

# 宏調進入高難度「動作」選擇期

資深財經評論員  
肖林

百家觀點

遏制通脹已經成為新興經濟體的第一要務，中國11月份的CPI超出人們預期達到5.1%，目前已經進入2010年末，通脹經過前階段綜合治理，市場也希望12月份的CPI將會有所回落。不過，全球流動性難以收緊，新興市場遏制通脹將會成為一場持久的狙擊戰。

由於新興市場正處在特殊的發展階段，各國經濟政策目標都不可能單一化，僅僅為抑制通脹而不擇手段，當經濟政策目標多元，經濟調控必然進入高難度動作選擇期。中國當然也不例外。從治理通脹預期到通脹「短兵相接」，時間不過幾個月，而至今並看不到歐美經濟快速復甦的勢頭，也看不到美國在收緊流動性上有什麼實質動作。這必然導致新興市場要承受更長時間的通貨膨脹壓力。

中國宏觀政策將有所調整在情理之中，高層已經明確貨幣政策將轉為「穩健」，上周末市場預計中國央行將會加息，在周末這隻靴子落地卻是「上調存款準備金」，沒有市場想像的收緊流動性那麼大。緊接着有人會發現，市場對於央行收緊流動性的動作出現了明顯不同的觀點。

其一，是流動性過分收緊會傷及經濟；其二，貨幣政策也只能做這麼多；其三，盡快加息，中國當進入加息週期，讓利率盡快由負變正等等。之所以出現多種聲音，正因為中國經濟面臨的困難不是單一的，政策目標此刻固然很難單一。

剛剛結束的一年一度中央經濟工作會議已經為明年經濟定調，明年經濟為「開局之年」(「十二五」規劃)，實行積極的財政政策和穩健的貨幣政策，調結構和重民生依然是重中之重。此刻各地經濟只調不長幾乎不可能。就筆者理解，即便為開局之年，調整結構依然是經濟的主調。如果收緊流動性力度過大，不管起步還是開局都會遇到新的矛盾。

在中國今後GDP不能成為經濟發展的唯一目標，但是如果經濟增長一旦下滑速度過大，將不是經濟問題而可能轉化為社會問題。再說2011年的另一個目標「重民生」，實現的路徑主要是保證百姓收入能夠分享經

濟發展成果，在物價不斷上漲的時候，增加中低收入人群的收入同樣是要急切解決的課題。

宏觀調控決策進入高難度決策，央行的動作總是出人意外就是一例。有市場評論說央行不加息，調存款準備金是妥協，妥協什麼呢？顯然不是妥協某種利益，而是遏制通脹和保增長本身就是艱難的平衡。目前，僅僅是流動性的內部平衡已經難題諸多，如果加上人民幣升值壓力和外圍資本窺伺其動靜，穩健的政策更考驗掌握尺度的藝術。

有人分析這次物價上漲或與以往哪一年很相似，筆者以為簡單類比不可取。這次恐怕和哪次都不一樣。這次是在「不差錢」和「不缺物」同時出現下的通脹，其實物價雖然不斷攀升，相當多的商品實際購買力並沒有大幅飆升。國家統計局公佈的數據表明：11月份購買力增幅不小，如果剔除物價指數，漲幅並不大。

就此觀之，如果說2011年中國經濟要保持穩健的態勢，除重視通脹還要防舊病復發盲目上項目，更要警惕被淘汰產能捲土重來。而宏觀政策更多是要相機決策，而不是機械地照方抓藥。



在房地產投資鉅額回報的誘惑下，不僅投機規模越做越大，而且越來越多的人加入炒房大軍。調控房地產市場，遏制投機性購房已成為重要任務。

## 幾度量寬 邊際效用遞減

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

自從金融海嘯之後，全球各國的經驗實例，不單受到前所未有的考驗，也讓世人看清楚其強弱真相。這就像一個常見的投资比喻一樣，當水漲的時候，人人都在暢泳，看不到什麼特別；到了水退時，哪個沒有穿褲子的，倒是一目了然。的確，歐美日經濟的弱點，今次表露無遺。日本經濟自世紀一直未能復甦，大家早就習慣，倒沒有什麼特別。反而是歐洲和美國，比較值得重視。無論從其外匯的重要性，抑或經濟的實力，以往歐美均是重要的，當然，更多人的印象是，單單美國一國已經比歐洲各國加起來更重要。如今，兩地依然重要，但其弱點相當明顯，沒有舉債之便，歐美經濟根本活不了。

