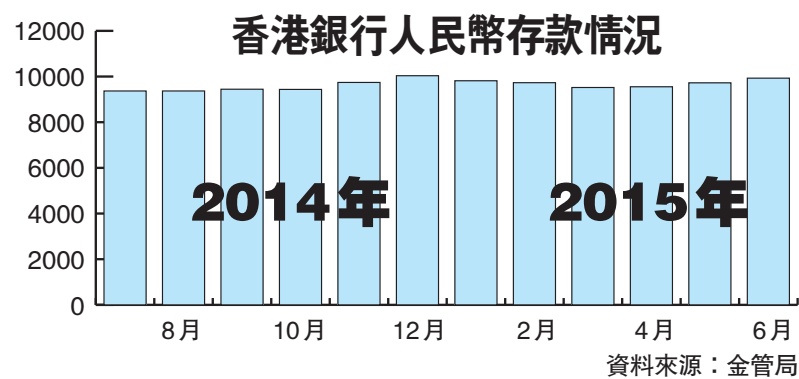




中國雙喜特約之文匯財經

陳德霖料人民幣不會持續貶

港銀汲A股高槓桿教訓 超「巴三」要求有必要



香港文匯報訊 金管局總裁陳德霖近日接受新華社訪問，談及近日的A股股災及人民幣突然貶值，他表示，「過度槓桿」乃是「萬惡之源」，A股股災的根源也是在於「過度槓桿」。回望香港，他認為「去槓桿」乃正本清源之道，本港銀行不應以達到資本充足率最低要求而謀取最大利潤，超「巴三」要求是有必要的。他又認為，人民幣及新興市場貨幣近期的貶值壓力，只是面對強美元的反應，中長線中國經濟向好，外貿穩定增長，預料人民幣不會出現持續貶值情況。



金管局總裁陳德霖表示，人民幣及新興市場貨幣近期的貶值壓力，只是面對強美元的反應。

A股早前一度暴瀉逾30%，還累及港股，曾單日下挫超過2,100點。陳德霖指出，A股早前的大幅波動，根源在於「過度槓桿」。「靠用很大的槓桿來支撐的資本市場，不能持久，這是經濟定律」，他說，「這一個月，聽說內地有些投資者的槓桿很高，部分人可以取得高達10倍的槓桿。短時間可以炒起來，但高槓桿水準就很難維持下去；而槓桿越高，去槓桿的過程就越困難，風險越大。」

高槓桿撐股市不能持久

作為香港金融系統穩定的把關人，曾經參與港府九七「千億打大鱷」的陳德霖，一直對債務持高度警惕的態度，對於高槓桿帶來的金融風險，感受深刻，他曾多次在演講及網誌《匯思》中，論述高槓桿對香港金融體系的威脅，對此風險的警告可說是不厭其煩。

他表示，「去槓桿是艱難的。經一事、長一智，如果我們不希望像某些發達經濟體一樣當我們的下一代，就不應留下如山的債務給他們處理，而是以負責任的態

度，避免公共政策背離政府長期建立的審慎理財原則。我們這一代不但要避免貪吃嗆糧，更要像父輩一樣，作好犧牲眼前利益的準備，為香港長遠發展鋪路，為子孫後代着想。」

新興市場貨幣同遇貶壓

近期本港的人民幣存款額出現增長放緩跡象，針對近日人民幣出現貶值，有人擔心本港人民幣存款流失，影響人民幣資金池。陳德霖認為，人民幣完善人民幣匯率中間價報價，是內地推進資本賬戶開放以及人民幣匯率形成機制改革的重要舉措，目的是令人民幣匯率形成機制更貼近市場。因為要貼近市場，人民幣匯率自然會更易受供求和市場預期及氣氛等因素影響。人民幣匯率形成機制在邁向市場化的過程中呈現比以往較大波動是在所難免。

