

人民幣加入SDR的進展評估

中銀香港高級經濟研究員

戴道華 **財經述評**

8月初，IMF發表了SDR檢討的初始報告，作為稍後IMF董事會正式開展其五年一次的SDR貨幣籃子檢討的參考。該報告並非SDR的正式檢討報告，那要留待IMF董事會有了決定之後。報告詳細分析了人民幣作為唯一將被考慮是否納入SDR的貨幣需要滿足的條件以及人民幣目前達標的情況，對市場而言有較大的參考價值。

不過，由於報告當中建議把現行SDR貨幣籃子的執行期延長9個月到2016年9月，令市場有部分意見一度錯誤解讀為IMF傾向不按慣例在今年年底作出是否把人民幣納入SDR的決定，有此誤解後IMF馬上予以澄清，指其董事會還是會如期在今年年底前決定是否把人民幣納入SDR，該決定與現行SDR貨幣籃子的執行期延長9個月的建議並無矛盾，暗示如果人民幣能夠順利加入SDR，新的貨幣籃子的生效期會在2016年9月，而非原來的2016年1月。

之所以有此建議，其實反映了IMF是在為人民幣一旦加入SDR而作準備。一來，正如IMF報告所言，人民幣作為一隻新興市場貨幣，還沒有實現可兌換，中國也

還實施資本管制，與現有的四隻SDR貨幣（美元、歐元、英鎊、日圓）有所不同，對於人民幣是否滿足可自由使用的標準，IMF已有基本的判斷，相信在未來幾個月內情況和支持數據都不會有很大的變化，倒是在操作層面，人民幣一旦加入SDR其利率和匯率將如何和參考什麼來擬定就仍需時間來解決，額外9個月的時間相信足夠解決這些技術性問題。

執行期延長對人幣利好

二來如果IMF不是在為SDR加入人民幣這樣一隻新的和獨特的貨幣而作準備，SDR貨幣籃子維持不變的話，就算是要避開2016年1月1日新年假期全球外匯和債券市場交投稀疏的影響，那麼把現行SDR貨幣籃子的執行期延長1個月甚至一、兩個星期也就足夠了，並不需要9個月時間。這一延期執行的建議是因應SDR使用者的意見而提出的，而他們正是因為SDR有可能納入新貨幣而要求更多時間來調整其組合。以此來看，IMF關於現行SDR貨幣籃子的執行期延長9個月的建議對人民幣是利好而非利淡的消息。

回到基本面，人民幣目前在可自由使用標準方面達標的情況如何？右下表顯示IMF收集的數據及其所顯示的

人民幣目前的定位。

SDR納入幣只是時間問題

從這些量化指標來看，人民幣既有優勢，如在出口、貿易融資和國際銀行業負債方面；也有進一步改進的空間，如央行持有量和國際債券市場。至於人民幣在全球外匯市場交易量的統計，由於BIS的統計為三年一度，最新只截止於2013年，已經嚴重滯後。如果改以SWIFT截至於今年首季的統計作為參考，則人民幣在全球外匯交易當中的排名已經升至第六位，僅次於四大SDR貨幣以及澳元。足見人民幣雖未全面達標，但差距已經很小。

值得指出的是，今年6月份人民銀行發表了首份人民幣國際化報告，當中提供的統計與IMF該份報告當中列舉的數據部分有出入（如國際銀行業負債和跨境支付），原因在於IMF認為中國大陸與香港、澳門和台灣之間的往來應該屬於國內而非國際往來。但這一統計方法有值得商榷之處，因為香港作為三大國際金融中心之

一，由於其經濟規模有限，它與中國內地之間的大部分金融往來相信都是國際資金與中國的往來，不應簡單將之歸為內部往來而在統計上予以忽略，特別是在中國仍然實施資本管制之下，香港作為中國內地完全自由開放的特別行政區，是中國對外金融往來的重要中介。以此看來，人民幣在這次SDR檢討當中加入應該只是時間問題，不需要再等5年時間。

