

機遇與挑戰並存 亞太新興市場來年持穩

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

財經述評

有別於發達經濟體經濟增長略為增強，今年亞太新興市場在石油等大宗商品價格持續下行、中國經濟增速放緩、美國加息預期導致資金流出壓力加大等不利因素，疊加之下，整體經濟表現料將較去年遜色。

中國減速 印度東盟國經濟反彈

根據國際貨幣基金組織今年10月《世界經濟展望》報告預測，亞太新興市場今年全年經濟增長為6.5%，低於去年全年的6.8%，但仍高於全球新興市場的4.0%和發達市場的3.1%。其中，各經濟體分化態勢顯現。一方面，中國經濟增速從高速向中高速轉變成為新常態。另一方面，印度、印尼、泰國、越南、菲律賓等國經濟增長出現反彈，或成為支撐區內經濟回穩的重要力

量。

今年以來，在中國經濟數據表現欠佳、金融市場波動以及人民幣貶值壓力上升等影響下，亞太區金融市場波動加劇、貨幣普遍貶值、出口市場出現不同程度收縮，反映「中國需求」放緩產生的連鎖效應。另外，政策與改革紅利左右大局。今年部分國家的亮眼表現有賴於政策與改革力度的加大。如印度放寬外商直接投資上限、削減政府補貼、降低企業稅等，並冀望通過「印度製造」倡議轉型為全球製造中心；印尼延長煉油、基礎設施、海上運輸、電訊等先導產業免稅期，調低燃料及電力價格；泰國制定《七年投資促進戰略（2015-2021）》，並於年底前取消每日最低工資規定；越南政府向外國企業提供稅收優惠，吸引跨國企業的初級製造業集聚。

年內區域一體化進程不斷推進。1994年亞太經合組織（APEC）成立後，亞太經濟合作進程加速。以東盟為例，受惠於區內亞洲國家之間的貿易擴展，亞太新興市

場多個國家得以在發達經濟體經濟放緩背景下仍保持蓬勃發展。今年「跨太平洋經濟夥伴關係」宣佈建立，納入多個東盟成員。「區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）」和「亞太自由貿易區（FTAAP）」均在推進之中。

區域一體化加快 外需溫和復甦

展望來年，亞太新興市場經濟增長有望維持今年水平（IMF預測為6.4%）。這主要由於雖然中國經濟增長或逐步放緩至6.5%左右，但印度及東盟各國經濟表現有望略好於今年。一是外部需求繼續溫和復甦。美國啟動加息步伐，顯示經濟持續復甦，歐洲經濟增長略為加快，加上今年處於經濟困境的國家（如巴西、俄羅斯以及一些拉美和中東國家等）衰退程度減輕或經濟狀況部份實現正常化，有助於提振區內出口貿易需求；二是金融市場波動可望減弱。美國加息塵埃落定

與幅度溫和，有助於消弭2014年以來新興市場資金流出風險，追求盈利和價值最大化的投資需求回歸，或為經濟發展提供寬鬆資金環境；三是深化合作交流促進經濟發展。中國「十三五」規劃與「一帶一路」戰略啟動與落實，有望整合亞太新興市場資源，發揮集成效益，推動區內經濟發展。

「一帶一路」注動力 須防多項風險

須留意的風險因素包括：一是全球經濟長期潛在增速普遍下降，回歸強勁、同步的擴張較難實現，貿易表現難以大幅改善；二是大宗商品價格低位徘徊，明年或仍將波動下行，持續影響新興市場中的資源依賴型國家；三是中國經濟結構調整、金融改革步入深水區，如何保持經濟平穩增長將持續影響亞太新興市場整體表現。另外，朝鮮半島等地緣政治以及部分國家內部政治風險也會對經濟增長造成衝擊。

