

中國貨幣環境是鬆還是緊？

中銀香港高級經濟研究員

戴道華

繼今年首季新增人民幣貸款和社會融資增量創下新高後，4月兩者分別顯著回落8,173億元（人民幣，下同）和1.65萬億元至5,556億元和7,510億元。與此同時，貨幣供應數據傳達出矛盾的信息。4月基礎貨幣餘額為28萬億元，在連續3個月回升後又告下降，且其同比跌幅擴大至4.6%，是過去8個月中第七次錄得同比收縮。同時，M2貨幣供應量同比增幅降至10個月以來最慢的12.8%。那麼中國的貨幣環境是鬆還是緊？

全球央行政策背離

全球四大央行當中，美聯儲已經退出了量化寬鬆並加息一次，歐洲央行和日本央行則仍在全力寬量並實施負利率，人民銀行的貨幣政策則穩健偏向寬鬆，本周期共減息及降準各6次。歐元區以及日本的基礎貨幣快速增長，其4月同比增幅分別達到41.2%和26.8%，貨幣環境極度寬鬆。另一邊廂，退出量寬後美國4月基礎貨幣則錄得4.6%的下降。

財經評述

中國常規的貨幣政策手段還有不小的運用空間，毋須走上量寬之路，惟其基礎貨幣的表現卻與貨幣政策開始收緊的美國相似，與歐、日大相逕庭。究其原因，是中國基礎貨幣的投放以往多年以來主要來自資金流入而作出的被動投放。為防止流動性泛濫，人民銀行遂以較高的法定存款準備金率鎖住部分資金。不過自2014年開始，資金流入逐漸減少，過去兩年還錄得流出，對應人民銀行資產負債表當中的外匯資產今年4月時的規模比起2014年5月高位減少了3.5萬億元。為應對這一資金流向的逆轉和保證實體經濟有足夠的流動性，人民銀行遂降準6次。

人行降準保流動性

降準後銀行的法定準備金要求降低，如果有關款項繼續存放於央行的戶口內，就只是將之轉換為超額準備金，對基礎貨幣的影響為中性。降準後銀行繳納的法定存款準備金減少，就有條件向實體經濟提供更多的流動性，故即使基礎貨幣不變，信貸和廣義貨幣供應還是可以進一步增加。

中國是銀行信貸為主導的經濟體，基礎貨幣出現持續收縮，就可能影響廣義貨幣供應M2今年13%的增長目標，繼而影響穩增長的目標。今年4月

M2同比增速從首季的13.4%放緩至12.8%，就有此苗頭。在這一表面現象的背後中國廣義貨幣供應M2的增長其實不能算慢。

貨幣環境並未收緊

12.8%的M2增長率除了高於2014年第三季至2015年年中之外，可算是自2000年以來最慢的增長率，比起2009年紀錄高位接近三成的增幅更是遞減過半。然而中國經濟的名義增長率期間也從雙位數字放緩至單位數字，那麼M2增長率雖然也在放緩，但一來仍然顯著高於名義GDP的增長率，二來其增長差甚至還在擴大，而非縮小。在基礎貨幣出現收縮下，貨幣乘數不斷上升，今年首季上升觸5.1的高位，令廣義貨幣供應M2增長率的絕對水平雖然低於以往，但就顯著高於同期經濟增長率，顯示中國的貨幣環境並非如基礎貨幣收縮所傳遞的那麼緊張。

展望未來，基礎貨幣是否能止跌回升一來取決於資金流動狀況，二來取決於是否降準。另外目前銀行業的超額儲備金率為2%，可以遞減的空間不大。降準不會增加基礎貨幣。因此整體而言，基礎貨幣要止跌回升仍有一定難度。

市場測試日本央行底線

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

為期兩日的七國集團（G7）財長及央行行長會議已經落幕。日本、美國及德國等主要成員國，在匯率波動及實施財政刺激措施上，存在頗大的意見分歧，對本周四及周五舉行的七國集團領袖會議帶來負面影響。加上美軍近日在日本犯下多宗罪行，更不利美日在經濟及政治上的交往。究竟是次會議，對金融市場將帶來什麼影響？

美日對匯率意見現分歧

其實，美日兩國的財長在首日的會議上，已經出現了多次火花。日本財長麻生太郎認為，近期匯市出現了一些投機行為及單向波動，這種波動是不可取的。麻生強調了匯率穩定的重要性，認為匯率過度混亂的波動，將對實體經濟帶來損害。

但美國財政部官員於當日重申，美國認為近期的日圓走勢是正常的。據G7及20國集團峰會以往的協議，除非匯市出現非常混亂的狀況，否則各國應避免為匯率定下目標。美國的重申，反映美國認為日方目前沒有足夠證據去干預匯市。