出口標準

	十億SDR	全球佔比%	全球排名
商品及服務出口	1,613	11.0	3

廣泛使用標準

	十億SDR	全球佔比 %	全球排名
官方外匯資產	51	1.1	7
國際銀行業負債	710	1.9	5
國際債券餘額	－	0.6	8
國際債券發行	－	1.4	6
跨境支付	－	1.0	8
貿易融資（信用證）	－	3.9	3

廣泛交易標準

	十億美元	全球佔比 %	全球排名
外匯市場交易量	120	1.1	9

資料來源：IMF，BOCHK Research

貶值效應 港人持不動產意慾更強

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

人民幣因為人民銀行調整匯率機制而貶值，亞洲多國貨幣連鎖效應相繼貶值。人行透過調整中間價方式制定新機制，此舉獲得國際貨幣基金組織(IMF)歡迎，認為有助於提高匯率彈性，提高市場在制定匯價時的參與度，對中國增加在全球經濟影響十分重要。這是國家透過貨幣政策，去達至平衡國際貿易以及刺激內部經濟的舉措。

早前日圓貶值以刺激經濟，除了吸引大批中國內地同胞到彼邦購物之外，似乎亞洲各國反應不大。但今次人民幣匯價調整，國際迴響卻大得多，證明中國現時是世界貿易大國，其財金政策的調整，對亞洲以至歐、美甚至俄羅斯等國家及地區均起着舉足輕重的作用。

盛傳美國聯儲局或於九月份加息，人行於八月中上旬這個時刻調整匯率機制，外間猜測或多或少有所針對性。從宏觀角度看，貨幣貶值對刺激出口、境內需求以及本國旅遊業均有正面作用，但對成本以外幣計價支付但在本國銷售的商品或服務不利（比如航空業）。共和黨總統參選人特朗普批評人民幣貶值會推毀美國，另一美國人索羅斯則指此舉等於輸出通縮，奇怪這些人對早前日圓貶值卻好像熟視無睹。

中美貿易逆差勢將擴大

可以理解美國人何以如此大反應，美國作為中國主要貿易夥伴，中國輸美的是以日用品為主的中下價商品，人民幣貶值，令這些商品在美售價更便宜，刺激中國貨銷路，同時亦有助於降低人民的消費。反觀美國輸華以高新科技比如智能手提電話的低成本但高售價商品為主，其實部分製造和組裝

增長強勁 電競業發展可期

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年，國際性電子競技（下稱電競）賽事的舉辦日趨頻密，在全球掀起了一股電競熱潮。電競是一種利用電子設備來進行智力對抗的運動，其發展與電子遊戲的興起息息相關。經過多年發展，內地電競行業當前已初具規模，盈利模式也日漸成熟。由於內地電競玩家數量龐大且仍在高速增長，潛在消費市場巨大，行業發展前景廣闊。

粉絲經濟 市場潛力巨

早在2003年，電競就被中國國家體育總局列為99個體育項目之一，但卻一直未被社會廣泛認可。近年電競行業發展迅速，職業玩家開始湧現，收入也水漲船高，吸引了大批粉絲，社會對電競的態度亦從排斥轉變為慢慢接納。2013年，國家體育總局成立電子競技國家隊，電競行業得到政府部門的認可，從「地下」走到「地上」，開始步入高增長期。

電競行業屬於典型的粉絲經濟，電競玩家數量及消費能力對行業發展非常重要。根據艾瑞諮詢公佈的數據，今年內地電競玩家預計將達到0.95億人，並將在未來3年以25%左右的增長率持續增長，存量和增量均十分可觀。此外，電競玩家的消費能力也非常突出。其中，為賽事付費的電競玩家比

例高達57.6%，購買遊戲直播推薦的遊戲周邊產品的電競玩家比例亦高達53%。優質的玩家群體，將成為電競業持續高增長的重要推動力。

遊戲收費發展最為成熟

當前電競行業的盈利模式主要包括遊戲收入、賽事舉辦和衍生市場，其中以遊戲收費發展最為成熟。據艾瑞諮詢公佈的數據，2014年，內地電競遊戲收費收入達到216.3億元（人民幣，下同），預計年增長率將保持在13%左右。電競賽事和衍生市場發展尚未成熟，分別只有1.3億元和8.7億元的規模，雖然佔比很小，但今年收入增長有望翻倍，具較大的增長動力。

