

人幣攻防戰 資金管制非開倒車

中銀高級經濟研究員
戴道華

近月，在人民幣匯率的攻防戰中，除了市場化的匯市干預和挾息以外，中國還採取措施限制人民幣流出，如禁止境外銀行通過債券回購向境內銀行借貸，暫停容許境內投資者購買人民幣計價海外資產計劃的新申請，以及對銀行卡境外購買保險額度設限等，旨在緩解離岸市場沽空人民幣的壓力。這些措施的效果毋庸置疑，但代價是人民幣國際化進程，因此市場上不無爭議。

有針對性非簡單為穩匯率

近日，人民銀行行長周小川接受財新周刊採訪，圍繞人民幣匯率改革作出了深入闡述，其中對資本管制有不少著墨，反映央行的態度開明，資本管制有其針對性，並非是簡單地為穩定匯率而對國際化開倒車。

其實，近年來即使是國際組織和發達經濟體對資本管制的態度也有了較大轉變，與亞洲金融風暴之前的全盤否定不同，契機之一是對亞洲金融風暴的檢討得出的一個結論是不成熟的金融體系加上過早解除資本管制足以釀成重大危機；契機之二則是美國次按危機和金融海嘯之後全球主要央行同步寬鬆，全球流動性氾濫，沒有直接捲進危機的新興市場面對巨大壓力。對於前者，關於資本管制的討論主要針對資金外逃，對於後者，則主要針對資金流入。

對於中國，在2005年匯改至2013年期間長時間地錄得資金流入，而在過去兩年，則錄得資金流出，由於中國的資本賬本來就有一定的管制，因此並非是全球的焦點所在。要應付資金流入，IMF提出的管理辦法是減息、匯市干預、干預沖

銷、貨幣升值、資本管制等的單一政策或政策組合，而回顧中國在2005年至2013年期間的貨幣政策和匯率政策，這些手段都有一定運用。

針對資金外流的資本管制，IMF提出的方法包括對居民的對外投資和轉移設限；對非居民出售本幣資產後的資金返還設立等候期、最低持有期或徵稅；限制非居民取得本幣的渠道以提高投機成本等。在近月的人民幣攻防戰中，這些方法也有一定運用，如限制部分外資跨境操作以緩解離岸人民幣沽壓；在離岸市場干預和挾息以提高投機成本；為居民銀行卡境外購買保險設限以舒緩離岸人民幣匯率壓力等。但在人民幣獲准加入SDR、人民幣國際化有一個新的發展窗口的情況下，中國另一方面進一步對央行、主權財富基金和外國機構投資者開放在岸投資市場。這些開放措施如果得到積極回應，會自然地抵消一部分人民幣貶值壓力，另一方面，未來如果這些投資者選擇套現離場的話，應該不在資本管制之列，以在人民幣匯率穩定和國際化之間達到一定的平衡。

提防資金外逃掏空外儲

要穩定人民幣匯率，管理的一個重點相信在於本國資金外流。正如人民銀行所指出的一樣，投機力量並非影響中國國際收支平衡的主要力量，大的投機力量主要在離岸市場，能跨境流動的QDII和QFII數量有限，而且進出的規模和速度都受到管理。由於中國是銀行業主導的金融體系，以往的信貸增長造成了其廣義貨幣供應M2無論是絕對的存量還是相對於GDP的比率都是全球主要經濟體裡最高的，這些資金無論是出現規模的恐慌性外逃、還是合理性資產再配置，都足以掏空中國的外匯儲備，造成人民幣兌美元大幅貶值，觸發金融和經濟危機。市場上關於中國5%的人口如果用盡每年50,000美元的換匯額度就足以完全消耗掉3.2萬億美元官方外匯儲備的說法並非空穴來風。

但這一說法也流於表面。人民銀行的統計顯示截至2015年底，內地銀行業人民幣存款有136萬億元人民幣，其中住戶存款為55萬億元人民幣，非金融企業存款為43萬億元人民幣，財政存款為3.4萬億元人民幣，非存款類金融機構存款為13萬億元人民幣。3.2萬億美元官方外匯儲備約折合21萬億元人民幣，差不多等於近四成的住戶存款。另一方面，非金融企業存款雖然金額少於住戶存款，但由於當中上百萬家是進出口企業，跨界的資金調撥數量可遠大於個人額度，結合2015年中國取得龐大貿易盈餘，但進出口企業的結匯匯策略和負債結構調整令該盈餘沒有轉化成為官方外匯儲備或銀行業外匯存款的相應增加，就可以看出其關於人民幣兌美元貶值的預期。那麼管理好企業層面資金外流的重要性或不亞於個人。

