

避險升溫 轉投港元及美元定存

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶璘

中國人行突然推行人幣匯率中間價新機制，一次過把中間價下調近2%，引發市場恐慌，人民幣兌美元一度下跌近4%。新機制除令環球市場震盪外，更拖累亞洲貨幣進一步走跌。原先市場普遍預料人行只會擴大人民幣上下浮動區間，因此中央把人民幣匯率大手貶值令市場感到意外，人民幣持續貶值的預期又再升溫。

以往人民幣中間價主要由人行參考美元走勢而設定，因此美元走強帶動人民幣今年走勢堅挺，變相相對其他貨幣，尤其是新興市場貨幣升值。然而，中國經濟持續放緩，7月份工業、消費和固定投資3大增長引擎增速均遜預期，增加了人民幣調整的壓力。

中央推動匯率走向市場化

人行解釋，此次完善人民幣兌美元中間價的報價，主要目的是解決過去一段時間中間價與市場匯率持續離軌的問題，新機制將人民幣中間價的主導權由中央轉移至市場，改為由造市商參考上日收市匯率、外匯供求情況及國際貨幣匯率變化，向外匯交易中心提供中間價報價。此舉代表了中央推動匯率進一步走向市場化。

外間對人行的舉措有多方面的解讀，當中包括人民幣貶值是為了挽救中國持續疲弱的出口。據中國海關公佈7月份外貿數據顯示，出口同比下降8.3%，對來季GDP增長有一定影響，因此很難不令人聯想到中國藉匯率貶值而刺激出口，對GDP「保7」起積極的作用。但2%的跌幅對出口影響輕微，在市場預期中央將繼續推動出口的前提下，市場產生了人民幣下跌的預期，加劇人民幣沽壓。

人幣沒有大幅貶值需要

然而，要有效刺激出口增長，恐怕人民幣需要下調10%或



本欄作者認為，新機制或令人民幣匯率的波動性及不確定性增加，保守的投資者可考慮轉投港元或美元定存，以避免匯率風險。

以上，但中國又能否承受得起人民幣大幅貶值引發的資本外流，當中可能衍生系統性風險，後果比出口下滑嚴重得多。而且，中國現時積極推動經濟改革及轉型，集中推動內需及減少對出口的依賴，因此刺激出口已不是中央政策的主軸，中國並沒有大幅貶低人民幣的需要。

中央推動匯率市場化的背後主因為推動人民幣國際化，觀乎今年中國積極爭取人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃子可反映一二，因此舉有助提高人民幣的國際地位。由於IMF作出評估時，需考慮人民幣匯率彈性的情況，因此人行完善中間價報價，令人民幣匯率靈活性增強，加大人民幣加入SDR的機會。

在中央推動維穩及人民幣國際化下，料人民幣進一步大跌的可能性不大，而且人行亦公開表示人民幣不存在持續貶值的基礎，表明了中央維護人民幣堅挺的意圖。是次調整主要將人民幣的貶值壓力一次過釋放，觀乎上周五人民幣兌美元匯價穩定於6.4水平可見，調整短期已完成，市場恐慌情緒逐漸減退。但由於新機制令人民幣匯率的波動性及不確定性增加，投資人民幣定存的吸引力已不如從前，保守的投資者可考慮轉投港元或美元定存，以避免匯率風險。

人民幣急跌推低香港舖價？

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

人民幣匯率改革十周年之際，人行上週初突然把人民幣兌美元開市中間價較前日收市位大幅調低近2%為6.2298。其實，在過去十年間，人民幣兌美元升值約三成，今次只不過是貨幣「大漲小回」而已。不少本地學者評論人幣走貶實有保住經濟增長的需要，上月出口竟然按年大減8.3%，遠遜市場估計的微跌1%，人行此舉實在告訴市場人士人幣不想緊隨美元走強，借助貶低人民幣促進國內出口，期望可保住年度經濟增長目標。假如未來新興國家透過本國貨幣大幅貶值去搶佔出口市場，那內地匯率可能再次被動貶值，以求穩住經濟增長。

無可否認，人民幣急跌對本地零售業是利淡的。對於這次的輕微減幅，旅遊、零售、飲食及酒店業界均認為暫時影響不大，但是如果繼續貶值高至5%或以上時，業界擔心會進一步減低內地客來港意慾，極可能會利用折扣和其他優惠方式吸客。

