

經濟觀察家

# 迎「一帶一路」機遇 港服務業潛力大



▲香港資本市場是內地企業境外最大融資市場，也是內地投資者跨境投資首選市場

香港具有「一國兩制」環境下聯繫內地、面向全球的獨特優勢，既是中國經濟圈的重要成員，又與國際市場完全一體，是重要的國際金融中心、亞太航運中心和全球離岸人民幣業務樞紐。2015年香港進出口總額超過1萬億美元，銀行業資產規模達2.5萬億美元，跨國銀行機構數量超過200家，資產管理業規模超過1.2萬億美元。

中銀國際首席經濟學家 程漫江



江南曉望

長期以來，香港作為中國與世界之間的橋樑，充當中國跨境貿易、投融资和商務服務的平台，在國家改革開放進程中發揮了獨特作用。香港目前是內地第四大商品交易夥伴、第一大服務交易夥伴及第一大直接投資來源地，香港資本市場是內地企業境外最大融資市場，也是內地投資者跨境投資首選市場。

## 金融航運中心地位鞏固

近年來，伴隨國家經濟崛起、跨境貿易投資增長和人民幣國際化推進，香港國際金融中心和航運中心地位進一步鞏固，逐步成為全球離岸人民幣業務樞紐。

2015年香港人民幣存款和存款證餘額超過1萬億元（人民幣，下同），人民幣貸款和債券融資餘額超過6500億元，內地背景上市公司市值超過1.3萬億美元。

中國於2013年以「一帶一路」戰略為重點，啟動了新一輪國際交往和對外開放進程。「一帶一路」戰略為香港賦予了新的歷史使命，也創造了新的發展機遇。「一帶一路」連接最具活力的東亞經濟圈和成熟發達的歐洲經濟圈，但沿線國家大部分是新興市場與發展中國家，人均GDP低於

8000美元，基礎設施相對落後，金融市場還不夠成熟，服務業不太發達，人才、資本等要素國際化程度較低，儲蓄投資轉化能力和資源配置效率還不高。

「一帶一路」戰略將增強沿線地區政治互信和政策協調，加快沿線基礎設施建設，促進區域市場開放、貿易自由、要素流動與經濟融合，形成統一開放大市場，推動中國製造國際化和中國資本走出去，促進企業跨境商貿、投資和融資活動，刺激居民境外資產配置，催生區域貿易、金融、商務、資訊、管理等服務業需求。

## 港服務業高度國際化

香港服務業成熟發達且高度國際化，服務業在GDP中佔比近90%，同時沿用英美法系，教育充分國際化，擁有與國際接軌的人才、技術和管理，尤其是在貿易、金融、商務、會計、法律等領域具有國際化高水準的專業人才，是亞太地區跨國服務公司和國際金融機構重要聚集地。香港採用聯繫匯率制度，資本進出完全自由，在當前以美元為主導的國際貨幣體系和國際金融秩序下，錨定美元和資本流動自由使香港金融市場與國際金融體系渾然一體。

次貸危機之後，全球需求持續疲弱，國際貿易和投資延續下滑，香港經濟增長逐步放緩，需要尋求新的增長點。「一帶一路」的建設對香港服

務業提出了迫切需求，也為香港服務業創造了新增長空間，香港有條件、有義務、有動力積極與內地分工合作，發揮自身獨特優勢，建設「一帶一路」投融资中心和全方位服務平台。

## 借助自身優勢深化合作

中國政府在「一帶一路」相關規劃中明確指出，發揮海外僑胞以及香港、澳門特別行政區獨特優勢作用，積極參與和助力「一帶一路」建設。香港需要拓展土地要素增長空間，提升對國際人才和跨境資本吸引力，鞏固和提升國際金融中心、航運、貿易三大中心地位，強化全球離岸人民幣業務樞紐地位和國際資產管理中心功能，推動融資、商貿、物流、專業服務等向高端高增值方向發展，鞏固亞太區國際法律及解決爭議服務地位，以此為基礎建立「一帶一路」全方位服務平台。