(摘自中銀《財經述評》，本報有刪節)



央行對資本管制的態度開明，強調有其針對性，並非是簡單地為穩定匯率而對國際化開倒車。資料圖片

補短板為必不可缺一環

時富資產管理董事總經理
姚浩然

一個木桶由多塊木板組成，它的容量取決於其最短的一塊木板，只要其中一木板比其它短，木桶容量就只能限於最短木板的高度。儘管其他木板多高都不會增加木桶的容量。

踏入第十個五年計劃，中央更加關注供給側結構不平衡的情況，希望透過供給側改革的五大任務重新為中國經濟發展注入動力。目前內地經濟存在很多短板，包括殭屍企業、城鄉貧富懸殊、地區發展不平衡、工業生產技術落後等等。不同的短板導致「四降一升」，即經濟增速、工業品價格、實體經濟盈利、財政收入增幅四方面下降和經濟風險上升的情況出現，亦令到中國的整體增速下降。



新疆最大的對外口岸新疆邊境、緊鄰哈薩克的霍爾果斯，一直是中國與中亞最繁忙的邊境口岸。資料圖片

「一帶一路」助解決問題

大多數的短板乃日積月累而成，要抓好機遇將逐步修補短板。短板涉及不同經濟及民生範疇，亦遍佈於全國。內地經濟學家宋清輝指出，補短板實際上是清障礙，強根基，持續擴大有效供給。筆者認為中央近年多個大政策之中，「一帶一路」作為內地長遠戰略有助解決內地部分短板問題。

首先，「一帶一路」打通內地多個省市，並連接到中西亞、中東及歐洲等地，將為內地帶來大量工作機會。「一帶一路」將會帶動沿路地區的經濟，包括帶來旅遊業新客源，國外投資，基建項目，亦可將內地的商品拓展至西方市場等。

特別是中國的較內陸及中西部的地區，一向投資及生產較沿海地區不發達，藉著「一帶一路」的輔助下，預期這些較為落後的地區的經濟活動將會大幅上升，有助縮窄地區發展的差距及提升當地人均本地生產總值。

紓緩殭屍企業產能過剩

另外，「一帶一路」有助紓緩內地的殭屍企業及產能過剩問題。殭屍企業問題一直為中央帶來困擾，因為他們欠缺自我發展的能力，若沒有政府補貼及借貸便不能生存下去，不能帶動經濟，卻成為負累。「一帶一路」的發展為這些企業帶來機會，例如向他們購買資源及產品，及引入外省甚至國外的投資者，讓他們有被收購或合併的機會，包括有產能過剩問題的重工業生產企業及煤炭行業等。

自改革開放三十多年以來，中國經濟急速發展。然而，內地短板問題涉及多個範疇，限制了整體的進步空間。要持續加大中國經濟這一「木桶」的容量，補短板成了必不可缺一環。

春節後避險緩和 內地政策有貢獻

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

春節過後，全球金融市場的避險氣氛，略見緩和，有點平息的跡象，算是新年的好開始。當然，從港股的角度看，農曆新年假期後的第一天開盤，仍是極度驚濤駭浪的表現，是多年來都沒見過的恐慌和跌幅。幸好，只是維持了一天，隨後便回復正常的，有升有跌，但沒有那麼誇張，而值得注意的是，除了外圍的市況回穩，A股和人民幣的走強，亦是建立信心的一大支持。

多舉措為散戶建立期望管理

是，從春節後看到，中國經濟政策多角度刺激經濟，既有新增貸款的數據勝預期，又有財政政策方面的不同項目在開啟，最近更有人事任命調動，在在為散戶建立新的期望管理。

一言以蔽之，要改革的，始終是繼續改革的。時機上，不一定完全滿足投資者的心理，但總的來說，方向仍是一致的，這樣一來，大家可以體會，亦可以體諒，在危機當前的時候，未必合適進行的某些動作，便待一切平靜下來的時候，再作補充。這樣一來，市場可以慢慢的形成理性的預期，知道官方的取態，監管當局和市場之間的博弈，是一種良性的互動，而不是惡性循環。

誠然，目前距離真正讓大家有信心，重投股市，看來還有很遠的路要走，但世事總是這樣，千里之行，始於足下，在正確的方向上走，愈走愈容易，改革也不例外。但中間過程，始終是有挑戰，也有難度，關鍵是怎樣去克服。

