

中央降成本刻不容緩

時富資產管理董事總經理

姚浩然

隨着環球經濟放緩，中國作為全球第二大經濟體，其帶領經濟增長的動力正日漸減少，市場關注中國的未來將何去何從。國統局數據顯示，規模以上工業企業每百元(人民幣，下同)主營業務收入中的成本，2015年首十一個月為85.97元，同期企業利潤率僅有5.57%，反映企業成本高昂，經營困難。為此中央經濟工作會議制定今年改善經濟結構的五大任務中則包括降成本。

降成本目的是要降低實體經濟企業成本，從而提升企業的效率及盈利能力。根據中央降成本措施，企業營運成本主要包括：制度性交易成本、企業稅費負擔、社會保險費、企業財務成本、電力價格和物流成本。六類成本當中，企業稅費和財務成本佔企業，尤其中小企業成本比重最大。

企業所得稅負擔十分沉重

根據內地現時稅制，一般企業所得稅稅率為25%，對企業負擔頗為沉重，尤其是在經濟下行的環境下，令企業在扣除稅費後可留作日後發展的資金增長更少。過去幾年，中央試點推出「營改增」作為減低企業成本的重要手段。「營改增」是指營業稅改徵增值稅，目的是要避免雙重徵稅，令企業的生產成本下降，從而降低銷售價格，有助刺激消費和提高出口競爭力。由於該措施試點推出有所成效，因而今年將作為重要手段更全面开展。然而，製造業增值稅稅率達17%，目前內地製造業低迷的情況下，高稅率無疑令行業難以走出困境。除了全面消滅營業稅之外，適當減少困難行業的稅項或稅率。

政府仍需推更多輔助措施

另一方面，市場流動性意見寬裕，而人行近年的降息亦降低了銀行對企業的借款成本。然而融資成本依然高企，根據人行調查統計司司長盛長松表示，2015年國內企業融資成本雖然比2014年下跌1.69%，但仍需要5.38%，其中小型企業融資成本最高，去年12月達7.47%。影響內地企業融資成本因素很多，當中包括融資渠道單一以及信用體系未完善等：

首先，內地資本市場發展有待完善，讓企業可以選擇融資成本較銀行貸款低的途徑；其次，由於缺乏信用擔保或者資產抵押，優質中小企業仍需要以高利率獲取貸款。因此，要降低企業融資成本，除有進一步降息降準空間外，政府仍有很多輔助措施需要進一步實行。



分析認為，要降低企業融資成本，除有進一步降息降準空間外，政府仍有很多輔助措施需要進一步實行。圖為中國人民銀行北京總行。

日推負利率或帶來反效果

路透社專欄撰稿人

Peter Thal Larsen

熱點透視

日本央行震撼世人的能耐仍然寶刀未老。在不到三年的時間裡，第三次用激進放寬貨幣政策的動作奇襲投資者。最近這次更是使出了負利率的招數。此舉導致日圓匯率，為日本與通縮的較量開闢了一條新戰線。但這有可能帶來反效果。

才不過大約二周前，日本央行總裁黑田東彥還在對國會議員說，他沒有考慮採取負利率。不過即使言行不一對他信譽度有任何損害，也都被市場的激烈反應所蓋過了。日圓兌美元當日急跌了逾1.5%。日本股市主要股指跳漲近3%。10年期日本公債收益率驟斬走低至0.11%。

以往，分析師曾擔心，如果日本銀行業者被迫存放在央行的大量準備金支付利息，可能對銀行業造成不小傷害。但日本央行以三個層次的利率制度，解決這個問題。實際上，負0.1%的新利率只適用於新存入央行的存款。

新武器續為推升物價而戰

但從大局來看，重點是如今日本央行有了一個新武器，可以繼續為推升物價而戰。未來央行可以進一步調降利率，給企業和消費者施加壓力，迫使他們把積蓄發揮在更有效的用途。同時，日本央行將持續每年買進價值80萬億日圓的日本公債，黑田東彥聲稱此計劃仍有龐大的餘地。

新政策能否更有效地刺激日本通脹，仍令人懷疑：日本央行近三年來使盡全力，但2%的通脹年增率目標卻仍遙不可及。根據央行自己的預測，消費者物價指數在下財年僅會上升0.8%。

使其他國家更難維穩本幣

但很明顯的是，日本央行已經被近期市場的紛擾嚇到了，包括油價直落，以及對中國經濟放緩的憂心。市場動盪推升了日圓，有可能把日圓貶值的經濟效益打回原點。實施負利率，有助日本抵禦海外經濟寒冬的摧殘。但這也將使其他國