### 歐美狂印鈔 債主嘆奈何

以其舉債之多，明顯地，不得不借助一點法寶，以減輕本身的債務負擔，比方說，狂印鈔即可快快把真金白銀的欠債，一筆又一筆地勾銷。當然，這一招不是神不知鬼不覺，只是，有時候連債主也無可奈何。一來，今天全球互為關連，牽一髮而動全身，即使是遠方小國，其欠債也就是你主要伙計的事，最終也會燒到面前，所以，大家識相的還是照樣行個方便，有錢的話照樣當債主，有拖沒欠。二來，以美國這樣的強權，雖然其道理未必真是道理，但總之你不能全不買賬，多少要給個面子，美債即使會跌價，也得硬吞進外匯儲備去。

不過，話說回來，這種近乎打劫一樣的行程，也不能做得太過肆無忌憚。最起码，一點兒門面工夫還是有必要的。例如，量化寬鬆，便是增加貨幣供應，反過來購回本身的美債。尤其重要的是，目前低無可低的聯邦基金利率，還有什麼方

法把利率壓低，不就是這樣印錢買債嗎？無論如何，雖然結果還是令其貨幣的實質購買力縮水，但這樣買債，也總有一點心理作用。事實上，說起來，有央行作為買主這個預期，已經在量寬公布前，讓投資者先行一步，量寬公布後才拋售出來，令投資者先賺一筆之餘，近期美債孳息亦急升矣。

### 聯儲局議息結果難有期待

如今投資者再問，快將有的聯儲局議息有否值得期待之處，坦白說，應該沒有。相比於11月初才公布第二輪量化寬鬆，最近透過電視台節目的訪問，美國聯儲局主席伯南克又再提，不過今次對外界而言是所謂第三輪。可以設想的是，上一次的量寬肯定未及消化，短短時間之內，假如真的再來一次，大家一定會質疑上一次的成效，而事實上，這種動作愈做愈多，邊際效用遞減定律絕對適用，而且愈來愈適用。

當然，在效用仍遞減之際，初段仍是有一點效用的，到後來才是負效用。短期而言，仍可以有一點憧憬，希望帶來資產增值的好處，可是，如此大眾想法的改觀，可能比任何人想像的還要快。



伯南克再度推行量化寬鬆，冀開動「印鈔機」救經濟。

## 炒家轉戰港寫字樓市場

威格斯資產評估顧問執行董事、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

踏入第3季本地私人住宅市場繼續升溫，無論售價和租金都有顯著升幅，這促使資金流入低水位市場，當中以店舖和辦公室市場最受惠。上月中旬，財政司司長宣布立刻實施「額外印花稅」，令本地私人住宅市場道急轉直下，加速了市場獲利的資金流入其他市場。究竟明年辦公室物業市場仍會向好嗎？還只不過是短暫光輝時間呢？

最近，香港政府餉物業估價署發表了香港物業報告十二月的補編中概括今年頭10個月的本港辦公室物業市場的整體表現。三大甲級寫字樓區域如中環、灣仔/銅鑼灣和尖沙咀分別錄得了12-18%售價和2-12%租金的平均升幅。近一個月內售價更明顯升溫，如市場傳言美國銀行中心錄得月內有20%的上升紀錄，這明顯地說明打擊炒家的「額外印花稅」只令住宅市場受壓，資金積極轉向辦公室市場。為何資深投資者鍾情寫字樓市場呢？以下一說明其背後因素。

### 甲乙級寫字樓回報逾3厘

首先資金流向肯定沿着較高回報率的途徑走的！這份物業報告中對近三年各類物業的回報率進行具體分析。

直至10月份，私人住宅樓宇的平均回報率為2.4%〔住宅E類〕和2.8%〔住宅D類〕，反觀寫字樓甲級為3.3%及乙級為3.7%，這與寫字樓2009年全年平均回報率的3.8-4.2%〔甲乙二類〕，但仍較D、E類大型住宅的平均2.6%吸引，所以資金向高息流入是可以理解。再者當局同時收緊了住