當前內地主要電競賽事主要有WCA、NEST及LPL等，與去年相比，今年賽事的獎池均大幅增加，WCA的獎金較去年增加4倍至一億元，LPL的獎金也較上年增加87%至217萬元。賽事主辦方除了門票收入、廣告贊助、賽事轉播授權外，還開始引入互聯網眾籌等手段籌集經費，賽事規模不斷壯大，預計今年賽事收入有望達到3.1億元。隨著內地賽事舉辦不斷成熟，行業收入仍會不斷增加。

目前電競行業盈利模式仍較為單一，提高電競玩家ARPU（每用戶平均收入）將是行業發展重點。近年內地遊戲巨頭騰訊、網易等紛紛佈局電競市場，均是看中該市場巨大的增長潛力，投資者值得關注。

認識港股向下炒陷阱

興業證券（香港）副總裁（客戶投資組）

居有莉

隨着港股和A股的互通互聯，越來越多的內地投資者涉足港股。但是A股市場和港股市場的運作方式和監管制度存在很大差別，尤其是香港股市的一些獨特現象，內地投資者如果沒有足夠認識的話，容易產生誤判甚至招致損失。

高位賣出後待增發補回

說到港股的怪現象，一個典型的例子就是股票「向下炒」。所謂「向下炒」，就是讓股價不斷下跌，從中獲取利益的市場操作手法。它的運作原理和沽空一樣，但向下炒的發起人往往是上市公司的大股東或和大股東關係密切的所謂投資者，他們在高位賣出股票後，可以通過上市公司增發股票等方法在低位補回股票，所以他們在向下炒的過程中不需承擔任何市場風險，炒股變成了一场必勝的遊戲，而輸錢的一定是買他們股票的小股民；而正常的沽空行為與「向下炒」不同，沽空者賣出股票後需要在一定時間內買回相應的股票，其承受的市場風險，較普通的投資者更大，相對而言沽空行為比較公平。

「向下炒」通常有一個明顯的標誌，就是在股價連續大幅度下跌後，上市公司會啟動一系列股權運作，例如大比例合股，大折讓供股等。大折讓供股的消息宣佈後，常會伴隨

新一輪的股價下跌，這時「向下炒」的發起人，就可以順利在低位大量買入，或者通過參與供股補回在高位賣掉的股票。

香港上市公司增發股票的權利屬於上市公司的股東大會，大多數情況下上市公司董事會就可以決定增發多少股票，以及增發給誰，不需要獲得監管部門批准，這對內地投資者來說，可能比較陌生。

務必遠離業務欠清晰公司

由於「向下炒」不需承擔市場風險，很容易成為一些不務正業的大股東劫殺小股東的首選方式。有數據顯示，近年來越來越多的上市公司加入「向下炒」的行列。香港證監會僅在2013年就已經對37家疑似向下炒的上市公司展開調查，但是因為舉證困難，成效非常有限。有立法會議員甚至提出修改公司條例，以阻止不法人士利用法例漏洞斂財。但是遠水解不了近渴，投資者為求自保，務必遠離那些主營業務不清晰、盈利能力弱的公司。

分析多起「向下炒」的個案後，我們發現這種現象不僅發生在股價高於淨資產的股票上，也經常發生在股價低於淨資產的股票上。對於那些堅信價值投資法的投資者，「向下炒」的殺傷力極大。因此我們建議內地投資者投資港股時，在選擇設立止損點和越跌越買的投資方法時，應該將「向下炒」的現象考慮在內。