他不認為人民幣匯率進入下行通道，「根據以往經驗，美元通常都會經歷強周期和弱周期，我認為強美元

周期仍會維持一段時間，所以新興市場的貨幣，包括人民幣，目前都會面臨不同程度的貶值壓力。但中長線中國經濟向好，外貿亦穩定增長，所以不應會出現人民幣持續貶值的情況。」

港銀競爭力源自於穩健

就近期A股及人民幣波動對香港的影響，陳德霖表示，香港一直面對外圍市場的動盪，他認為，香港銀行的競爭力並不在於它們能否為股東帶來最大利潤，而是它們的保守作風和穩健經營。要從基礎上確保香港金融體系穩定，就需保持比一般歐美銀行更高的資本充足率，在必要時用以沖銷呆壞賬。

他不認同在《巴塞爾協議三》國際認可最低標準之上再提額外要求，會令香港銀行面對「不公平」競爭。他強調，「銀行間的競爭應着眼於服務水準和穩健性，而不是，更不應建基於以最低的資本充足率來謀取更大利潤這種經營模式。」

「一帶一路」港有重要角色

香港文匯報訊 談及香港金融業未來的發展前景，陳德霖充滿信心。他表示，「有人說，香港和內地聯繫越密切，就會越『內地化』，逐漸失去競爭力。還有人說，內地進一步開放，上海、天津、北京、深圳和廣州等金融中心便會直接與外地交易，香港便再沒有前途了。有些人更認為，上海自貿區發展兩三年後，香港便『完蛋』了。這觀點我不同意。」

陳德霖指出，2000年中國內地的外貿總額是4,700多億美元，但在2013年已增加接近8倍至4萬多億美元。同期香港的轉口貿易總額也由1,800億美元增加1.5倍至4,500億美元。這表示香港與內地的商貿聯繫越緊密，反而越可以積極發揮香港的中介角色，有利於香港借內地持續增長之勢發展經濟和就業。

內地越開放 港商機越大

「中國金融繼續開放，香港的金融中心地位就『沒戲』」？「這又是另外一個謬論。我認為情況剛好相反：中國越開放，香港作為國際金融中心就越有前途。」他指，理由很簡單，內地金融開放將為香港帶來持續的源頭活水。如人民幣國際化進程中香港就是最大的受益者，數年內已發展成全球最具規模的人民幣離岸業務中心。陳德霖提醒，內地資本項目開放意味著非居民和居民的資金可以更容易跨境雙向流動。目前內地存款總額有136萬億人民幣，資產總值高達184萬億。一旦開放，香港的銀行絕對有競爭力，在這龐大的市場發掘和拓展更大的商機。

陳德霖非常認同香港發展要借國家的勢，主動去配合國家戰略，如當前的「一帶一路」。他說，金融和貿易是緊密相連的，這其中人民幣的角色很重要。人民幣在雙邊貿易結算中的佔比，在2009年是0%，而現在是24%，希望5年後達到50%。「一帶一路」如果沒有人民幣國際化支撐，這一戰略將事倍功半。

他反覆說，在這一過程中，香港將扮演非常重要的角色。「無論中央領導還是地方領導，都很認可香港，說在進程成立的公司是離岸公司，自由度更高，香港的資訊發達、人員進出比較方便。香港融資配套也比較好，比如銀行借貸、匯款、發債、申請IPO等，非常方便，在『一帶一路』戰略上也一樣，都要用好香港。」

本港ADR上周五於美國表現

股份	ADR 於美國收報(港元)	較上周五港股變化(%)
匯控(0005)	67.88	-0.32
中移動(0941)	99.23	-0.37
中海油(0883)	9.84	-0.25
中石化(0386)	5.79	-0.19
聯通(0762)	10.49	+0.44
國壽(2628)	28.79	+0.14
中石油(0857)	7.27	+0.13
港交所(0388)*	208.64	+0.40
友邦(1299)*	48.11	+0.54
中銀(2388)*	29.51	+0.54
騰訊(0700)*	143.87	+0.40

