

外儲充裕 人幣大貶機會微

AMTD 尚乘資產管理有限公司主席

曾慶琳

中國經濟下行速度加快，中國12月財新製造業PMI降至48.2，創3個月低位，表現遜預期的48.9，令市場對中國經濟硬著陸的憂慮又再升溫。此外，市場對通脹機制實施反應負面，都加速中國股市大幅下挫，亦拖累全球股市大瀉。同時，市場的恐慌情緒急升，引發了人民幣新一輪的貶值潮，亦吸引炒家借勢沽空人民幣套利，導致1月離岸人民幣兌美元由年初的6.5686一度貶至6.7。

面對A股及人民幣急瀉，中央不得不出手穩定市場，一方面暫停通脹機制，另一方面於離岸外匯市場實施大規模買入人民幣及拋售美元的干預措施，大幅推升人民幣隔夜利息由年初的4%左右，至歷史高位65%。此舉暫時抑制了投機者的沽空行為，令人民幣匯率急劇回升，在岸與離岸價大幅收窄。

中央護航紓緩人幣沽壓

事實上，在新興貨幣而言，人民幣的貶值幅度比其他的輕微得多，仍維持單位數的貶幅，其中歸功於中央積極為人民幣護航。過去12個月，中央已動用超過5,000億美元的外匯儲備來支持人民幣匯價，令現時外匯儲備降至3.3萬億美元。雖然中央常以人民幣不存在大幅貶值的基礎來安撫投資者，但未能抑制市場對人民幣貶值的預期，因中國經濟的不穩定性持續，負面消息的出現加劇了人幣貶值的速度，同時加速中國資本外流，以及為環球股市帶來振盪。今次又一次重演了去年8月人幣急貶引發環球股市下挫的場面，可見人民幣已成為中國及環球股市表現的另一重要因素。

貶值效應現 出口漸改善

不過，中國12月份出口以人民幣計算出乎意料由負轉正，按年上升2.3%；同時，貿易順差擴大至600億美元，高於市場預期。數據的改善，可能反映出人幣貶值效應浮現，緩衝了人民幣貶值及資金流走的壓力，和市場對中國經濟急速下滑的憂慮。

然而，12月份的出口數據很可能受到年末的季節效應帶動，因此中國經濟未言穩定，還看未來貿易及製造業數據。未來中國經濟的不確定性仍為今年環球股市帶來隱憂，如未來經濟放緩速度加快，將加大資金流出及人幣貶值壓力。而現時人民幣的匯率形成機制已經不是緊盯美元，而是參考一籃子貨幣，因此加大了人民幣對美元的波動性。如未來美元進一步走強，在中國經濟不穩下，人民幣走弱亦無可避免，但由於中國貿易順差及外匯儲備仍然充裕，相信人民幣的確沒有大貶的條件。



圖為去年11月發行的新版人民幣。

資料圖片

油價急跌 美聯儲加息計劃恐打折扣

路透專欄作者

James Saft

熱點透視

事實再次證明，發號施令的是市場，而不是美聯儲在引導市場預期。這次市場準確地預期升息次數更少，而且還會推遲。油價又一波急速下跌，使消費者的更長期通脹預期不僅進一步遠離美聯儲的目標水平，而且距離預測的數年後水平也更遠。

就連立場偏強硬的聖路易聯邦儲備銀行總裁布拉德，現在也對政策持保留意見。而就在不到一個月之前，他還幫助推升了美國近10年來的首次升息。「最近幾周油價又開始下跌，相關的市場通脹預期指標的跌勢令人擔憂」，布拉德周四演講時說。他是美聯儲聯邦公開市場委員會的投票委員。

而且雖然布拉德自己承認，美聯儲通常不會怎麼重視能源價格變動帶來的暫時性影響，他也指出「有一種情形可能會引發決策者更多的關切，即通脹預期本身開始因原油價格變動而出現改變。」

關注通脹預期指標跌勢

美聯儲內部和外部，不論鷹派還是鴿派，都正表露出對這種情形的關切。任期截止到1月1日的前明尼亞波利斯聯儲總裁柯赫拉柯塔在周三發送的推文中就表達了這種擔憂，他稱：「對於美聯儲信譽而言，五年/五年遠期損益平衡通脹率跌至新低是個非常令人擔憂的訊號。」

上述通脹指標在進入2016年後迅速下滑，追隨油價和股市的跌勢，上周僅報1.19%。這個指標正在偏離美聯儲設定的2%目標。事實上，從2014年7月以來，2%的期望目標就從未遠期市場認可過。

