

國企加強改革 港平台顯優勢

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

自去年8月內地《關於深化國有企業改革的指導意見》公佈以來，「兩個聚焦（五大發展理念+提質增效升級）」、「三個導向（目標、效果、問題導向）」、「五個新（體制、機制、成效、經驗、局面）」、九項重點任務、十項試點等有關國企改革的論述層出不窮，令市場眼花繚亂。此輪國企改革的重點何在？香港在其中能扮演什麼樣的角色呢？

國企改革聚焦五大重點

一、**頂層設計極具中國特色**。國企改革把完善和發展中國特色社會主義制度、加強和改進黨的領導、做強做優做大國企、強化對國有資產的監管作為基本原則。這是內地與其他經濟體制改革「私有化」最大的不同，也是改革最終的紅線。除《指導意見》作為統領外，國務院先後就發展混合所有制經濟、改革和完善國有資產管理體制、推

財經評述

進法治建設、國企功能界定與分類等重大問題發佈12份文件，形成一套全面涵蓋國企改革多個層面的文件系統。混合所有制是此輪國企改革頂層設計的主要方式。二、**管理模式借鑑「他山之石」**。借鑑新加坡「淡馬錫模式」（政府通過成立國有控股淡馬錫公司，對重要行業的國企進行重組），政府退回國有資本「出資人」角色，形成國資委、國有資本營運（投資）公司、國有企業三級管理模式。三、**分類改革細化國企定位**。將國企總體分為商業類和公益類，分別採取不同的措施、目標和考核標準。四、**市場取向深化公司治理**。包括構建公司法人治理結構、明確董事會職權、試點職業經理人制度等。五、**化解歷史遺留問題循序漸進**。主要涉及剝離企業辦社會職能、妥善處理殞屍企業與人員安置等。僅鋼鐵和煤炭企業今年下崗人員或達180萬人，廣東省2016年底計劃關閉國有殞屍企業2,333戶。此輪改革提出「兼併重組為主，破產清算為輔」的總體思路，中央財政更每年支援1,000億元獎補資金，力保類似上世紀90年代末輕工業「去產能」導致的「下崗潮」不再重現。

此輪國企改革涉及面廣，許多具體措施可能要等到下半年才開始試點，對內地經濟金融發展的影響或將逐漸呈現。市場亦期待香港在其中可以扮演積極角色。

港為內企對外重要窗口

事實上，作為內地企業國際化發展戰略的重要窗口，香港在國企改革歷程中發揮過不可或缺的作用。如上世紀90年代的H股上市，2005年左右的國有銀行上市以及去年中信集團重組上市等。未來相信國企改革不斷加強下，香港的國際金融中心、資產管理中心、離岸人民幣樞紐優勢可得到充分發揮。一是可考慮吸引更多改制國企來港上市，引入環球資金，為國企尋找優質戰略投資者，二是積極為國企改革（央企重組、上市、發債等）提供銀行、保險等金融服務及法律、會計等專業配套服務。另外，市場預計，電力、石油、天然氣、鐵路、民航、電訊、軍工可能成為為下一步混改試點的主要領域，亦可考慮以港資方式直接參與混合所有制試點（如PPP項目）的可行性。（二之二）

新稅制或推動「海淘」業洗牌

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近日國家財政部關稅司發佈消息，將於4月8日起實施跨境電子商務零售進口稅收新政策。新政下電子商務零售進口商品將不再按郵遞物品徵收進口稅，改為按貨物徵收關稅和進口環節增值稅及消費稅，個人單筆交易免稅限額由1,000元（人民幣，下同）提升至2,000元，個人年度免稅限額為20,000元。中央推出該措施，主要是想將海外需求引導回國內，惟其成效或有限，跨境電商行業更望藉機洗牌。

近年內地跨境電商發展迅速，其規模及滲透率均在不斷提升。據諮詢機構艾瑞諮詢公佈的數據，2012年至2015年，中國進口電商市場的交易規模由3,000億元上升至6,000億元，複合年化增長率逾四成，增速驚人。同時，進口電商在進口總額中所佔比重亦穩步上升，已由2012年的2.5%增長至2015年的8.6%，預計2018年可達到19.4%，屆時市場規模可達到1.9萬億元。

新稅制削「海淘」優勢

跨境電商市場規模不斷壯大，對監管部門亦造成一定壓力，催生了新政的推出。據海關對7個開展跨境零售業務城

市統計的數據，2015年1月至11月跨境電子商務B2C模式的進口規模是22.3億美元，驗放的清單總數達9,595.89萬票，雖然規模不大，但數量極多，海關監管壓力倍增。