香港需要繼續發揮中國與全球之間橋樑作用，強化與「一帶一路」沿線城市交流，深化與內地分工合作，共同參與「一帶一路」沿線建設。香港可以借助自身獨特優勢，在「一帶一路」建設尤其是在跨境貿易、項目投融资、財務顧問、商務服務、工程諮詢、工程監理、專案運營管理等方面發揮中心作用。

「一帶一路」建設對包括中銀國際在內的在港中資投行提出了更高要求，也提供了重大發展機遇。中銀國際作為國際化運作的中資投行，需要將自身發展戰略與「一帶一路」建設融為一體，利用自身覆蓋國際國內的經營網路，與中銀集團的商業銀行和多元化業務加強聯動協同，建立「一帶一路」綜合化投融资服務平台，創造性地為內地企業「走出去」和居民國際化提供包括股權融資、債券融資、股權投資、財務顧問、兼併收購、資產管理、大宗商品等在內的全方位一攬子金融服務。

（本文為作者個人觀點）

# 黃金重返投資舞台

上海商業銀行研究主管 林俊泓



市場動脈

也許未有太多人能料到，黃金成為2016年至今表現最佳的資產之一。黃金現貨價迄今已經上升20%，並正在上試每盎司1300美元的重要關口。只是，傳統智慧告訴投資者，5月份正為清倉離場的好時機（Sell in May and go away）。然而，金價升勢是否到此為止？

對於商品市場，上述這句諺語並非全無根據。冬季及春季天氣狀況令商品運輸困難及部署緩慢，造成沽售指令在夏季湧現的現象。鑑於黃金價格近月急升主要受投資需求所推動，5月份清盤離場的建議似乎別具參考價值。據世界黃金協會統計，全球對黃金需求顯著上升，需求量在2016年首季擴大至1289.8噸的史上第二高位。

究其原因，主要反映資產管理經理及對沖基金追捧黃金交易所買賣基金。單單是今年首季，來自黃金交易所買賣基金的需求量便高達363.7噸，與此前資金持續外流的情況大相逕庭。但另一方面，金價高企打擊中國珠寶商購買意欲，而作為另一黃金傳統需求引擎的印度，則因實施1%黃金關稅而令其珠寶需求受壓。換言之，此輪金價上揚伴隨著投資興趣增加，投資需求取替實質需求成推動黃金表現向好的主導因素。問題是，如此旺盛的投資需求又能持續多久？

## 對沖股市下行風險

一般而言，每當市場風險升溫，黃金的避險功能將受到重視。不過，近期黃金價格與芝加哥期權交易所波動率指數（又稱恐慌指數）表現背離，黃金價格與波動率指數之間近期異常地呈現反向關係。我們預期全球經濟發展步伐持續令人失望，帶動商品價格及股市調整，故傾向認為踏入下半年，風險取態將明顯降溫。既然風險取態與金價之間已形成正向關係，這是否意味著金價將同樣迎來重大下調壓力？

我們判斷是否定的。儘管金價與風險胃納走向一致，但「投資者已不再視黃金為避險資產，而把其歸類為風險資產」的判斷並不正確。有別於其他資產，黃金不能帶來現金流。一項研究結果顯示，從更長時間來看，黃金回報率只是高於通脹1.1%。就回報穩定性而言，金價波動在過去數年亦明顯增大，持有黃金較股票投資能帶來更大安定感。無論何許角度判斷，當市場氣氛轉趨樂觀，增持黃金的理據並不全面。

果真如此，該如何理解黃金走勢與風險取態表現同步？我們認為，市場希望透過持有黃金而對沖股市的下行風險，應為更合理解釋。可以見到，不同貴金屬如白銀及鉑皆錄得巨大升幅，暗示貴金屬不只反映各自的工業需求，更可能反映對沖活動轉趨活躍。