日央行最近使出了負利率的招數，此舉為日本與通縮的較量開闢了一條新戰線。圖為日本中央銀行總部。

家更難維穩本幣，特別是中國。以這一點來看，日本央行因為國際亂局而被迫祭出的最新武器，有可能反而更加添亂。

日新招加大全球金融市場波動

中銀香港高級經濟研究員

蔡永雄



日本央行日前宣佈，每年擴張80萬億日圓的貨幣基礎目標保持不變。圖為日本萬元現鈔。

1月29日，日本央行宣佈以5比4的比例決定採取負利率。從2月16日開始，日本央行對金融機構經常賬戶實施三層體系，包括正利率、零利率和負利率。正利率適用於金融機構

現有經常賬戶餘額；零利率適用於商銀存款準備金；而金融機構持有的往來賬戶及商業銀行超額準備金將適用-0.1%利率，令日本加入歐元區、瑞士、丹麥、瑞典等實行負利率的央行行列，並顯示出今年全球主要央行的貨幣政策走向進一步分歧，勢將加大全球金融市場的波動。

央行量寬走到接近極點

同時，日本央行以8比1的比例決定維持日本國債、ETF及J-REIT的購買規模不變，每年擴張80萬億日圓的貨幣基礎目標亦保持不變，顯示日本銀行在其量化寬鬆已走到接近極點後(基本上日本央行已全數購買日本政府新發行的債券)，由數量型的寬鬆措施再走向價格型的措施上，並表示未來仍有進一步下調利率的空間，以顯示其對於實現2%通脹目標的決心，並防止通脹預期進一步下滑，影響企業投資和經濟表現。

上調消費稅 經濟陷停滯

現時，日本經濟表現乏善可陳，在2014年上調消費稅後，經濟陷於停滯。據國際貨幣基金組織1月份的最新預測，日本去年經濟料僅擴張0.6%，今明兩年則料分別增長1.0%及0.3%，明年經濟表現將再次轉弱是與當局計劃上調消費稅至10%有關，惟此舉對控制其龐大債務負擔是必要的。

此外，日本的通脹水平持續偏低，2015年全年日本通脹只有0.8%，以扣除新鮮食品價格計算的核心通脹更只有0.5%。日本央行已把其實現2%通脹目標的達成時間延後半年，至2017財年上半年左右(即2017年4月至10月期間)。

因此，在全球經濟下行壓力增大，以及日圓有機會再次成為避險貨幣的情況下，日本央行迅速地進一步放寬其貨幣政策。然而，寬鬆的貨幣政策亦無助於日本真正改善其經濟因競爭力未有突破、人口收縮及老化，以及財政負擔龐大等所帶來的困境。

產油國博弈 油價備受考驗

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

不可否認，油市是全球關注的焦點之一。油價的升跌影響到整個能源市場，產油國貨幣，能源股等等。自從產油國決定不減產後，油價從2014年下半年開始一路下跌，在本月甚至一度刷新低位，跌破每桶28美元，令我們恐慌和擔憂。而近期油價回穩，市傳有減產的可能，讓我們對於油價未來的走勢頗為關注。

從需求方看，全球經濟面臨較大下行壓力。德拉吉在1月釋放進一步放水信號，歐元區經濟數據好壞不一，壓力仍大。隨後在上周五，日本央行意外宣佈進入負利率，以刺激其經濟發展。其實除了日本，歐元區、瑞士、瑞典和丹麥均採取負利率來遏制通縮。新興市場的疲弱更是無需贅述。中國作為能源消耗大國，經濟增速堪憂。如此，即使是復甦的美國也難獨善其身。事實上，美國最新的經濟數據並不理想，加息恐被再度延後。而從需求方面來看，油市亦備受全球經濟疲弱表現的拖累。

從供應方看，產油國受到低油價的影響較大，但又各懷鬼胎，玩起博弈，都不願意做第一個開口妥協的人，不願輕易放棄市場佔有率。我們可以看到，產油國中分三派。第一派是OPEC(油組)中的一些小國，如委內瑞拉等都明確表示減產，希望能尋求各國的同意。這些國家已出現嚴重的資金短缺，問題嚴重，急急呼籲油組召開緊急會議。

產油大國減產態度模糊

第二派是伊拉克和沙特阿拉伯，他們是產油大國，一言一行牽一髮而動全身，沒有他們的支持，OPEC不可能達成減產決定。伊拉克和沙特阿拉伯態度有所軟化，畢竟低油價令他們明顯受損，近日放言表示有意願和俄羅斯合作。俄羅斯的態度模糊不清，一會說有意向減產，一會說不會干預市場。

需求疲弱漸在油價體現

第三派便是科威特和伊朗，態度堅定不減產。科威特在近期表示做好準備油價會跌到2020年。而伊朗剛剛重回油市，自然是不會妥協，選擇增產保市佔。

如此來看，需求方疲弱基本已是不爭的事實，好在其影響已經逐步釋放並體現在價格之中。而供應方的前景並不明朗，充滿不確定性。產油國內部分裂，畢竟這麼一個決定不僅關係到經濟，更有政治考量。而一旦有如沙特等大國鬆口，其他國家也會跟隨，亦同時存在最後減產議事失敗的可能。

