的呼聲，以及李克強總理多次提到要大力發展資本市場，人們期待中國股市出現大牛市是合情合理的。改革證券發行體制，完善股市流通機制，甚至在更高的層面改善中國的投資環境，這些都是這一輪上漲行情的動力，內地稱之為改革牛或者政策牛就是這個道理。但是政策也好，改革也罷，需要的是與基本面改善相適應的理性的慢牛。短期內大量融資、配資湧入股市，靠槓桿吹起來的泡沫牛，對經濟發展和社會穩定非但無利反而有害。通過上星期的大調整，不顧風險盲目跟進的投資者，勢必被無情的市場淘汰，只有理性成熟的投資者才能堅持到最後。

過分活躍勢致市場泡沫化

回顧前一階段的A股大牛市，長期低迷的資本市場在利好政策的春風吹動下，猛然發動，吸引了大量資金跟入，給現有的監管制度帶來很大的衝擊。據中銀國際證券的統計數據，2014年下半年約有9,000億資金流進A股市場，而今年上半年流入的資金達到3.49萬億之巨。從結構上看，融資融券與場外配資資金流入是前一段時間A股市場資金的重要來源。2014年下半年，融資融券業務曾經給A股市場帶來了三分之二的新增資金。而就目前的資金看，槓桿性資金仍佔據全部資金流入量的一半以上。槓桿性資金多以短線為主，過分活躍勢必導致證券市場泡沫化。中國證監會經過調查，及時堵塞了場外配資這類灰色運作手法。這也是我們認為A股市場這次大幅調整的積極意義。

隨着證券市場回復理性，利好政策將陸續出台。最近出台的取消商業銀行存貸比的規定，估計將釋放數萬億元人民幣的貸款。中小企業貸款難的局面將得到緩解。而融資成本減低，經濟回復活力，獲益最大的將是在內地有投資的企業，包括大量香港上市的企業。港股投資者在做出投資決策時，一定要留意這樣一個事實：我們國家總理的政策工具箱裡，還有大量在法寶可以使用，政策牛不僅適用於A股，同樣也適用於港股。

論希臘事件與美債上限爭議

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

筆者周二（23日）在本欄分析希臘事件，正如之前不少次，都是嘗試在主流媒體以歐美為首的觀點外，多提供一個角度，以供參考。特別是一隻手掌拍不響，國際危機不會完全是一個國家本身的問題，往往是有其歷史背景，有其發展進展，若不了解當時的生成，則不會明白當前的問題，以及稍後的事態變化可能性。換言之，重點是在一般人慣常只片面看着這一刻的橫截面以外，要多看順時序的變化，即可有一個較為立體的看法。

是的，截至筆者周四（25日）執筆為止，希臘危機的會談仍未有定案，基本上仍是人人在焦急，但又不可隨便立即讓步，以免造成一個印象，讓希臘每一次都照辦煮碗，有恃無恐。當然，希臘也看穿這一點，才會在過去幾年，一而再，再而三，不斷的出現還款不了，又無法依足債權人要求而改動本身財政或貨幣政策，而若偶一為之，相關的希臘官員，不下台者幾稀矣。

兩者都要進行一場「表演」

有趣的是，其實說起來，希臘危機的會談，跟很多緊急會議一樣，都是要進行的一場表演，美國債台高築，近年屢有財政或債務上限的爭議，幾番在議會上爭持到最後一秒鐘，甚至逼真得有部分項目要延續，但最後，還不是順利地過渡？

不要低估官員們或議員們的表演能力，尤其要面對媒體大肆報道的壓力，更加深了盡量以各種方法爭取曝光，發表論點，讓外界有印象。如此一來，各說各話為主，反正問題最終都是不得不作出讓步的，倒不如在有限的時間內，盡量拖得便拖，爭取多一點非正式的好處。