*為場外交易市場之表現

人幣如回穩 港股可試24500

香港文匯報訊 (記者 周紹基) 美國經濟數據理想，加上歐盟向希臘伸出援手，美股靠穩，連帶令港股在美國上市的預託證券(ADR)也微升15點，預期今日港股有望略為高開，但後市還需看人民幣走勢，以及大型股份業績。市場人士認為，若人民幣回穩，大市可望上試24,500點，惟港股弱勢未除，往後大市只會維持上落市格局。

人幣貶值打擊跨國企業盈利

美國7月生產物價和工業指數勝預期，三大指數齊做好，道瓊斯指數升0.4%。不過，卓越資產管理董事譚紹興指出，美股的20天線已經跌穿250天線，出現明顯的轉弱訊號，如果到月底，50天線也跌穿250天線，出現「死亡交叉」的話，美股相信會顯著轉弱，屆時將會拖累港股走勢。

他直言，人民幣的走勢將直接影響港股，以至全球股市走勢，理由是人民幣貶值，會打擊跨國企業的盈利，例如蘋果就因為人民幣弱勢而影響其盈利表現，進而拖低美股，他相信，歐洲企業

也會有類似情況。此外，人民幣貶值也會引發亞洲其他國家的貨幣貶值，影響區內股市表現。

A股在人民幣回穩後，上周五反覆向上，逾120隻股票升停板。譚紹興說，A股應該會繼續向上，預計下周周指可突破4,000點，這主要與人民幣貶值有關，好像前年日本開始日圓貶值後，日股急升的情況相似，雖港元沒有貶值，但H股的盈利變相減少，所以對H股的壓力會持續，預期恒指本月或會再一次下試23,500點低位，若國指不失11,000點，恒指下月才有望反彈。

「磚頭」股料有資金追捧

耀才證券研究部經理植耀輝則認為，藍籌股業績將主導後市表現，預計港股暫呈上落市，在23,800至24,500點之間徘徊。下周公佈業績的藍籌股有恒地(0012)和中移動(0941)，還有太古A(0019)和平保(2318)。豐盛金融資產管理董事黃國英亦表示，大市再升的空間有限，但在人民幣貶值下，本港「磚頭」股料有炒作概念，若地產商業績符合預期，料很大機會帶動大市稍微回升。

三中資電信商派表 盈利料倒退4至5%

香港文匯報訊 (記者 梁偉聰) 內地三大電信商本週三至五起派2015年中期「成績表」，按公佈日期排序，本報綜合一眾券商對中電信(0728)、中移動(0941)及聯通(0762)的上半年純利預測，平均分別按年下跌4.42%、5.22%及3.95%，純利為109.3億元

(人民幣，下同)，547.28億元及64.26億元。對於人民幣貶值，券商認為對中移動及中電信無任何影響或只有輕微影響，惟預料將對持有外債的聯通造成外匯虧損。

不過，在公佈業績前夕，三大中資電信商的外圍股價，反而是被指是最受人幣貶值影

響的聯通獨好，其ADR上周五收報10.49港元，升0.44%；中移動ADR跌0.37%，收報99.23港元；中電信ADR跌0.34%，收報4.26港元。而在上周五的港股時段，聯通平收10.42港元，中移動收升0.505%，收報99.45港元；中電信收跌0.467%，收報4.26港元。

麥格理：每貶1%聯通多付6億

麥格理指，中電信少於1%的債務是外幣計價，故該行相信，人民幣貶值對中電信的影響輕微。而中移動的債務全是人民幣，故相信全部不受貶值影響。但對於持有外債的聯通，麥格理就指出，聯通有8%為美元債，36%為港元債。該行估計，若人民幣貶值1%，聯通就需要作出額外6.06億元的外匯虧損入賬。

