



- 內地加強理財業監管嚴防風險
- 中國 M2 增速加快揭熱錢湧入
- 國五條細則難阻內地樓市升勢
- 日本推超級量寬谷通脹促增長

### 1. 內地加強理財業監管嚴防風險

中國證券監督管理委員會3月底公佈新規定，限制內地商業銀行理財產品的投資比例，並要求加強有關信息披露，藉以提升對銀行理財行業的監管。

#### 短評

根據新規定，每個銀行理財產品投資於非標準債權資產的比例將不可多於35%，或者不高於相關銀行去年底總資產值的4%；而非標準債權資產是指未在銀行間市場及證券交易所市場交易的債權性資產，例如信貸資產、信託貸款等，即俗稱的資產負債表外資產。同時，銀行須向投資者充分披露理財產品的投資項目資料，而每個理財產品亦須做到單獨管理、建帳和核算。近年，內地銀行理財業務急速發展，銀行理財產品金額從2007年的約5,000億元攀升為去年的7.1萬億元，5年間劇增近14倍。但銀行理財產品屬表外資產，較少受到銀監會監管，亦有可能涉及違規銷售、風險信息披露不足、投資項目風險過高等問題。內地盛行的「影子銀行」(銀行業內不受監管的證券化活動以及地下錢莊、典當行等民間金融)亦經常透過理財產品及信託貸款等進行融資活動。國際信用評級機構標準普爾估計，去年內地影子銀行規模或高達22.9萬億元，相當於銀行業整體貸款的34%，令整個金融體系面臨巨大的風險；去年11月華夏銀行發生了理財產品違約事件，已敲響警號。嚴控金融風險是內地今年的監管重點；規管理財產品相信只是「首部曲」，進一步整頓「影子銀行」規模以及龐大的地方政府債務將會是中央政府「下一站」的工作要務。

### 2. 中國 M2 增速加快揭熱錢湧入

中國人民銀行公佈，3月內地廣義貨幣(M2)供應總量為103.6萬億元人民幣，較去年同期上升15.7%，亦較2月的15.2%和去年全年的13.8%增幅分別高出0.5個和1.9個百分點。

#### 分析

中國3月廣義貨幣(M2)供應量首度突破百萬億元，與去年GDP的比值更高達200%，遠遠超過目前美國的約66%；加上M2增速亦連續3個月高於中央年初設定的13%目標，反映內地寬鬆的貨幣環境絕不遜於近年猛推量化寬鬆措施的美國。許多分析指出，這可能與近期熱錢加速湧入有關；從中國外匯儲備、外匯佔款以及對香港的出口額等近期均出現異乎尋常的顯著增長上，亦可得到某種程度的印證。今年首季中國外匯儲備為3.4萬億美元，較去年底上升約1,300億美元，更相當於去年全年的增幅；2月金融機構外匯佔款新增近3,000億元至26.8萬億元，連續3個月錄得可觀的增幅。值得注意的是，首季內地對香港的出口額為1,056億美元，按年躍升74.2%，其中3月更按年急增92.9%；但同期中國對美國、歐盟及東盟等主要貿易夥伴的出口額增長分別只有6.8%、1.1%和28%。有分析認為，不排除有內地對港的出口貿易存有「水分」，即實際的出口金額低於名義上報稱的數目，以便海外資金透過「虛假貿易」進入內地。熱錢有從多種渠道加速流入內地的跡象；其背後的主因是海外投資者對中國經濟加快復甦和人民幣趨升的前景看高一線，以及全球市場

游資充斥。面對熱錢湧入，人民銀行一方面被動地透過投放大量貨幣進行沖銷，令貨幣供應量被大幅推高；另一方面亦頻密地利用正回購以收回過剩的流動性。為保持流動性的基本穩定、防範通脹升溫和嚴控金融風險，預料央行將會傾向穩中偏緊的貨幣政策取態。

### 3. 國五條細則難阻內地樓市升勢

國務院3月初公佈新一輪樓市調控的工作通知，要求各省市、各地區盡快制定有關執行細則。

#### 短評

國務院推出的「國五條」細則包括穩定房價工作責任制、遏抑投機和投資性購房、增加商品房和用地供應、加快保障房建設以及提升市場預期管理等；其中，對售房差額嚴格按20%徵收個人所得稅的規定可說是今次調控的亮點，旨在透過大幅增加購房成本來調節房價。近期地方政府在中央設定的3月底期限前紛紛出台各自的執行細則，但大多數對差價稅只是輕描淡寫，甚至只字未提；反映地方政府在執行「國五條」時並不「給力」，力圖預留「靈活變通」的空間。由於現時房地產稅收和賣地收入幾乎佔地方財政收入的一半，而今年又恰逢地方政府的償債高峰期；故作為高樓價的最大既得利益者，地方政府難免會對樓市調控採取「上有政策，下有對策」的態度。另一方面，隨著城鎮化的推進和居民收入趨升，內地樓市一直存在強勁的「剛性」需求；而內地民眾儲蓄率高，又缺乏投資產品和渠道，再加上置業保值的傳統觀念等，亦造就了樓市存在巨大的投資和投機需求。自2012年以來，內地賣地和新房動工量均出現顯著下降，令樓市繼續處於供不應求的局面；在「國五條」細則落實前，北京、上海及廣州等多個城市的二手房市場更因為民眾「趕乘末班車」而出現短暫的交易高峰。雖然預計今年稍後二手房市場受差價稅以及需求提早釋放的影響而可能出現交投放緩；但在整體樓市求過於供的情況下，「國五條」勢難從根本上抑制內地樓市的中長期升勢。

### 4. 日本推超級量寬谷通脹促增長

日本央行4月初宣佈，透過購入更長年期國債、延長所持國債期限以及擴大基礎貨幣供應量等多管齊下，加大刺激經濟復甦的力度和盡快實現2%的通脹目標。

#### 分析

按照新計劃，日本央行每月購債規模將由現時的3.8萬億倍增至約7萬億日圓，並可購入所有年期的長期國債；而持有國債的期限亦從3年延長至7年。此外，央行亦會每年增持交易所買賣基金(ETF)1萬億元，並擬於兩年內將基礎貨幣供應量由2012年的138萬億翻一番至2014年的270萬億元。日本今輪「超級版」的量化寬鬆措施反映新任央行行長黑田東彥的大膽貨幣政策取態；例如，政策調控工具將由市場主導的拆借利率改為央行直接控制的基礎貨幣量，藉以加強央行對調控銀根的靈活性。此外，這亦彰顯新政府下決心以「孤注一擲」方式來刺激經濟增長，意圖透過幾近無限量的貨幣供應，一來加促日圓下跌以帶動出口，二來壓低長期息率 and 大幅推高資產價格，以提振國內消費和投資意慾。不過，這些新舉措亦會催生多種負面惡果。由於日本對進口能源需求殷切，日圓走弱料將推高進口能源價格，加重日本企業的生產成本；日圓貶值亦降低日本資產的吸引力，或會誘發資金撤離日本資本市場。值得注意的是，目前日本國債總額已接近1,132萬億元，約為GDP的240%；大幅提高購債規模勢必為本已危若累卵的債務市場帶來更大風險。雖然今輪超級量寬措施或可於短期內為日本經濟注入「強心針」，但要解決人口老化、出口企業技術與創新能力偏弱等結構性問題絕非易事，日本何時真正走出通縮和重拾增長動力仍是未知之數。

---

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：[research@cma.org.hk](mailto:research@cma.org.hk)