人幣入SDR 標誌中國融入全球金融市場

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

國基會本周初把人民幣納入特別提款權內，是繼美元、歐元、英鎊及日圓後，第五隻被納入SDR內的貨幣。人民幣於SDR內的比重為10.92%，超過日圓及英鎊，但較市場預期的14%至16%為低。在7月份的初步評估報告中，國基會的工作人員曾經評估，人民幣的比重在14%至16%。

新貨幣籃子要到2016年10月1日才開始生效。今年8月，IMF宣佈將當前SDR的貨幣籃子有效期將從12月31日延長9個月至2016年9月30日。國基會表示，在明年10月1日生效後，每一隻貨幣在SDR估值中的未來佔比重，將取決於當日的匯率。這次是自1999年，歐元代替了馬克及法郎之後的首次變化。

SDR如紙黃金可儲備兌換還債

SDR (Special Drawing Right)即是特別提款權，有如「紙黃金」，是國際間一種記賬單位，代表着國際貨幣基金組織會員，可以使用資金的權利。SDR的主要用途在於儲備、兌換及還債的三大用途。

SDR由國際貨幣基金組織於1969年創立，是一種用於補充成員國官方儲備的國際儲備資產。由於是儲備資產性質，所以SDR不同於真正的貨幣，持有者只限IMF會員國，而且沒有貿易支付等，好像我們平日使用普通貨幣的用途。

國基會每五年會對SDR貨幣籃子進行一次評審，目前籃子共有四種貨幣，分別是美元、歐元、英鎊及日圓，比率分別為41.9%、37.4%、11.3%及9.4%。

若成員國需要使用時，需要按「一籃子貨幣」的比例換成其他貨幣。當會員國出現國際收支逆差時，可以使用SDR，向其他會員國換取外匯，以應付逆差；亦可以與其他會員國達成協議，用SDR換回對方持有的本國貨幣。

會員國可以使用SDR，以歸還IMF的貸款，並支付相關利

發展空間大 飛機租賃前景吸引

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地居民選擇飛機出行的比例越來越高，內地航空公司也不斷增加客機以滿足市場需求。不過，受困高昂的融資成本及營運成本，航空公司的盈利能力並沒有顯著提升，業績波動也較大。飛機租賃行業作為航空業的重要一環，市場需求及租金回報穩定，吸引大量資本進入部署，發展迅速。長遠來看，內地航空業仍有較大的增長空間，飛機租賃行業的發展前景惹人憧憬。

飛機租賃，即是航空公司（或承租人）從租賃公司（或廠家）選擇一定型號及數量的飛機，以按期支付租金的形式取得飛機使用權。租賃公司收取租金，並繼續保持飛機的所有權。飛機由於單價極高，航空公司一般難以一次性全部支付，採取租賃形式，可降低航空公司的財務壓力，同時租金支出也可抵銷稅費，利好業績表現。

內地客機需求大 行業發展速

中國客機需求仍保持穩定增長，將可支撐飛機租賃行業的未來發展。截至2014年底，中國民航的飛機數量已達到2,570架，對比2003年只有635架，年復合增長率達

13.55%。而美國波音公司今年發佈的展望報告中，預測未來20年中國將需要6,330架新飛機，總價值約為9,500億美元，屆時中國將超過美國成為全球第一大民航市場。

對比歐美市場，內地飛機租賃行業起步較遲，但發展卻非常迅速。2007年3月內地政府發佈《金融公司租賃管理辦法》，鼓勵金融租賃行業發展，同時「十二五」規劃也提及繼續發展完善全國航空網絡，內地飛機租賃行業才進入高增長期。據彭博社公佈的數據，自2014年以來，中國的飛機租賃公司已參與了價值逾160億美元的收購交易，表現進取。

回報穩 盈利能力勝航空公司

飛機租賃合約一般為十年左右，飛機租賃公司租金回報穩定且較為吸引。據路透社報道，全球飛機租賃公司的淨利率高達20%，而據彭博社數據，過去三年彭博全球航空公司業指數的26家成份股公司的平均淨利率不到5%，飛機租賃公司的盈利能力遠勝航空公司，且不受週期性因素影響。