一週一行措施落實後，首個「五一長假」零售業「首當其衝」，零售行業被形容進入寒冬期，尤其高檔商品及內地客歡迎貨品，令到核心購物區商舖租金受壓，空置率大幅飆升。

料租金今年再跌逾一成

根據某地產代理商估計，本年四月中至八月初，四大核心區(含中環、銅鑼灣、尖沙咀及旺角)租賃成交宗數下跌約10%，使得空置率上升。四大核心區以承載最多的高檔服裝、手袋及手錶店舖的尖沙咀區的空置情形最為嚴重，依次而下是銅鑼灣及旺角，三區空置率介乎2%至6%。一部分業主寧願減租，但是減幅不一，視乎新進租客來自行業或續租租客可以負擔水平，介乎10%-40%。展望未來，業界表示若業主未能提供較大議價空間吸客，核心區旺舖空置率將進一步擴大，預測租金今年再下跌約10%-15%。

投資界會關心「舖租下跌，舖價同步調嗎？」「人民幣貶值，港舖價會否受到影響呢？」「一線舖位區，非民生商店走後，會否重回民生商店用家手中呢？」

根據香港政府發表的《2015年香港物業報告》，今年商業、零售樓宇預測落成量約111.2萬平方呎，明年更達129.8萬平方呎，較去年增加約8成。在今年內，主要供應地區包括灣仔、油尖旺、觀塘、元朗及沙田，但是明年則主要位於中西區、油尖旺、元朗、西貢及沙田，累積兩年供應量超過20萬平方呎的地區是中西區、灣仔、油尖旺、觀塘、元朗、西貢及沙田，單是灣仔/觀塘/元朗三區已佔一半以上。

一線地舖業主持貨力強

既然前文提及舖租已出現下降跡象，以一線地區尤為顯著，未來舖價要看回報率走勢。根據差餉物業估價處報告，從1995年起跟蹤，1995/1999年、2000/2004年、2005/2009年及2010/2014年每五年平均店舖的回報率是5.8%、7.2%、4.5%及2.7%，而且今年首半年回報率也持平在2.4%，屬歷史性低位！投資者願意接受低企回報率，是因為準備一兩年租約滿後加租，但是似乎未來幾年因為供應量大增及租金承受下調壓力，普遍的店舖走低前景是可以預期的。如果利息是今年第三/四季開始上升，則物業回報率只有向上，上升的回報率只會加深店舖價格回調幅度。不過，本港店舖投資者大都是資金雄厚，尤其一線地區街舖業主通常已經持貨經年，他們慣風浪，持貨能力強橫，店舖價格理論上應該隨租金徐徐向下，但是還看投資者的實際財務能力。

為實力零售商擴展良機

如文匯報在八月三日新聞專題中報道，「北水」退潮對本港經濟的影響，已經率先反映在零售業上，內地旅客模式轉變及訪澳旅客減少的影响正逐步浮現，高級零售業風光不再，接下來會出現中級零售業回歸潮。傢俬電器連鎖店德爾斯上周一全線結業，但是屈臣氏剛剛開設全球12,000間零售店，並且揚言今年再開多1,300間新店。租金回調正是實力零售商擴展良機。

人民幣急貶促貶值無疑會打擊內地旅客來港消費意慾，持續貶值將對本港零售業帶來沉重打擊。店舖的洗牌活動已經開展，一線及二線位置會逐漸被民生行業租用，如果租金回落到用家可負擔水平，則店舖租金/價格可望於回落中企穩。

阿里巴巴與蘇寧日前宣佈戰略合作，未來線上線下商業活動會成為零售發展新方向，強迫零售商自身優化，或是加強品牌線上零售投資，或是向電商戰略聯盟，鞏固B2C市場佔有率。未來店舖是零售功能，也是消費者於線上挑選商品後再看實物的展示場地。

展望未來，香港的零售行業正逐步轉回歸民生行業主導，邊境購物城的角色正在淡化中，消費者將來回歸傳統市區進行購物活動，民生行業可以負擔的租金水平將是決定一/二線店舖價格了。



分析認為，人民幣若急貶促貶值無疑會打擊內地旅客來港消費意慾，但店舖的洗牌活動已經開展，如果租金回落到用家可負擔水平，則店舖租金/價格可望於回落中企穩。

市場波動 料引發黃金好淡舌戰

路透專欄作家 Clyde Russell

熱點透視

有利面在於，6%的漲幅本身並不足以抑制對黃金的需求，尤其是中國市場黃金價格仍較2月初所及年內高位低大約13%的情況下。這就意味着，單純因價格上漲導致需求下降的可能性非常小。那麼接下來的問題就是，圍繞其它資產類型的不確定性以及貨幣對沖需求實際是否會推升對黃金的需求。