宅樓宇按揭比例，使住宅和寫字樓的比例接近，也使寫字樓成交具吸引力。

作為亞洲金融之都，各個新興國家包括中國、俄羅斯、巴西紛紛將其冒起的企業拿到本港股票市場上市。他們上市後必會增加自身的辦公室需求，一些大型企業更渴望買入本港整幢或整層的核心區辦公室作為集團總部和其部門辦事用途，這形成三大主要商業區——中環、灣仔/銅鑼灣和尖沙咀整幢大廈非常搶手，投資者願意以溢價買下整層和整幢，並以命名其總部大廈為榮。他們的手中資金充裕，不想長期交租給另外業主，寧可買入使用大部分樓面面積而將餘下部分租出，這也使核心地區的供應量下跌。筆者知道2011年本港集資上市的公司數目和金額仍然龐大，對後市保持升溫的推力很大。

### 租金明年料保強勁增長

上個星期某國際性的跨物業顧問預計2011年整體寫字樓租金表現保持強勁增長，升幅超過30%，因為中環/灣仔/銅鑼灣在11月的空置率已跌到3%，相較整體的4.2%還低！其實今後幾年的甲級寫字樓供應主要集中在九龍東部，傳統的辦公室核心地區的空置情形會趨向減少，令售價和租金會持續向上。

但這些買賣涉及金額都是以億元為單位，小市民是不容易參與這個市場。如果想分享這個上升成果，筆者建議可買入本港上市擁有核心區辦公室的企業，如長江實業、新鴻基地產、太古地產、希慎置業、九龍倉、恒基地產及已擁有總部大廈的國企集團。這些投資較為安全，因為辦公室物業市場不直接觸及人民生活情況，政府針對性打壓的可能性細得多了！

## 日圓先生：全球衰退至2018年

彭博專欄作家  
William Pesek

在這個時代，永恒熊市主義者(permabear)的預言得到了足夠的關注與支持，但很少像下述觀點一樣令人不安：全球衰退持續到2018年。

此觀點來自前日本外匯政策高官神原英資，他影響市場的能力為其贏得了「日圓先生」的稱號。日本政壇變動頻繁，每次出席20國集團會議的總有新面孔，而神原英資卻是日本市場周期中的常青樹之一。交易員們可能不知道最新的財務大臣是誰，但一定知道神原英資。

日本是得過且過的專家，幾十年來的成長乏善可陳。在日本所面臨的所有困境中：從亞洲危機、到俄羅斯違約、再到通縮開始以及導致山一證券倒閉的銀行業崩潰，神原英資都是個關鍵人物。

因此，當像神原英資這樣有背景的經濟學家說「全球將進入近似1870年代的長期結構性成長萎靡」時，我不能不洗耳恭聽。1870年代全球平均年經濟成長為大約1%。那麼成長減緩的原因是什麼呢？是政府把財政緊縮放在重建穩定成長之前。

是啊，一個財務省前高官提出的經濟建議本就讓人不以為然。畢竟日本財務省的官員長期擱置改革，沒給1.26億日本人帶來什麼好處。他們沒完沒了地借債，讓日本公共債務規模達到工業化國家中最高，也沒醞釀出退出戰略。

但是近期美國和日本出爐的數據以及歐洲金融動盪，都預示2011年出現新的全球衰退極為可能。如果噩夢成為現實，那我們手頭有什麼工具振興需求呢？利率已經達到或接近零了，那政府支出就成了唯一穩定事態的救命稻草。問題在於，支持打開財政開門的理由甚少。

其中一個原因是，公共債務已經夠多了。截至6月份，日本5兆美元規模的經濟就有904兆日圓(約10.8兆美元)債務。且債台高築狀況正席捲歐洲，愛爾蘭是最新跌倒的多米諾骨牌。

### 可能面臨1937年歷史

美國大舉借債，債券持有人開始惶惶不安。奧巴馬的刺激計劃不像經濟學家預期那樣化腐朽為神奇。聯儲局和日本一樣祭出了量化寬鬆，效果同樣

差強人意。還有更糟糕的情況，美國和其它主要經濟體可能面臨1937年歷史。當時羅斯福總統認為大蕭條已經結束，吝於實施刺激政策，次年經濟就全面倒退了。如果日圓先生所言準確，那全球經濟麻煩大了。他預期會出現可能持續7到8年的成長廣泛減緩。沒有美國和歐洲的成長，中國可以苟活個幾年，但8年行嗎？