對於個人免稅限額，據艾瑞諮詢發佈的數據，上年內地跨境網購用戶平均每筆訂單金額超過2,000元的人群比重約為13%，同時月均消費金額超過2,000元的人群比重為38.3%，新稅制對超過三分之一的海淘人士會造成較大影響。「海淘」之所以會興起，是因為部分商品「海淘」的成本明顯低於直接購買進口了的商品。不過在新稅制下，「海淘」的價格優勢或會削弱，「海淘」平台或將迎來新一輪洗牌。

加快行業優勝劣汰

現時內地「海淘」主要有三種類型：電商直接採購、個人直郵及電商從保稅倉發貨。其中電商直接採購不受本次稅制調整影響；個人直郵的商品，海關只會以一定比例抽查，並非每次皆需要交稅。保稅倉發貨產品需要報關報稅，包括天貓國際、小紅書及京東等眾多「海淘」平台屬於此類，所受影響最大。筆者相信，新稅制實施不會改變「海淘」的增長趨勢，但「海淘」商品價格上升，或會加快行業優勝劣汰，龍頭企業優勢或會鞏固，值得留意。

慎防「美息」突襲環球市場

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

美國即將公佈3月非農業職位新增等一系列就業數據。雖然較早前美國公佈的PCE物價指數略為低於市場預期，紓緩了市場對4月加息的憂慮。不過，6月加息的機會率目前仍處於四成水平，屬較為偏高。雖然筆者不認為聯儲局今年將大幅加息，甚至連3月的會議記錄亦顯示，委員預期今年只會加息兩次，但筆者提出的警告在於，近期市場主導了聯儲局加息的時間及次數。

首先，我們從3月的會議記錄可以看到，局內委員似乎有傾向把焦點更多投放在通脹，而非就業市場。近期不少地方的聯儲銀行行長已發出呼聲，表示目前就業及通脹良好，聯儲局應維持緩慢的加息步伐。近期的議息聲明中，筆者亦見到聯儲局對於物價上升逐步趨向審慎樂觀的態度，聲明增加了使用物價及就業的字眼。

加息步伐按部就班

去年，聯儲局足足吹了一年的風聲才於去年底加息一次。今年是第二年，若筆者估計沒有錯誤，今年聯儲局的目標是一年加兩次息。若經濟發展令人滿意的話，聯儲局明年可能是一年加三四次息，即每季有機會加一次，以促使利率趨向正常化。去年及今年加息仍然維持緩慢，相信是聯儲局希望令市場有一個較長的適應期，令利率上升的同時，減低對環球金融市場的波動。

自美國開始吹風加息後，不論是新興市場股市，或大宗商品價格，均由高位出現明顯回落。這是由於其他國家處於減息周期之際，美國卻開始加息周期，令市場的資金大幅轉投向美元方面。經過一年多的時間，不少新興市場股市已跌至

接近金融海嘯的水平，故出現反彈亦不足為奇。既然新興市場目前處於穩定期，聯儲局是否應該以快打慢，處理上調利率的問題呢？這點相信是令聯儲局有一名委員，支持於3月加息的主要原因。其他委員會否轉態支持以上的看法？似乎是未來利率走向的一大關鍵。

商品價格或現反彈

過去兩年，全球可以維持偏低甚至負利率，主因是美國的加息前奏，令一眾資金流出商品市場。不過，天氣反常令農作物收成出現暗湧，石油及金價早前的急跌，已令不少生產商減少或暫停向市場供應。若環球經濟表現如非市場預期般較差，可能令商品價格顯著回升，從而引發通脹憂慮升溫。因此，聯儲局基於這個原因，出於防範下加息，亦是正確的處理方法。

或加息避兩黑天鵝

今年以來，有兩個較大的政治不明朗因素，可能困擾全球金融市場。一是英國於6月較後時間舉行的公投，二是特朗普能否成為美國下任總統。英國公投會否脫歐，目前而言仍屬未知數，主因正反雙方的支持度相當接近。比利時最近受襲，被認為是歐洲大開方便之門予難民的惡果，但英國即使脫歐，又是否能夠確保沒有恐襲的發生。第二，既然大家已知道特朗普是一名狂人，可能四處點起火頭，令美國外交出現困難。聯儲局委員會否因應情況，而提早一點加息，以避開兩大黑天鵝呢？似乎這點亦是大家可以思考的問題。