目前的市況，只有最樂觀的人和最悲觀的人，才會覺得一切肯定的。絕大多數投資者，都面對着不明朗因素，最終方向沒人懷疑，因為改革是必須要做的，怎樣令經濟更市場化，是最重要的一步。

A股過去兩年的嘗試，其實也是要達到這一點，可是，過程中的思維，仍有那麼一點點是要以非市場化的方法，去實現市場的目的，兩者並不完全協調。官方愈要強調平穩向上，外圍的解讀便愈有包庇的味道，經濟學上的道德風險或道德危機，溢於言表，那怎麼怪散戶的一窩蜂去搶進，以及後來一面倒的看空？

政策一致性才會令市場信服

要令投資者信服，需要的不單是新政策，也包括政策的一致性，不同政策之間，有否衝突，達到此一政策目標的同時，是否犧牲別的政策目標，令人猜想各政策之間不能一致，也就不能持續；也包括政策的可預測性，不同時點的政策，大家可以得到合理的路徑，一步一步走，有個藍圖，有個藍本，愈走愈順。

當然更包括政策的可行性，那要看執行起來，既是力之所能及，資源可以達到，手段滿足目的，工具符合目標，政策滿足需要。凡此種種，不是易事，但別無更更容易的路，誰說改革是容易的？但可以肯定，改革是必需的。



人行近期透過公開市場操作銳意大力放水，顯示中央正努力維持市場穩定。資料圖片

市場尚未充分消化英脫「歐」風險

路透熱點透視專欄作家
Hugo Dixon

熱點透視

如今英國首相卡梅倫已敲定協議重新協商英國與歐盟的關係，英國民眾將在6月23日就是否留在歐盟舉行公投。儘管退出歐盟的可能性看來不到五成，但如果最終真的選擇退出，其經濟上的後果恐怕不堪設想。

民調顯示，英國退歐的可能性很高。NatCen民調結果是支持「不退」的佔52%，只是稍高於支持「退出」的48%。

但雙方力量或許沒那麼接近，尤其是卡梅倫幾乎沒有展開有利於留在歐盟的活動。他的內閣也沒有相關動作，內閣閣員中有17位贊成留下，有五位支持離開歐盟。

另一方面，深受歡迎的倫敦市長約翰遜(Boris Johnson)在2月21日證實，將支持英國退出歐盟。這讓主張退歐的陣營士氣高漲，該陣營分為對立的兩派，彼此對「退出」的具體形式有不同的看法，其中最著名的人物是英國獨立黨(UKIP)領袖法拉奇(Nigel Farage)。

再者，對「不退」陣營來說，許多事情可能發生不利變化。最明顯的是，如果今年春季來自中東和北非的移民人數再度激增——看來很有可能，那麼英國民眾可能認為最好還是退出歐盟。即使目前少有難民進入英國，而且退歐可能讓英國受到難民危機的影響更大，但「退歐」陣營則認為情況剛好相反。

「不退」陣營存頗多變數

選民也可能輕易忽視政治領導所告知與他們相關的利益。歐洲國家過去的公投曾有先例，法國2005年曾經投票反對歐洲憲法。另一項民調更能反映英國退歐機率的，也許是博彩公司的賠率。據Ladbrokes，2月20日時退歐的隱含機率為28%，而這還沒有反映出約翰遜的決定。

但從賭盤賠率上看不出的是，退歐會導致什麼樣的損失。但從匯市可略見一斑。過去三個月，由於市場認為英國退出歐盟的機率上升，英鎊兌歐元下跌了9%。如果英國真的退出，英鎊可能還會進一步下跌。

(本文有刪節)

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

今天是叛逆時代，也是多變時代！猴年大年初一晚上，旺角發生暴亂事件，暴動持續到翌日早晨，可幸警方有效鎮壓，不致釀成巨大深遠動亂。看來，猴年是政治動盪年，經濟發展肯定受到衝擊，香港住宅物業投資者，不論是自住者、持貨者、投資者如何部署呢？

特首於今年一月月中發表施政報告時，明確表明政府密切觀察住宅市場走勢，不能確定樓價轉勢向下，不會短期地修訂針對樓市辣招，並持續增加每年住宅土地供應量，希望中長線住宅市道保持平穩。特區官員，無論是運房局或財金官員，也異口同聲重申政府無意現時「減辣」，有待樓市確認轉勢向下時才開展政策檢討，看來今年內政府「減辣」意慾不高。