需要明確的是，作為鴿派中的溫和派，柯赫拉柯塔此前在通脹方向和作用機制問題上就長期持不同意見，而且態度堅定似乎根本不可改變，這都讓他的前同事們惱火。這次情況更甚，在布拉德也表達出關切後，是時候要嚴肅看待這個問題了，即能源價格的下跌可能迫使決策者對政策制定進行重新思考。

同時也不要忘記，債市在預期通脹走勢方面，與股市在推測未來企業盈利或經濟衰退時點方面，可謂半斤八兩，也就是說往往都是錯的。

今年經濟或明顯放緩惹憂慮

紐約商業期貨交易所(NYMEX)原油期貨價格過去一年還曾在每桶60美元上方，而過去的一個月卻從每桶38美元上方跌至僅有31美元。而且全球的製造業經濟的表現也在惡化，導致對2016年經濟可能明顯放緩的擔憂不斷蔓延。

就美聯儲而言，對這些狀況作出反應並非易事，而且也承擔較高風險。當前越來越大的擔憂在於，通脹預期已經脫



市場油價急跌，可能拖累美聯儲的減息步伐。

資料圖片

錨，但並沒有上升，而是下沉。日本十多年來一直在對抗通脹，但收效甚微，其中的教訓就是潛在成本非常高。

不過美國消費經濟對於油價下跌形成的低通脹環境相當愉悅。目前就業增長強勁，汽車銷售繼續創出紀錄高位，而且一些跡象表明，薪資增長可能最終也會到來。

「在美元走強、油價處於低位……的情況下，美國經濟何以能每個月創造25.7萬個就業崗位呢？」德意志銀行分析師Torsten Slok在客戶報告中說。

「一個顯而易見卻被刻意忽視的方面就是服務業，該行業從油價下跌中獲益。總之，不要認為美國10年期公債收益率處於2.2%，就表明美國經濟並不健康。」

美聯儲今年不可能加息4次

有趣的是，同樣面臨市場利率預期下降的歐洲央行，在12月政策會議紀錄中對這些價格究竟包含多少信息表達了擔憂。美國最有可能出現的結果是市場獲勝，但遠遠說不上完勝。在啟動升息後，美聯儲儘管不太可能在2016年加息四次，但希望至少能再加息一兩次。不過加息時間很可能被推遲，而且最終的利率水平也可能低於原先預期。這種情況也許會令股市和債市都不滿意，因為通脹預期或許會與高風險證券一道下跌。

中央給力 澳門拓「多元經濟」

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

去年12月20日正是澳門回歸祖國16周年，中央送上隆重聖誕禮物予廣大澳門市民，就是將澳門海域面積85平方公里和拱北關閘澳門租用的邊防聯檢大樓地段2萬多平方米劃入澳門特區。這誠然是大手筆，意味原本僅約30平方公里(已含多年填海土地)的澳門管治面積增加近3倍，而且三項水域管理範疇的法規也同日正式生效。

藉着博彩業和相關行業的巨大經濟收益，澳門經濟經歷了一段豐收日子，但是始終還是流於產業單一，實是暗藏危機。從2014年下半年起，澳門經濟開始從高峰徐徐下滑，主因是龍頭產業步入不景氣，使經濟情況轉為收縮，特區政府財政收入劇減。

獲大手筆劃地利未來發展

過去幾年中央高層不時要求澳門政府「居安思危」，但由於澳門經濟年年錄得雙位數增長，政府似乎將此言「掉以輕心」，大眾市民也沒有意識到「經濟過度多元化」的重要性。今次中央正送上85平方公里的法定澳

門水域，促使特區真正步入健康的經濟多元化道路上。

清楚地劃清澳門水域，對特區未來發展，尤其經濟、社會、民生方面，起了決定性作用。面對未來「賭收」仍會處於低水平，經濟增長動力必須另找他途。目前當地博彩業已出現豪客不再現象，賭場積極擴充「中場」業務；酒店業正致力拖長旅客過夜時間，盡量留下過兩晚或以上，也積極拓展家庭客群、商務人士、會議展覽一族。特區政府及各行業祈望增加「非博彩產業」收入，以彌補消失的收益，藉着休閒觀光、會議展覽、文化創意、高等教育等等，再為特區經濟再闢高峰。這一海域擴展，正為「多元化」提供空間，政府更承諾再於水域適度填海時不能用於博彩項目，不會再浪費寶貴土地資源，騰出更多空間供其他行業使用。