內地不太可能加大購買量

如果事實證明，人民幣貶值確實只是一次性的調整，中國消費者不太可能會覺得有必要加大黃金購買量，來對沖人民幣貶值的影響。從一定程度上講，黃金需求可能會從一定的投資再分配中獲得提振，尤其是在股市動盪之際。

中國股市近期經歷大幅震盪，滬綜指在6月12日觸及年內收盤高位至8月14日期間下滑了23%，但是在監管當局旨在提振市場信心的救市措施拉動下，該指數目前已較7月7日所及近期低位回升13%。投資者是否已對股市建立足夠的信心尚有待觀察，但是即便發生資金撤離股市，也並不意味著就一定會流向避險的黃金資產。(摘錄)

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。

中國經濟調整未結束 國際形勢不樂觀

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

不可否認，中國經濟正面臨着下行壓力大的困擾。在股市大跌後，越來越多的目光聚焦在經濟本身。也正是因為中國因素開始在全球範圍內起到越來越重要的影響，大國的一舉一動足以令投資人關注。

暫別高速發展時代，領導人把當前的經濟增速描繪為新常态，我們感受到新的時期開啟，亦從中看到危與機的並存。

回顧近來的經濟數據，可謂疲弱不堪。第二季度國內生產總值GDP同比增7.0%，持平於前值，並好於預期，引來各界的質疑之聲，這個數據的意義並不僅是數據本身，更多的有政治考量。製造業保持疲弱的態勢，內需和外需乏力，企業融資難而貴，且受到外圍環境的考驗，包括國際商品價格下跌，成本優勢不再等。中國財新PMI數據7月創下2013年7月以來新低。7月PPI降5.4%，創5年來新低，已連續41個月負增長，近期跌幅不斷擴大。

CPI續小升仍存上行壓力

與此同時，與PPI走勢出現明顯分化的CPI則保持小幅上升，受到豬肉價格上漲的影響，且還有上行的壓力，故而料CPI和PPI背馳現象將維持。此外，7月出口下跌8.3%，引發擔憂。隨着股市和樓市泡沫破滅，其對於GDP貢獻難以持

續，下半年經濟有破7的風險。

為此，從去年11月開始，央行主動進行多次降息和降準。一是出於刺激股市，更主要是出於實體經濟的客觀需求。降息為歷年來少見的頻率高和幅度大。降準亦體現央行維持寬鬆的貨幣政策環境。而面對不如意的經濟數據，進一步降息降準仍有空間，不過幅度或低於上半年，如此才有望讓實體經濟企穩。

中國對國際影響與日俱增

在擔憂的同時，我們看到了中國的影響力與日俱增，這包括兩方面。舉例，中國股市暴跌，引發全球其他市場巨震。相對的，中國增持黃金，國際金價走高。近期，中國再次迅速佔領頭條，在8月11日完善中間價，導致周內人民幣貶值4.6%。這有利於資本市場改善及改善出口表現，為匯率自由化跨出一大步，有助入SDR，顯示出中國想進一步佔據國際舞台的野心。而8月14日，中國意外地宣佈再次增持黃金，引發關注。兩件事情均體現了中國的是靈活，是更深層的變革。

中國經濟調整尚未結束，甚至可能面臨進一步的下滑。但這並不代表中國將一直永遠的低迷，畢竟事物均有一個週期，要能真正的改革，並清理產能過剩等問題，需要時間來消化。不過，考慮目前國際形勢亦不樂觀，商品價格低位運行，歐元區存在機制問題長期堪憂等等，我們又不得不多一分擔憂。這就是一個循環，中國不好，影響到世界，而世界發展不樂觀，中國亦難獨善其身。

救企業貸款或為重要考量

時富金融策略師

黎智凱

上周人民幣大幅貶值，根據中國人民銀行的官方說法，是為人民幣的定價做制度性的改革，用以強化人民幣兌美元匯率中間價的市場化程度，惟是次行動惹起了國際間的不滿。人民幣貶值在國際間一定不受欢迎，在美國激起政客的爭議再合情不過。人民幣匯價十多年來都是重要議題，中國的一貫手法都沒有把美元放在首要，現時亦然。