英德對日提議反應冷淡

除了在貨幣政策問題上與美國出現爭執外，日本在財政政策上亦未能獲得歐洲國家的支持。日本方面，在是次會議上爭取成員國在財政刺激措施方面要統一步伐。對於日本提出的方案，德國及英國的反應最為冷淡。其中，德國財長朔伊布勒便警告，政府債台高築及全球流

動性泛濫，令金融市場的憂慮有增無減。

雖然美日兩國在匯率的問題上一直存有分歧，但為何今次的分歧這麼嚴重？美國目前的貨幣政策已經開始略見收縮，但日本的貨幣政策仍然存在擴張的可能性。美聯儲於去年12月加息後，便維持利率不變至今。雖然美國今年首季經濟增長率頗低，但總算經濟增長持續。根據美聯儲3月議息後公佈的點陣圖，以及近期聯儲局委員的講話，某程度上反映當局希望今年加息兩次。

惟美聯儲一直擔心美元過強，影響美國出口及企業的匯兌收入，結果亦於早前公佈的經濟數據及企業首季業績上反映。目前，美元匯價已經顯著回落，令美聯儲的憂慮下降。若日圓突然轉弱，可能破壞美國6月加息的希望。因此，美國可能希望日本央行短期內不要干預匯市，最好在7月底前亦不要，以給予美國一個時段維持美元弱勢。

由於G7峰會每年只會舉行一次，預料本周四及周五的領導人會議，將會成為奧巴馬的告別儀式。由於財長及央行行長是在是次會議上有頗大的意見分歧，一般預料難有明確的協議。據悉，若日本要求各國因應自身需要，在貨幣、財政工具及結構改革上需要進行更大幅度的改革，預料其他國家不會反對，將同意以較含糊的方式，以平衡各方在財政、貨幣及結構改革等。

在目前環境下，預料日本央行在G7領導人會議前維持觀望態度，最多以出口術方式，去維持日圓匯價穩定。若日本經濟於G7峰會以至6月美聯儲議息後未見起色，可能增加日本央行單獨入市的機會，但成效可能存疑。日圓匯價短期可能略為偏強，市場將可能測試央行底線。央行的底線可能在100及105水平。在日圓強勢下，料日本股市受壓。

長者屋需求大 看好雋悅前景

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

房協是本港唯一有提供專門為長者設計住屋的機構，近期推出位於港島北角丹拿道8號，市場稱為富貴長者屋的「雋悅」項目，招租進度不太理想，總數588個單位，暫租出65個，不過不能就此抹煞房協在推出專門為長者設計住屋所作的努力。其實房協為中等收入長者推出的「彩頤居」和「樂頤居」皆大受歡迎，所推出的單位全數租出，後來的申請者大排長龍。近期樓市調整，市場轉賣為租單位較多，或影響租金下調，相信房協調整租金後及加強宣傳推廣，以及現有租客入住後帶出良好口碑，繼後或會有較佳的出租效果。

房協於1996年進行調查顯示，中等收入長者對專為其設計的房屋需求甚殷。有見及此，房協推行「長者安居樂住屋計劃」，以「長期租約」形式，長者一次過繳付一筆租住權費後，即可長期安居，日後毋須繳付租金。長者如要終止租約，房協會按照長者入住單位的年期扣減租住權費，然後將淨餘金額退還長者。入住期間，長者只須支付管理費及基本服務費。長者亦可以「用者自付」方式，享用房協提供的其他個人服務。根據這個計劃推出位於牛頭角的彩頤居和位於將軍澳的樂頤居均大受歡迎，全數租出之外，向隅者眾，輪候者大排長龍，證明市場需求甚大。

肩負起社會責任

為何市場有龐大需求而發展商不願做同類計劃？筆者理解發展商投資項目須預計回本期及何時收到利潤，一般住宅項目設預售樓花，先收回部分成本及以樓款支付建築費。發展期不能拖得太長，否則一方面積壓成本不

能收回，另一方面利息成本愈滾愈大，蠶食利潤及影響資金流。出租長者屋是特殊計劃，先投資建屋，不可賣樓花，建成後向租客收取一次過租住權費後，還要繼續長期經營管理，提供一系列所承諾的長者服務。房協這個半政府機構，推出上述長者屋計劃，實際上是肩負起社會責任，代價是放棄追求最大利潤，亦不與私人發展商爭逐盈利項目。