回歸祖國前後，澳門沒有法定水域，未能在城市規劃、交通運輸、環境改善上作出全面性的部署。舉例來說，內港區的過時土地用途如倉庫、碼頭、空閒土地可以重新上市，透過政府有效土地規劃，鼓勵她們重建，釋放有效空間，解決內港區土地短缺問題，使土地達到最高有效使用價值。又因為沒有法定水域，澳門島未能與最近沿岸公路去疏導擁擠的主要道路如新馬路、高士德大馬路及慕拉士大馬路，使到周六/日及

長短假期時澳門半島交通幾癱瘓，市民大呼不便，旅客因此卻步。

再說劃定水域有助根治內港區長期水患及珠澳邊區嚴重水污染問題。因為歷史發展原因，內港一帶地勢偏低，每逢潮汐漲退，或遇到颱風來襲，澳門半島最繁華商業/旅遊區時常出現幾十米水浸，嚴重困擾市民生活和營業環境，打擊澳門良好旅遊城市形象。社會上下一致希望修建水閘，調控水位上升時對市民水浸的壓力，徹底解決民生困境，改善繁華地段商戶營商難題。正為澳門旅遊城市送上一張優美的名片。

其實澳門特區三大島嶼處處臨海，海上旅遊產業和海洋經濟產業大有可為。通過詳細城市規劃，沿岸地帶可以變成沿海海濱長廊，跨海大橋、海上旅遊設施、郵輪碼頭、遊艇停泊中心，開拓海上旅遊新構想，使澳門旅遊活動走向多元化，幫助吸引旅客延長留澳日子，促進過夜消費額。現時澳門設有城市規劃師學會，但是沒有本地城市規劃培訓課程，這次扩容水域正為留學外地的本澳和鄰近地區的規劃人才，提供個人和顧問公司的廣大發展空間。回歸前後，澳門與葡萄牙/歐盟長期

全球聚焦內地 期望管理顯功架

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

過去兩周，全球市場聚焦中國因素，A股和人民幣的變化，牽動環球資產的大上大落，避險意識增加。內地官方試圖把A股和人民幣的波動平穩下來，但當中政策或措施反而令部分投資者擔心而提早拋售。有如去年中A股大跌市的跌停板一樣，熔断亦有類似效果，人民幣離岸及在岸價的對沖套戩受限亦是如此。

推新政需有一段適應期

是的，金融市場就是這樣奇怪的一個遊戲規則，官方的說法愈強調某一方面，市場上投資者的想法往往愈向另一個方向走。究其原因，不難明，就是監管當局與市場參與者的博弈，大家互動，互相猜測對方的真正意圖，是不是真的像話中所表達的呢，抑或內裡有其他含意，果如是，政策當局在設計任何政策措施時，不得明白，上有政策，下有對策，單方面的下指令當然是容易，但要市場上人人接受和配合，卻是有一定難度的。

美聯儲小心應對堪借鏡

具體而言，這個就是為什麼近年美聯儲那麼小心，由金融海嘯至今多年，由一開始非常時期的非常手段，史無前例的寬量水平，到後來一直加碼，即使實體經濟慢慢復甦，也必須讓市場有信心。美聯儲沒有立即撤走資金，而即使終於時候到了，可以退市，也都用盡方法，透過言論和行動，一直讓市場收到正面的訊息。而即使是退市後的加息，也要盡可能讓市場主動要求局方加息，這是最上乘的境界，期望管理用得最好的一個例子。

事實上，中國經濟結構改革的過程中，有很多要與市場溝通的地方，改革需要得到支持，尤其是目前要透過市場的力量，作為資源配置的決定性作用，那更加需要盡方法，取得市場參與者的信任和支持，以配合更多的大動作。的確，這一點正是令政策當局可能覺得為難的。比方說，要金融改革，長遠而言，有必要跟國際市場接軌，但真的互動緊密的時候，國際市場的資金流動，進退遲速，可能影響本身的佈局。例如人民幣要更加國際化，無可避免地，最終要把資本賬開放，不一定是短期，但最終會出現成事，這樣一來，資產價格的波動，最終是互相影響，不可能完全把風險局限在可控範圍的。