為了脫離困境，政府需要增加支出。大部分政府對此無能為力，但美國可以，而且應該加大借債。《資本主義的墜落》一書作者Richard Duncan說，為了達到這個目的，他們得向日本人學習。

日本10年期債券殖利率低於1.3%，它的債信評級也沒有被調降，原因只有一個：95%的日本債務都在國內，沒有資本外逃風險。日本向本國企業和人民借債，這跟美國的情況大致相反。

### 需「新政」重建競爭力

美國大多國債由中國和其它國家持有，讓其非常容易受到外界影響。擔任新加坡Blackhorse Asset Management首席經濟學家的Duncan說，美國需要類似羅斯福新政的舉措，來重建成長和競爭力。為此融資需要增加借債，那遵循日本模式，利用私人領域資金才是根本。

這類建議可能會讓美國國會舉步維艱，他們的政策方向恰好相反。那些認真聯儲局主席伯南克的議員們，都忘記了伯南克為什麼把貨幣政策導向前所未有的領域，那正是因為國會一開始未能向經濟注入足夠的資金。

日本的例子可以引以為戒。表面上，第三季度4.5%的成長率很不錯。但細節資訊卻表明，無論日本央行向經濟投入多少日圓，通縮都在惡化。這根本不是一個典型衰退，全球領導人受到太多干擾，以至於無法認清事實。

美國的焦點在中國的人民幣。人民幣升值確實最符合全球經濟利益，但不是解決美國所有問題的萬靈丹。日本對匯率就更著迷了。歐洲則在專注於說服投資者歐元區不會解散。

在這個沉迷匯率的時代，日圓先生也許就是最理想的信使。這真是太糟糕了……他帶來的訊息正是我們目光所及的經濟陰霾之一，甚至可能延續到2018年。

## 外資流入香港的原因與影響

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員  
張穎

自2008年全球金融危機後美國推出兩輪量化寬鬆貨幣政策以來，國際流動性氾濫，本文主要就香港的資金流入概況、原因和影響作一分析和探討。

香港作為全球主要國際金融中心之一，金融市場高度自由開放，資金進出自由，沒有資本管制和外匯管制，因此是亞太區一個主要的國際資金流轉基地。近年在美國量化寬鬆造成國際流動性氾濫的情況下，香港錄得顯著的資金流入。

### 銀行體系總結餘達空前

在香港聯繫匯率制度下，國際資金流入會在一定程度上從銀行體系中體現出來。其中較為突出的表現是，以銀行體系總結餘及外匯基金票據/債券增量計算的資金流入額，於2009年底比2008年9月底增加6,400億港元，達致空前水準。

這種貨幣基礎增加伴隨危機中較慢的貨幣流通速度，使同期銀行存款總額增加5,339億港元，其中2009年的存款總額增加3,231億港元，增幅為5.3%，遠低於2007年的23.4%的增幅。但2010年11月底比2009年底，以銀行體系總結餘及外匯基金票據/債券增量計算的資金流入額僅增加21.2億港元。

2010年香港的資金流動狀況主要表現為認可機構及外匯基

金的外幣資產淨額合計的變動額。根據金管局的統計，將認可機構及外匯基金的資產淨額。計算的變動額顯示，於2010年第1季流入港元的資金淨額下降，於第2季更錄得淨流出。同時，港元存款的變動大致相同，第1季略微增長64億港元，第2季則減少90億港元，上半年存款總額也減少288億港元，這也與第2季港元兌美元匯率大致轉弱的走勢相吻合。

而2010年10月底比6月底，港元存款則增加5414億港元，港元兌美元匯率相應走強，由此推斷，在聯儲局暗示推出次輪量寬政策下，流入香港的資金確有增加。同時由人民幣國際化推動的人民幣資金流入，使2010年首10個月以人民幣存款增量為主的外幣存款也增加1529億港元，構成流入香港資金的重要組成部分。2010年首10個月，港元存款與外幣存款合計的存款總額共增加6,655億港元至70,465億港元，增幅為10.4%。

### 資產管理規模明顯增加

此外，資金流入也表現為香港資產管理業管理的資產規模(AUM)有所增加。香港證監會調查顯示，至2009年12月，香港基金管理業合併資產為85,070億港元，比2008年底的58,500億港元增加了26,570億港元，增長率為45.4%，但仍未達到2007年底為96310億港元的水平。(三一)