內地中產階級人數仍在穩步增長，旅遊出行等需求不斷提升，飛機數量有望保持穩定增長勢頭，租賃行業可跟隨受惠。儘管目前內地飛機租賃業仍不夠成熟，但有市場，及政府支持，加上投資回報吸引，相信投資者有足夠動力部署該領域，內地飛機租賃業增長前景吸引，值得關注。

擁廣州獨特文化旅遊風景區

筆者對黃埔區的文化歷史亦甚感興趣，黃埔區擁有廣州市獨特的文化旅遊風景區——長洲文化旅遊風景區，長洲島在歷史上曾經是我國對外貿易的重要海港，清朝的黃埔海關就設在這裡，曾經商人雲集，盛極一時。眾多的古蹟遺址使這裡成為珠三角的旅遊勝地，包括有孫中山先生在1924年創辦的黃埔軍校、長洲炮台群遺址、波斯樓、波斯教徒墓地，美國第一任駐華公使的墓地、唐、宋時代的扶胥鎮（今廟頭村），相傳是我國古代海上絲綢之路的起點所在，以及柯拜船塢等古蹟。後者是英國人柯拜1845年在長洲島建起的中國第一個石船塢，也是當時世界最大的石船塢，並且是中國歷史上第一家外資企業。借着國家推展「一帶一路」策略，假如能夠把包括長洲島等這一系列古物古蹟重新包裝定位成一個系列的古代海上絲路旅遊路線，成為現代人懷憶古代絲綢之路的必然看點，配合現代化的旅業及交通設施，或能成為華南新的文化旅遊熱點。

需加大區內交通基建吸人才

配合海上絲路起點概念，筆者建議應加大投資在區內交通基建方面，尤其黃埔區內南部海港區與北部腹地之間的陸上交通聯繫。路通則財通，如在區內設輕軌鐵路系統，連接區內各鎮以及廣州地鐵線站頭。現時黃埔區內人口密度較低，可考慮打造成新型智慧型綠色城市，吸引廣州市及其他地區的年輕才俊及家庭，遷移到此安居樂業，並為新絲綢之路帶來的商機及新增就業崗位提供專才。

觀望多項大事 市場按兵不動

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

有說全球投資者，這幾周一直在等，等什麼？不就是連串的開會和決定。

是的，不約而同地，各地都有重大事情在商量，環球資產配置，以至個別的板塊選股或買賣時機，也與此息息相關，是故，人同此心，心同此理，敵不動，我不動，乾脆等下去吧，至於等什麼，誰說得準。

美國月中議息 預期將象徵式加

不可以說真的不知道等什麼。例如，大家都可以指出，12月中有美國聯儲局加息的可能性，9月份的那一次聯邦公開市場委員會，有人喻之為史上最重要，皆因有可能就此象徵式加息一次，意味着金融海嘯以來的量寬時代，可以正式完成歷史使命，一切回復正常云云。

如此一來，加息不必一次過，更不必一次便是四分之一厘，大可以低於此，例如八分之一厘，那又何妨？重點只是象徵式的去加，減少了以後進行正常活動時的掣肘。由此看來，很可能先加一次，然後拖個大半年，甚至直到明年底，才再加，亦不遲，畢竟全球各地，歐洲持續量寬幾乎是必然，日本過去二十年亦維持貨幣政策的寬鬆，而中國經濟有下行壓力，自然難以收緊銀根。如此一來，不就一目了然？

至於歐洲中央銀行的開會，議題不外乎就是事先張揚的，討論當局在現有基礎上，再加一點量寬的規模和力度，這一點，不少人覺得是大勢所趨，無法逃避的。這一點，正好與美國形成鮮明對比，一個加，一個減，一個收緊，一個放寬，可就是前者才是把貨幣政策用得其所，後者錯過了最佳時機，也正好筆者以往為文分析道，根本這一帖藥不是這樣用，不是醫這個病的。