A股未穩 港股難有大作為

無論如何，從短期資金佈局看，以日圓和金價看俏，歐美股市高位受壓，亦與油價大跌令大型股指下挫有關。至於地區股市，港股還看A股，A股未穩，則港股難言穩，但短期最大波動預料漸平息，港股或跌穿恒指2013年即市低位19,426後，萬九是短期支持，下試後有望反彈，但重點不是技術走勢圖上的位置，而是內地官方如何調節與市場的互動方式。如無太大信念，增持現金為上，防守股如房託或公用可以考慮。



圖為中國人民銀行總部大樓。

資料圖片

投資環境轉弱 投資宜觀望

時富資產管理董事總經理

姚浩然

內地及港股踏入2016年後開局不順，年初至今兩星期內上證綜合指數及恒生指數分別較2015年結時已下跌15%及9%，下跌速度及幅度均驚人，令兩地股市參與者大失信心。若年初導致股市下跌的直接原因在於人民幣貶值以及內地熔断機制，惟熔断機制已經暫停，同時上周人民幣匯率已有所穩定，為何兩地股市仍然尋底？

首先，人民幣匯率方面。上周有消息指，內地人行出手干預匯市，包括要求部分外資銀行暫停跨境及參加行境內外匯業務、在離岸市場買入及持有人民幣。結果令作為全球最大人民幣結算中心的香港出現人民幣資金短缺情況，使人民幣拆息升高，隔夜拆息HIBOR曾升至66厘紀錄高，導致短期離岸人民幣借款成本升高，變相打擊沽空或套利活動。上周末人行更再度出招，將自1月25日起對境外人民幣業務參加存放境內代理行人民幣存款執行正常存款準備金率，令以後沽空人民幣加高門檻。

雖然現在離岸人民幣匯率算是穩定下來，與在岸的價差亦收窄，但人民幣中期仍然存在貶值空間。市場預計一年貶值幅度可達一成以

上，對於與內地因素關聯性甚大的港股實屬較大隱憂，惟港股已經對該因素有所反映，筆者相信下跌幅度有限。

內地股市亦為拖累港股的一大因素。筆者預期短期內地股市表現仍會比較反覆，主要原因包括市場信心不足以及大股東減持陰霾。首先，近期內地因應金融市場不足頻推新政，但往往是非常突然和一步到位，最後對股市造成不少動盪，令市場對新推出的措施和政策都失去信心。另外，大股東減持禁令亦是另一個直接影響股市的因素。雖然很多上市公司股東發表公告指延長限售時期，但在股民心目中，這就好比一個計時炸彈，爆發只是遲早的事，因此，可能導致小股東在解禁期完結前離場。

港匯轉弱 短期困擾仍在

受外圍對中國整體情況悲觀情緒的影響，港幣市場近期的資金流走壓力愈趨嚴重：港匯星期一(18日)曾跌至7.8水平，重返2011年歐債危機時水平。

然而，歐債危機對香港直接影響不大，近期的內地負面因素可以打擊香港基本因素。因此，市場可能需要面對更長時間的弱勢，筆者建議投資者現階段還是持觀望態度為佳。

保持良好關係。引用歐洲大陸相關水利/海洋發展經驗，成功打造亞洲的「威尼斯」、「阿姆斯特丹」，更可考察祖國沿岸城市開發案例如大連、青島、舟山群島，中西合璧打造具有中西特色的海港城市。

發展海洋經濟添新亮點

早前，澳門特首率團考察舟山群島如何發展海洋經濟。其實海洋經濟領域甚廣，主要包括海洋科技、海洋裝備製造業、海洋旅遊、生態保護和海洋文化，特首應選擇合適本澳的具備方向，例如海洋旅遊、保護生態、海洋文化、相關海洋經濟的會展/酒店業等等，並且撥資於相關大學開設培訓學系，鼓勵/資助研究活動，推展成為南中國的海洋經濟中心，連接珠海、中山、海南、湛江成為區型經濟實體。當然最就地的要算珠三遊艇自由，附近群島郵輪旅行、遊艇業的建修行為等等，替特區經濟活動「添上新亮點」。

去年12月中旬，全國政協副主席何厚鏞把澳門和橫琴提倡為一個命運共同體，雙方應着力有機聯動、優勢互補和綜合經營。繼澳門大學搬入橫琴區，再進行多方位的大旅遊、大商貿、大文化、大健康、高端金融和高新技術產業的深度合作契機。法定水域正好提供特區廣闊空間和有效元素，加深澳珠中區域共同協作。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。