希臘和美國，一弱一強，但說起來，作風何其相似！當然，箇中仍有重大分別，就是希臘的焦點很清楚，全國上下，雖然不希望脱歐，也不希望留下一個有債不還的罵名，但實際上，福利仍得派，開支仍要增，但税收不能加！故此，在齊普拉斯種種的工夫下，普遍民眾仍是支持的．這是一個沒有話語權的小國，唯一可以為自己爭取利益的動作！

妥協藝術 方案早在其中

相比之下，美國在全球當然有金融話語權，但在國內的情況，派系互拉後腿，施政不容易，共和與民主兩黨，往往就政經議題全力打持久戰，如此一來，焦點倒是清楚，只是民眾的支持度，便分散了，兩個都不好，兩個都不值得支持，只是不得不選一個而已。

總的來說，當大家願意從對方的立場看事物，不難發覺，解決方案早在其中，只是政治說起來就是妥協的藝術而已！

■希臘危機的會談仍未有定案，基本上仍是人人在焦急，但又不可隨便立即讓步，以免造成一個印象，讓希臘每一次都照辦煮碗，有恃無恐。圖為希臘民眾集會要求繼續留在歐元區。 資料圖片

釋出「棕地」具成本效益

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

當局就「洪水橋新發展區」最新規劃作諮詢，目前區內物流業及露天倉庫佔地不少，港府有意興建多層式物流工廈，並鼓勵相關業戶搬遷上樓，釋出原有「棕地」作新發展區用途。有報道，港府將進行營運者的「運作調查」，藉以了解其遷入多層工廈的需要，同時着手做技術及財務可行性研究。

物流業是香港的重要經濟支柱之一，在徵用露天倉儲等用途所使用土地時，有必要考慮重置該些用途到合適的地方，但境內可供選擇不多，有可能的無非都在新界靠近邊界的地方，假如選擇郊野公園或綠化帶，遇到的社會反對聲音必然很強大，故此在考慮到物流業在交通運輸條件及地理上需要靠近邊境口岸等要求，在洪水橋發展區原址及隣近地區建高層物流區，不失為選擇不多的一個可供選擇方案。

或興建多層式物流工廈

洪水橋新規劃中，有37公頃土地指定作現代物流設施用途，據悉亦會在發展區北面預留24公頃土地，可能興建多層式物流工廈，安置港口後勤、物流業、露天貯存及廢物回收四大界別營運者，以騰空這些「棕地」。

筆者近日與一位資深物流界朋友討論，興建多層物流大廈這個課題。綜合意見後，藉本文與大家分享。多層物流大廈並非新鮮事物，目前在荃灣、葵涌、沙田小瀝源等地區都找到，都是多年前已建成，一般來說，都是地盤面積較大，選址靠近貨櫃碼頭及直達寬闊交通幹道，便利重型貨車出入及節省能源。

在設計上來說，多層物流大廈都需要在內外交通運輸環節作周全考慮。比如有內車道直達部分樓層甚至全部樓層、車道的設計既寬闊而樓底高度及斜度都適合重型車輛通過，停車場各類型車位充足數量，樓宇結構強大，客貨用電梯分區域而數量要充足。為避免租戶爭用貨運電梯上落貨，可考慮分層設專用貨輋，而貨輋內籠面積及高度足夠，其他配套設施如電力供應充足、客戶郵件收發中心、電子資訊中心甚至穿梭巴士服務及餐飲食堂等。葵涌的「永得利廣場」就是一個很好的例子，可供實地觀摩和借鑒其具體設計。

可以較低廉租金吸引用家

目前棕地上的業界對新發展區徵地有反對聲音，或者可以待多層物流大廈概念更多具體情況知悉後，再作深入探討。歸根究底，就算新的多層式物流工廈如何適合用家使用，租金的考慮還是重要的 ，假設在現時樓市狀況下，如無發展商願意發展這一類項目，由政府出資興建及將來由政府部門聯同業界組織共同管理，以較低廉租金吸引棕地用家上樓，都是值得考慮的。筆者認同，由此所釋出的棕地帶來的總體社會效益（包括賣地收益），都會遠超於所付出的直接成本。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。