人幣入籃 中國金改仍長路漫漫

另外一宗大事，當然是石油輸出國組織的會議，檢討過去一年多以來，一直增產，在供應上的壓力，令油價反覆走低，這一場博弈，顯然是要針對高成本的競爭對手，特別是剛冒起的替代能源，例如頁岩氣或頁岩油等。而若這一次開會後，定調有所不同，當然會影響油價。

當然，別遺留了早前已經有了答案的，就是人民幣加入國際貨幣基金的特別提款權一籃子貨幣。這一點，其實亦無太大懸念，不論是加入的時機或方向，以至具體佔比，在在說明了，中國的經濟實力，對全球的影響力，都是客觀的事實。當然，細節上，佔比略低於國際貨幣基金的估算，因為中國金融改革長路漫漫，人民幣距離成為真正的硬貨幣，在國際上自由流通，大量獲得具體使用，並撤除資本賬的規限，仍有相當日子，略低的佔比，正好反映將來仍有改善進步的空間。

說起來，不就是大家早已預期，已經寫在牆上的結論嗎？哪有什麼等與不等之理？等又如何？不等又如何？其實影響不大的。唯一怕的只是，現實與期望有很大落差，才是令人卻步，如今不肯押注的原因。



■全球市場聚焦美國聯儲局本月中議息會議。

強積金保障不足須不斷改革

興證國際證券市場拓展部聯席董事

周嘉儀（前無綫電視新聞主播）

強積金制度由2000年推行至今，已經運作十五年。根據世界銀行的框架，它屬於退休保障中的「第二支柱」，即是由私營機構管理及具備足夠資金的強制性供款制度，主要目標是「平穩消費」及防止老人貧窮（「平穩消費」是指在退休沒有收入後仍能維持一定的消費水平）。經歷了大大小小改革（包括改變供款上下限及規管信託人等），現時強積金仍然常為人詬病，其中問題包括回報率低、行政費過高以及遣散費及長期服務金與強積金對沖等。

實質回報多年低於亞洲多國

先談談回報率。積金局指強積金自推行以來的年率化內部回報率為4.5%，跑贏同期通脹率1.4%。但有研究指強積金在2003至2011年的實質投資回報率(Real return on investment)排在新加坡等其他亞洲國家之下(見右圖及附註)。當然實質投資回報率低背後有很多原因，包括經濟週期、投資組合的成分等。

另一問題是對沖機制，此機制是指僱主可申請從僱員的累計權益中提取其僱主供款抵消遣散費或長期

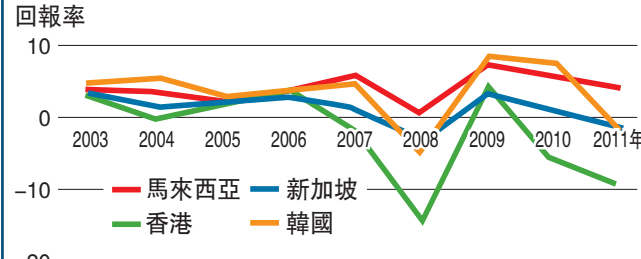
服務金。這機制一直引起不少批評，因為這間接以僱員未來的強積金支付遣散費，減少將來滾存的投資回報。不過，資方則強烈反對取消對沖，認為此舉會增加營運成本。

成僱主對沖機制 損員工利益

但我認為大家的着眼點應放於取消對沖機制是否對整體社會有利。以強積金對沖遣散費或長期服務金，或多或少會減少員工的退休保障，某程度將僱主的責任轉移至政府，可能間接加重政府的長期開支。

事實上，完善的退休保障制度由多條支柱配合，強積金制度作為香港退休保障制度的「第二支柱」，必須不停改革，以達至它原來的目標。

亞洲各國退休保障的實質投資回報率



註：圖表來源為Zamri Ahmad及Eliza Nor的文章 "Pension Fund Performance in East Asia: A Comparative Study"