「雋悅」是非資助項目，不設入息及資產上限，申請人亦毋須通過審查。項目以專為60歲以上人士提供優質生活為目標，50歲以上配偶亦可申請成特准用戶。項目地點鄰近北角市區旺地，三座住宅樓高24層至29層，附屬設施應有盡有。根據項目網頁，包括「雋悅·滙」提供一系列專為長者而設的設施。服務包括預約會所設施、房車接送，以至預訂文娛活動門票，甚或籌備活動等均可效勞。家務助理及家居小維修，由專人打點家務事項如家居清潔、洗熨以至更換燈泡及其他家居小維修等。

上述項目的貼心細緻程度，相信找遍全城豪宅，亦未必能夠找到另一家。出租進度欠理想，有人歸咎定位太高，筆者不太認同，但看名單感覺上可能服務花樣似乎多了一些，或許導致成本增加，反映在租金及服務費之上。一般長者體能漸減，社交趨淡，或許房協可以因應近期市場出租單位供應多，租金趨勢下調，兼且酌情調減部分使用率低的功能及服務，先由較低層單位開始，調低出租價目。先求達致較高出租率，有助維持各項服務的合理營運水平，待將來進一步由租客口中建立口碑品牌，長期經營下便有更佳市場效果。

雖然「雋悅」是出租項目，《一手住宅物業銷售條例》並不適用，但房協仍好像一手住宅銷售項目一般，把租賃交易記錄放上網頁，讓公眾人士查閱，百分百的透明度，值得一讚。

我的強積金「選擇難」經驗

興證國際證券宏觀策略分析員

葉旨暉

昨天立法會通過了《強積金計劃修訂條例草案》，主要內容是希望透過「核心基金」，讓強積金隨着計劃成員的年齡自動分配投資，減低風險；另外亦限制基金費用上限在0.75%。財庫局局長陳家強說這次修訂反映了政府解決強積金「收費高、選擇難」的決心，這一句亦令我想起自己一次「選擇難」的經驗。

有一次我希望調整自己的強積金組合，瀏覽了不同受託人的網頁，當時我對某一隻股票基金有點興趣，於是希望了解其詳細數據。不過用了很長時間找遍了網頁，只能找到基金的概要，找不到基金的年度財務報表。當時網頁大概是顯示「準備中」，亦沒有過往的年報。由於我還不是那隻基金的客戶，所以我沒有直接向那間公司索取年報，怕他們「嫌我煩」。不過我又真的想了解更多一點該基金，於是我發了一封電郵給積金局問他們應如何查詢。一個星期後，積金局回覆我說「計劃成員可向受託人索取綜合報告」，但重點是，我還不是該計劃

的成員呢。

我當時看的是一隻「主動式基金」，即是基金公司會為我做投資決定。那基金概要上的資料固然重要，因為可以讓我了解基金的資產淨值和投資表現等資料。但這些數據某程度上根本不足以讓我做一個明智的選擇，因為我只能夠知道基金投資大方向，具體持有什麼資產（首十大資產的資料倒是容易找）、何時買入、賣出等皆由基金經理決定。這些因素亦直接影響基金的投資表現。

這或多或少反映「主動式基金」甚或強積金背後一個重要的假設，就是「專家」管理財富的能力比一般人為高。這也可以是事實，但亦並非非常正確，因為我們知道「專家」也有「蝕」的時候，這亦是坊間一直詬病強積金的其中一個原因。

我身邊的朋友間中會表達有強積金「選擇難」的問題，更有甚者根本不會期望「靠強積金退休」。我想推行「核心基金」是一個好開始，但讓市民有更易取得更多資訊，以及提供更多基金選擇（例如更多「被動式基金」）將會非常重要。畢竟，強積金是關係到市民的退休保障和基金業發展的大事。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

貨幣政策直接影響各類資產走勢，這一現象在今年尤為顯著。自從去年底美國開啟加息大門，全球投資者慌亂不已，美元資產傲視群雄，資金紛紛外流。美聯儲一直在尋找進一步加息的機會，不過受到疲弱的全球經濟制約，尤其是中國發展前景的巨大擔憂，令其在今年起的議息會議上一次次滯後加息決定。如此一來，各類資產方得機會喘口氣，美匯指數下跌，商品市場得以修復。

市場重新備戰加息

然而，隨着外圍風險逐步減弱，市場氣氛轉好，尤其是美國數據捷報頻傳，中國經濟沒有想像中那麼糟糕，英國退歐擔憂逐漸減弱，加息預期逐步升溫。鷹派言論此起彼伏，最初並沒有得到大部分投資者的認可，不過在一紙4月FOMC會議記錄公佈後，意外偏鷹的內容讓短期加息預期驟然上升。了解美聯儲的知道，加息前必會做足預期管理。此次會議記錄便是向投資者敲響鐘，雖然料不會這麼快在6月有所行動，但至少未來幾個月，甚至下半年，存在極大的可能，當中的變數甚多。