摩根士丹利就認為，雖然中移動的移動設備佔營運商資本開支達40%至60%，但主要以人民幣支付內地設備商，所以亦不會受影響。但對於聯通，該行指聯通有600億元債以美元及港元計價，相當於集團淨負債53%，若人民幣貶值1%，便會令公司有4.5億元的外匯虧損。對於本週三公佈業績的中電信，巴克萊則

估計，公司第二財季移動ARPU按季升3%至55.2元，主要得益於4G用戶佔比持續提升，預期上半年營銷費用壓降可令中電信EBITDA率有所改善。雖然美銀美林相信，中電信第二財季業務表現不俗，但面對固網競爭加劇，加上4G網絡建設加快，導致網絡運營成本升幅為3家電信商中最高，影響利潤增長，預期下半年移動ARPU可持續改善。

中移動4G折舊拖低明年盈利

至於中移動，里昂表示，公司現時在內地4G的市場佔有率達80%，遠多於另外兩個對手。單計上半年，中移動4G已上客1億戶，令用戶人數增至1.9億戶；而4G的ARPU上半年料較綜合ARPU多1.5倍。不過，大摩指出，雖然中移動第二財季的ARPU會因4G用戶增加及季節性因素而按季改善5%，但相信4G的利好因素已開始在去年下半年反映。該行反而擔心，隨著網絡的經營開支及折舊上升，可能會限制了中移動未來1至2年的盈利增長。

聯通方面，大摩、里昂、法巴、瑞信、野村等五間券商均估計其上半年業績會是三大電信商中最差。里昂預期，公司上半年移動業務表現弱，服務收入按年跌7%，主要因為期內流失客戶，特別是高端用戶。瑞信則認為，聯通上半年客戶出現流

失，除因不敵中移動的4G攻勢外，亦不幸週到內實行「營改增」(VAT)及手機補貼轉為月費補貼。

市場關於三大電信商對政府的「提議降費」要求，摩根大通相信，電信商在固網寬帶業務上將主要透過提價不提價的方式來滿足有關要求，對包括中電信在內的營運商，未來寬帶ARPU造成若干壓力。

鐵塔公司支出明年料減

香港文匯報訊 (記者 梁偉聰) 就三間中資電信公司合組的鐵塔公司，高盛估計，鐵塔交易會於10月底進行，三大電信商會保持2015年的資本開支，但2016年會降低。

大摩相信，中移動(0941)仍未有鐵塔公司的最新發展消息，同時並不會增加派息比率。該行認為，分拆鐵塔公司可為聯通(0762)取得300億元的現金，可用於償還債務，以減低利息支出。

里昂指，聯通的估值因鐵塔資產重估可一次性增加10%至20%。但又指，若沒有4G資本投資，單靠鐵塔分擔不能令聯通重得競爭力。該行還指，若聯通上客數據仍差，其仍有機會與中電信(0728)合併。

券商	中電信		中移動		聯通	
	上半年純利預測(億元人民幣)	按年變幅(%)	上半年純利預測(億元人民幣)	按年變幅(%)	上半年純利預測(億元人民幣)	按年變幅(%)
美銀美林	108.43	-5.2	563.33	-2.4	-	-
摩通	109.59	-4.2	559.92	-3.0	68.08	+1.8
大摩	109.29	-4.4	558.45	-3.3	64.35	-3.8
巴克萊	109.38	-4.4	550.58	-4.6	62.97	-5.9
野村	113.35	-0.9	547.8	-5.1	61.66	-7.8
麥格理	106.33	-7	541.48	-6.2	62.15	-7.1
高盛	109.00	-4.4	530.32	-8.2	64.10	-4.17
瑞信	-	-	524.68	-9.1	64.73	-3.2
里昂	109	-4.4	549.00	-4.9	66.00	-1.3
平均	109.30	-4.42	547.28	-5.22	64.26	-3.95
業績公佈日期	本週三 (19/8)		本週四 (20/8)		本週五 (21/8)	

製表：記者 梁偉聰