如今油價在1月呈現V型反彈，似有意回補1月來的跌幅，目前在35美元處受阻，短線難以突破。目前油價面臨關鍵時刻，產油國的決定受到高度關注，建議投資者可先觀望為宜。



自從產油國決定不減產後，油價從2014年下半年開始一路下跌，在本月甚至一度刷新低位。圖為中東巴林的開採石油設施。

今年投資須耐心靜候時機

施羅德多元資產投資主管

Johanna Kyrklund

的風險。

經濟敏感型資產價值下跌

市場經過多年由流動資金驅動之後，投資趨勢已出現疲態，而我們預期2016年的回報將會較低。周期性資產將成為潛在「積壓回報」的主要來源，並可能為投資者帶來變數。

許多去年主題仍維持不變

我們的2016年展望與上年的大致相同：一、美國持續帶領經濟復甦，但其他地區的經濟增長動力疲弱。因此，我們看好能夠應對低迷經濟增長的資產。2、股市表現很大機會維持窄幅波動。我們看好企業盈利增長趨勢最穩定的市場領域。三、商品市場前景艱難，但經過近期的價格暴跌後，該市場將會出現投資良機。

當然，經濟數據所反映的狀況亦大致相同。製造業活動指標仍然低迷，環球國內生產總值增長仍處於約2.5%水平，而美國則為主要亮點。我們仍重點關注已發展市場的經濟增長，並避免持有周期性資產。

我們上年的預測頗為準確，而我們目前面臨的挑戰是量化寬鬆政策已導致我們原本看好的資產價格錄得大幅上升，而市場趨勢已出現疲態。因此，相對於往年，我們已降低投資組合

怎樣才能夠讓我們重新調整投資組合以增強回報？當然，與周期性關係較密切的資產價值已大幅下跌。新興市場股市已下跌15%、商品亦已下跌26%、美國能源股則下跌24%，而新興市場本地債券也下跌了15%。(資料來源：施羅德投資、DataStream, 2014年12月31日至2015年12月22日)。這或會成為「積壓回報」的潛在來源。

我們認為會有兩項潛在催化因素。首先，整個經濟市場的增長或會較目前預期的更為迅速。鑒於油價下跌，我們預期美國及歐洲消費將會出現驚喜。其次，經濟市場或可根據貨幣走勢切割成不同的小塊。近幾年，歐洲及日本已成為貨幣戰的贏家。鑒於聯儲局現已開始加息，而美國利率上升將為美元強勢帶來進一步支持，這趨勢或會持續。

然而，我們認為美元確實有機會出現下跌的情況，特別是如果歐洲通脹升溫，及日本由於政治原因而停止進一步擴大量化寬鬆規模。總括而言，現時增持受惠於量化寬鬆政策的企業已經太遲，而增持受惠於周期性敏感的資產仍為時過早。投資者須耐心靜候時機。

內地中小企下行壓力仍大

恒生銀行高級經濟師

姚少華

根據國家統計局和中國物流與採購聯合會昨日上午公佈的數據顯示，1月份中國製造業採購經理指數(PMI)降至49.4，創2012年8月以來最低水平，亦為連續6個月處於區分增長與萎縮的50分界線以下。

從官方製造業PMI分項顯示，中小企業下行壓力仍大，其中傳統及高耗能行業下降明顯，但消費品製造業PMI繼續走高。

財新/Markit昨日同日公佈的1月中國製造業PMI則稍為回升至48.4，但仍連續第11個月處在榮枯線下。此外，1月官方公佈的中國非製造業商務活動指數為53.5，維持於較高水平。

1月份製造業PMI繼續收縮，除受春節臨近的季節性因素影響外，亦與當前推行供給側改革所引致的去產能與去庫存相關，部分企業主動減少產量和降低庫存。此外，環球經濟增長持

續放緩導致總體需求疲弱，亦拖累製造業增長。最新數據顯示美國去年第四季按季僅增長0.7%，較第3季的2%增長率明顯放緩。

昨日公佈的數據顯示內地經濟轉型已見成效。雖然製造業增速放緩，但服務業仍維持較快增長，對穩定增長的作用日益增強。事實上，2015年第三產業增加值佔國內生產總值的比重為50.5%，高於第二產業10個百分點。全年最終消費支出對國內生產總值增長的貢獻率為66.4%，比上年提高15.4個百分點，其比重與美國以及歐盟等發達經濟體相若。

服務業仍將維持溫和擴張

展望未來，內地經濟仍然面對產能或庫存過剩問題影響，今年製造業活動或繼續放緩，我們預計今年年底官方製造業PMI指數或徘徊在49.0左右。但服務業仍將維持溫和擴張，對穩定經濟作用將不斷增強，年底官方非製造業PMI指數預計維持在53.5左右。

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。