政府冀私樓樓價緩步下跌

再者，房屋委員會近期再推售居屋時，確認涉及區域樓價已下跌7%-9%，但是仍是單位數跌幅，按現時既定機制不會減低售價，只會於七月開售時再檢視實際跌幅，酌情增大折扣率。這項舉措表明政府不想主動減價售賣「居屋」，引致私樓樓價立刻擴大跌勢，明顯是希望私樓按市場力量「徐徐向下」，致力減輕樓價急速回落時對本地經濟負面影響。

差餉物業估價署最新數據顯示，2015年12月本港整體私樓售價指數按月

再跌2.8%，是延續地連跌三個月，累跌7%。去年全年住宅售價按年只淨升約2.5%，較2014年升13%，升幅明顯收窄。以按年變化比較，中小型單位(即一百平方米以下)仍可錄得平均2.69%升幅，而一百平方米以上則微跌0.87%。

綜觀全年，首三季仍是上升，但末季倒跌，且跌勢持續到今年首二月。同樣地，2015租金指數也是「虎頭蛇尾」，整體私樓租金指數按年、按季、按月變化分別是+3.13%、+4.96%和-1.32%。以100平方米上下分類，中小型及大型住宅租金按年及月變化分別是+3.14%及+2.35%和+5.13%及+3.32%，只有按月變化錄得-1.36%及-0.94%。這組數字說明去年末季整體住宅售價及租金陷入跌市，中小型比大型住宅下調更深。

同樣地，反映二手樓價的中原指數自從去年9月後展開跌浪，較高位回落10.8%。筆者認為無論政府或商業機構發布樓價指數是同步的，可以說整體大市(一手/二手)都齊跌約10%-15%，且租金也掉頭向下，跌幅在10%以內。

負面情緒升勢極為凌厲

再分析市民對未來樓價預測，市民對後市亦較看淡。從港大社會科學研究中心在去年十二月電話訪問市民對未來一年樓價看法，連續三季(由第二至四季)，看跌一群由16%升到62%；看升一群由57%直跌到12%，反映市民看升情緒已出現單面變化，主流民意是持續下跌，且負面情緒升得極凌厲。筆者大膽得到結論是猴年樓價及租金已進入下跌軌跡，且會愈跌愈深。

在樓市辣招未除前，整體私樓市場仍由一手樓主導，面對未來持續高企供應量，發展商會悉力推盤，並不存在「惜貨」現象。從今年初各大型發展商公佈猴年買樓大計「可見一斑」，重點供應區是元朗、將軍澳和個別港島地區，發展商會使用各類優惠方式吸客，最主要是提供價格折扣，各大主戰區新盤開打價格戰是可以想像的，未上車一羣大可去揀樓。這些區域二手樓也是被傷得最深，二手樓價出現較大跌幅，甚至高於整體情況。二手樓業主只有大幅割價求售，或選擇先租再看。雖然預測租金跌勢低於樓價，但是因為過去幾年發展商努力推新盤，這些區域新樓供應不絕，同區租金跌勢也會遠高於整體全港幅度。還想看清形勢入市一羣可以租住高供應區住宅，再了解清楚各樓盤情況選擇最合適單位。

猴年正是換樓客好時機！換樓一羣關心是前後物業樓價差距，銀行對高價樓宇按揭條款及個人因素未來變化情形。今年新樓樓價出現顯著調整，可供選擇較多，只要自身經濟環境不會出現巨大變化，可以考慮一下「換大樓」。因為未來幾年本地經濟受制於中國內地產業深度調整，經濟增長大為放緩，工資水平會凍結或緩慢上升，換樓客要小心計算，勿令家庭陷入兩難局面！

預計猴年本港住宅租金仍會向上，利息已見底向上，投資房地產變成不吸引，引致新資金不會大量流入，再向上推高樓價動力不再。投資者可先行沽貨止賺離場，再趕下跌後吸納，當以出租率理想、位於供應量正常地區的優質物業為首選。

整體市道向下的今天，嘗試估計下跌幅度不容易。從政策層面，再下跌15%左右回到「出招」前水平是專業人士/學者/發展商/代理商的廣大預測，筆者完全同意。沒有人可以叫停跌市，但這個區間正是現在多變經濟局面的合理指標！累跌25%後還得看政府如何處理辣招，方可下半場作出預測。

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。