人幣貶值預期 金融市場添波動

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

從2015年1月以來，美元兌人民幣在6.18至6.28區間內窄幅震盪，一直保持較為平穩的走勢。直到8月11日上午9時15分人行的決定打破了平靜，人民銀行宣佈決定完善人民幣兌美元匯率中間價報價。就在7月各項經濟數據不佳，擔憂經濟發展前景的情緒較高的時候，這一舉措的確存在意義。這有利於資本市場及出口表現改善，為匯率自由化跨出一大步，有助入SDR，同時卻令實體經濟增速堪憂，加劇資本外流。雖然央行出面表示人民幣不會連續大幅貶值，但更多投資者認為人民幣已發生趨勢性改變。

實施新報價方式後，人民幣對美元中間價為6.2298元，較上日下調1,136個基點，創2013年4月25日來新低。8月11日，離岸外匯市場亦受挫，美元兌人民幣升2.79%至6.3878。8月12日，人民幣對美元中間價報6.3306，再貶1,008個基點，美元兌離岸人民幣升0.72%至6.4341，最高觸及6.5946，最低至6.3860，均高於前一日水平。三天內，人民幣貶4.66%，對於環球市場來說，其影響均較大。

新興市場貨幣恐步後塵

首先來看外匯市場，美匯指數在11日先上揚後回落，最終升0.13%至97.290，並在12日出現較大幅度回落，跌1.06%，投資者擔憂加息生變。歐元則在近幾日保持強勢，連升6日，在11日先回落後衝高，隨後一路擴大升幅，受到美元走軟影響大。和人民幣聯繫較大的便是貿易夥伴澳元和紐元。澳元在11日9點15分人行宣佈決定後應聲下跌，在周二挫1.47%，周三受支撐反彈1.03%。紐元走勢和澳元類似，在11日應聲重挫，並於第二日反彈1.29%，收復失



■雖然人民幣貶值，理論上可能有助出口，但實體經濟上有利有弊，或被資金淨流走的壓力抵消。資料圖片

阿里風光恐不再

路透熱點透視專欄撰稿人

Robyn Mak

阿里巴巴備受青睞的狀態岌岌可危。這家中國電子商務集團8月12日宣佈了令人失望的財季營收增長數據，股價大跌至接近去年上市時的發行價水平。截至目前投資者對於該公司創始人馬雲的操盤尚無二話，但是現在隨着業務的逐漸疲弱，而且市值自去年11月觸及高位後已蒸發逾1,000億美元，情況可能就不一樣了。

營收增幅遜於市場預期

該公司截至6月三個月的營收較上年同期增長28%至32.7億美元，為三年來最低增幅，低於湯森路透所調查分析師的預估。當季阿里巴巴平台上的商品交易總額(GMV)增長34%，僅僅是兩年前增長率的一半多一點。相比較而言，規模小得多的競爭對手京東當季交易總額則飆升82%。阿里巴巴股價8月12日跌至紀錄低位71美元，因人民幣意外下滑加劇了對中國經濟放緩的擔憂。自從該公司去年在紐約進行250億美元上市以

來，對創始人馬雲提出的廣泛但又令人困惑的願景，投資者一直表現出容忍的態度。阿里巴巴之前只是簡單地為買賣雙方牽線搭橋，如今這只是其「O2O(線上到線下)」整體的一部分，O2O涵蓋電影、醫療保健、雲計算甚至銀行領域。就在兩天前，阿里巴巴向零售商蘇寧雲商投資46億美元，由此進入目前處於掙扎狀態的電子產品超市領域。不清楚除了損害阿里巴巴獲利之外，蘇寧的低利潤率業務還能帶來什麼。然而，阿里巴巴股價仍因為此項投資實現小漲。

股東會否不離不棄惹關注

不過可以想像，隨着阿里巴巴股價逐漸滑向去年上市發行價68美元，而且大幅增長不再有保證，投資者的容忍底線或將繃緊。近幾個月有關假冒偽劣產品及定價違規的爭議不斷，而且競爭狀況日益激烈，照此態勢發展下去，預計未來還將有更多不可預知的考驗。投資者改變不了馬雲對阿里巴巴戰略的控制，對他又不願作出合理解釋也無可奈何，但這並不意味着，他們會始終對阿里巴巴不離不棄。