融資鏈在股價已受重創

我對中國企業的融資一直有很大擔心。企業融資鏈在股價上已受早前重創，加上產業訂單轉移以及成本上升，銀行無可能對這樣的企業作出貸款，就算貸款獲得批出，貸款成本必定高。加上中國近期商品產能過剩，尤其是銅、鋁、螺紋鋼等，人民幣貶值將會提高中國的出口競爭力至較合理水平，亦作為這些出口主導企業重建較高質素貸款的重要因素。如果把人民幣貶值看成是經濟改革組合拳之一，配合降

息降準、一萬億地方債互換、股市救市，實行全線對金融體制進行放寬，行為符合一直以來面對企業貸款問題的大方向。央行突發性的人民幣貶值，其跌幅之急速，反映準備貶值之幅度根本不至於此，後續相信會再有進一步貶值。對於現時的貶值幅度，使不少企業及投資者蒸發4%以上的資產，市場反應當然是認為過大。而人民幣貶值若持續，下行空間也不會太多，始終貶值過多亦不是中國需要的經濟舉措。

匯率為「軟着陸」最後戰線

中國早已開始對「軟着陸」作準備，從基建、債務、股市、能源、黃金陸續出現下行軌道後，把貨幣貶值，匯率算是中國央行多年來對付「軟着陸」的最後一個戰線。可是，央行對此的手法大可以與其他手段一樣，先開口後出手。這次三日內連貶，明顯與其他處理手法不符。而突發性的連續貶值三天，明顯是「士急馬行田」，但其「怕痛縮手」反映出央行在作此舉時未有預期對經濟造成的後果。這些都是中國央行沒有操作過的手段，恐怕面對之後的市場不穩定性，這些舉措很有可能矯枉過正，甚至有反效果。

「國家隊」續發揮穩市作用

太平金控、太平証券(香港)研究部主管

陳羨明

人民幣匯率中間價形成機制進一步完善，市場化程度提升。自2015年8月11日(上週二)起，造市商(市場莊家)在每日銀行間外匯市場開盤前，參考上日銀行間外匯市場收市匯率，綜合考慮外匯供求情況以及國際主要貨幣匯率變化，向外匯交易中心提供中間價報價。

此次人民銀行完善人民幣對美元匯率中間價報價機制，一方面，強調了參考上日收盤匯率及外匯供求情況，意味人民幣匯率形成機制的市場化程度有所提升；另一方面，提出參考國際主要貨幣匯率而不再緊盯美元匯率，則降低了人民幣對美元匯率的過度依賴。中間價機制得到進一步修正後，造市商將參考上日收盤匯率報價，過去中間價與市場匯率的點差，得到一次性校正。

人民幣此時貶值有利有弊

人民幣此時貶值，有利有弊。有利因素有三：一、人民幣匯率向更加市場化的方向發展。二、有利於特別提款權(SDR)談判。三、對沖美國聯儲局加息，緩解出口壓力。

不過，如果人民幣貶值的中長期趨勢確立，則股價房匯等人民幣資產的價格均會發生波動，從而影響整個金融體系的穩定。

事實上，受此影響，人民幣上週急速貶值，連跌三日，兌美元匯率中間價累積下跌4.7%，並打亂了A股的反彈節奏。

若市場對新一輪匯率改革啟動引發貶值潮的預期加強，或引致資本持續外流。而人行能否有效管理好貶值預期，關係到人民幣會否繼續貶值，以及A股會否震盪加劇。

人行13日(上週四)表示，人民幣貶值壓力已釋放，人民幣兌美元匯率中間價3%的偏差已調整到位。受消息刺激，14日(上週五)人民幣兌美元中間價倒升35點子，結束了連續三日的大幅貶值。

中證監14日(上週五)表示，證金公司向中央匯金轉讓了一部分股票，同時中證監穩定市場的職能不變，今後若干年不會退出，但一般不入市操作。A股亦見回穩，上證綜指昨天以近全日高位3,993收市，升28點或0.7%。

發達國家的經驗表明，待市場恢復正常運行後，維穩資金對市場的介入會減弱。事實上，中證金公司在關鍵時候化解系統性風險，維穩資金只是為了幫助市場穩定，隨着市場趨向常态化波動，應急處置的「非常態」干預措施不僅會助長市場對政策的過度依賴，還影響到市場潛在運行規律自主調節的功能發揮。

政策干預只會是暫時性

因此，政策干預只是暫時性的，否則，市場自身機制的恢復就難以成形，資本市場的自身調節也無從談起。監管部門作這樣的安排，既可保留證金公司維穩職能，又可通過中央匯金長期持有部分股票，在恢復市場機制的同時，為證金公司騰出更大的潛在維穩空間，讓市場內在穩定機制及自身運行規律逐步回歸正軌。