如此一來，各大市場一夕間回到去年備戰加息的狀態。首先可以看到美匯指數從月初開始觸底反彈，重拾動能，走勢強勁，並預期有更大的上行空間，這為商品市場帶來壓力，不過近期走勢有所分化。

金市料續下行格局

具體來看，黃金和美元走勢的負相關性在近期長很高。隨着美匯指數從低位92水平開始上漲，金價從每盎司1,300美元的高位開始回落，先是失守50日線和每盎司1,250美元支持；在本周二一根大陰燭直接打壓下來，重心下移；如今考驗100日線支持。連續6連跌的黃金走勢疲弱，沾壓大，運行在5日線下方。短線在1,220美元下方有一定的買盤支持，令其暫時止跌靠穩。不過這並不代表就此逆轉弱勢，畢竟從基本面利淡黃金。息魔臨近，金市保持下行格局，料在短線調整後，將繼續回落，每盎司1,200美元水平難保，建議保持看空態度，有短倉的繼續持有，沒有倉位的可趁整理之際逢高沽空。

另一邊廂，以油價為代表的能源價格並未受到強勢美元影響，反而走高。其實從今年以來，油價已經收復了不少失地，從年初的巨震中恢復，2月下旬開始企穩並逐步上行。雖然供應過剩的基本面問題依舊令人擔憂，但利好消息不斷。首先是產油國願意坐下來談判，雖然結果不理想，但至少釋放積極態度。隨後庫存數據數次出現回落，加上需求面有所改善，油市氣氛轉好。近期包括來自加拿大山火和多地地緣政治衝突的影響，多國原油供應受阻，令油市在短期內出現供應短缺。這些利多因素繼續發酵，紐約目前直逼每桶50美元。銅價同樣受到支持而靠穩，除了油價的帶動，美國數據向好，振奮其需求面預期。

話雖如此，美元仍有走強的空間，對於商品的升幅始終是一個阻力，無論是油價抑或是金價。



■息魔臨近，金市保持下行格局，料在短線調整後繼續回落。
資料圖片

內地通用航空萬億市場「起飛」

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年內地逐步放開低空空域管制，內地通用航空的發展開始提速。所謂通用航空，即使用民用航空飛行器從事除公共航空運輸以外的民用航空活動，如農林播撒、緊急救援及經營性的商業用途等。為進一步支持通用航空發展，近期中央發佈文件，冀進一步放寬低空空域管制，加強通用機場建設、提升國產通用航空飛行器佔比等。內地通用航空需求潛力巨大，政策放寬有助行業快速發展，值得關注。

擬放寬空域審批管制

一直以來，內地通用航空活動受到嚴格管制，效率極低。過去申請飛行活動，需在擬飛行前一天下午3時前向相關部門提出飛行計劃，相關部門在飛行前一天的晚上9時前進行批准，令通用航空便捷的優勢盡失。此次，政府發文要求提高審批效率，對在飛行管制分區內的飛行計劃，只需在起飛前4小時報備，審批單位需在起飛前兩小時給出答覆，審批效率顯著提升。此外，文件還進一步擴大空域開放，達至真高3,000米以上監視空域和報告空域無縫銜接。

除了放寬管制，文件還提到將進一步加強機場建設以及擴大通用航空器數量、提升飛行量等計劃。

據統計，截至2015年年底，內地共有通用機場300餘個，在冊通用航空器1,874架，全年飛行量達73.2萬小時，機場及通用航空器數量少嚴重制約了行業發展。為改善行業狀況，文件提出至2020年將建成500個以上通用機場，通用飛行器5,000架以上，年飛行量超過200萬小時的目標，屆時產業規模將超過1萬億元（人民幣，下同），提升幅度極大。

機場航空器率先受惠

現時內地通用航空業尚處於發展初期，機場建設及相關飛行器領域率先受惠。按每個機場建設均價1億元估算，未來5年機場建設投入將超過200億元。機場建設還可帶動空港設備需求增長，按每個機場拉動相關設備需求500萬元至1,000萬元估算，未來5年將至少直接帶來10億元至20億元的需求。在飛行器購置方面，若按單架1,000萬元標準估算，未來5年將產生超過300億元的航空器需求。人才缺口方面，保守估計飛行員缺口在15,000人以上，未來人員培訓方面也有巨大提升空間。

客觀而言，未來幾年通用航空機場建設和飛行器等領域可望出現較大增長。政府明確提出要提升通用航空飛行器國產化比例，本土相關企業可直接受惠。長遠來看，隨着機場等投入營運，營運和租賃等領域也可望出現顯著增長。不過，投資者須留意相關風險，因通用航空領域受空域管制等政策影響大，且短期投資過熱亦有可能透支行業未來增長。

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。