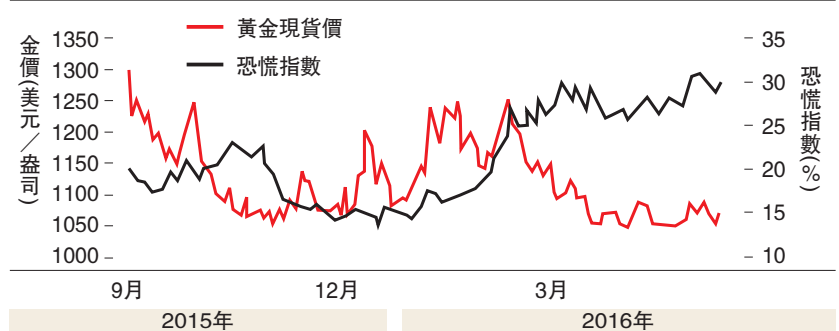
## 金價無關美元貶值

倘若上述判斷正確，而自追加保證金（Margin Calls）的壓力又不致引發危機，股市調整反而可能引導資金流入黃金市場。換言之，即使風險取態逆轉，對黃金持有者並未必為壞消息。倒過來說，若市場情緒保持平穩，再增持黃金的誘因亦料有限。

另一方面，美元弱勢可為金價帶來支持。美元兌一籃子貨幣匯價今年以來已貶值逾4%，又為持有黃金提供更多理由。不過，美元貶值卻難以解釋為何金價以不同貨幣計算均錄得顯著升幅。由此推論，金價應與美元弱勢無甚關係。

事實上，美國息口預期的確與金價表現高度一致，這又該如何解釋？我們相信兩者關係並非基於美元貶值，而是在於通縮憂慮及加息預期減退。投資者之所以願意持有黃金，純粹因為預期其價格升值。具體來說，金價升值幅度應該等同實質利率再加上通脹。環球經濟受通縮陰霾籠罩，加上利率低企，意味着只要金價溫和升值，投資者便具有持有黃金的意欲。在目前經濟環境下，不難理解為何更多投資者選擇持有黃金。

## 黃金價格與恐慌指數比較



# 量力而為 無懼負資產

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

「磚頭保值」向來是中國人的傳統觀念，購買物業更是代代相傳的最佳投資產品。然而，有很多人本末倒置，只想著增加財富，享受物業的升值回報，卻忘記了無論投資或自住，最低的界線是要「量力而為」。

「殺房式」單位近兩年賣個滿堂紅，市場對小型單位趨之若鶩。皆因過去數年，樓價持續呈向上趨勢，不少人擔心置業難度遞增，都心急如焚。有父母資助者，更加不會深入分析樓市的形勢，只渴望可以盡快上車。小型單位入場門檻較低，不需龐大金額付首期亦可做業主，也因此細單位價格近年急劇上升。

## 樓價存下跌空間

近期樓價有向下趨勢、樓價調整，自然又會驚動了一群已成功上車的業主，同時引中市場對負資產的憂慮。早前金融管理局公布負資產的數目

，所得數字多達1432宗，上升了14倍（因為之前的一季負資產數字很低，基數比較少）。

單看數字無疑令人震驚，其實道理很簡單。樓價由上年9月份的高峰期開始回落，直至今日樓價平均回落約13%，如果初次置業者向按揭證券公司做按揭，合共借足九成，以今天回落的百分點，的確是已經跌進負資產行列。

但是，如果沒有借足九成的買家，與負資產的距離自然相隔甚遠。況且，大部分經過1997年洗禮的買家，借貸成數都會相當低，所以唯一比較危險的是，漠視自己實力、只顧心急上車的買家，眼下面會面臨壓力。

筆者認為，樓價確實有下跌的空間。皆因未來的供應必定會增加，而且目前的經濟狀況不穩，政制爭拗不斷，看淡後市的人比看好的多。還好的是，香港銀行的慣常做法，是當你仍然有能力供款，銀行都少有要求客人補差價。那麼，既然已經上車，便要努力工作，令自己不要陷入經濟危機，以將磚頭培育成金磚的目標，好好完成供款，等待物業升值的機會。

## 人民幣客戶存款及人民幣存款證總額