臨結筆前，耶倫發表鴿派言論，令6月加息的機會降溫。不過，目前距離6月仍有一段頗長時間，若今年只加息一次，甚至不加息的話，聯儲局的信譽將會大減。總括而言，筆者仍然認為美國今年將會加息兩次。

港樓小陽春或持續兩季

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

美國聯儲局主席耶倫剛於日前在紐約經濟俱樂部(Economic Club of New York)發表演說，指出雖然美國本土經濟復甦，但基於中國經濟轉型及油價下跌等所涉及風險，聯儲局採取審慎態度去調整利率政策是恰當的。她這番言論，令市場對今年加息預期降溫，多家大行預期今年只加息一次，可能在9月或12月發生；4月加息的機會降至接近零。

環球經濟存兩大風險

耶倫強調自去年12月後，環球經濟發生變化帶來的兩大風險。首先，她提出中國經濟調整對全球增長的影響，中國經濟由投資帶動轉為用消費帶動，並且由出口型經濟轉為擴大內需，轉型過程是否暢順或是經歷不少波折是不明朗因素，兼且還有人民幣匯率調整的考慮。另一項風險是商品尤其是石油價格下跌的問題，她指美國目前是石油輸入國，低油價本可鼓勵消費及刺激經濟活動，但她關注到對很多產油國及能源企業來說，目前油價已下跌至接近臨界點，產油國或會大幅削減支出，能源企業或會陷入財困及大幅裁員。

美今年加息預期降溫

基於上述兩大風險的考慮，可能出現的不利外圍因素或會直接或間接拖慢美國本土經濟復甦，投資者對持有高風險資產或會要求預期更高回報，從而令到出現財政緊縮。

儘管美國國內就業市場持續改善，過去3個月平均每月

有23萬新增就業崗位，消費溫和增長，房屋市場持續復甦，但美元升值不利出口，更面對全球經濟下行風險。要達成就業和通脹目標，她說有需要更審慎觀察經濟數據的變化，並作出適當調整政策。值得留意的是，她說假如經濟出現萎縮或通脹頑固地低企，聯儲局或可再調低息率至接近零，在有必要時更可實施前瞻指引及再推出量化寬鬆QE政策。

觀察耶倫的這番言論，顯然面對這麼多不確定因素的考慮，還是一動不如一靜，市場評論一般看淡今年加息的機會，有大行認為年尾會加息一次。另外，考慮到今年美國總統大選，認為今年內不加息的亦大不乏人。

本地銀行現水浸跡象

反觀香港，於耶倫的演說前，本地銀行界已爆發住宅樓按減息戰，某大銀行率先將按息減至同業拆息(H)加1.6%的新低水平，其他大小中銀行紛紛齊把按息減至相同水平。當中，一般貸款門檻由200萬元至400萬元不等，亦有個別銀行把最低限額定為1,000萬元，還有銀行針對一二手樓按有不同的最低借貸額。

本港出現樓按減息戰未必同美聯儲議息的新訊息有關，更大可能是本年首季樓宇成交宗數下調，銀行可供樓按資金較充裕。銀行為達致今年的按揭業績目標，於是紛紛以低息及其他方式包括贈送優惠或轉介優惠等以作招徠。

既有耶倫的上述最新解說，兼有本地銀行水浸跡象，料樓市在未來會出現信心回復，小陽春格局或在未來兩季得以持續。

美貨幣政策主導全球資產配置

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

貨幣政策是近來影響全球市場表現的重要因素之一。在各國競相貶值之際，唯美國自從去年底靴子落地，開啟加息周期，預計今年加息4次。不過道路坎坷，考驗頗多。

年初全球市場動盪，各類資產遭到拋售，一度引發恐慌，VIX最高升至32水平，美聯儲多次暗示減慢加息步伐，美股亦風聲鶴唳，加速下跌，2月插至谷底，呈現深V型。

之後隨著恐慌情緒消散，各類資產得以修復，美股從2月12日起止跌反彈，並將升勢延續至今，不但收復失地，更是年初至今由跌轉升，動能強勁。當然隨着指數走高，離上方阻力位亦愈來愈近，不過耶倫在這時候大放鴿派言論，削弱了短期內加息的預期。她認為應以審慎態度考慮加息，並擔憂中國經濟放緩和商品價格，與近日多位美聯儲官員的鷹派論調大相徑庭，和兩周前議息會議上的態度保持一致，讓投資者的困惑暫時得到舒緩。

耶倫的態度讓我們相信至少4月美聯儲會保持利率不變，至於6月會否有所行動，還看數據表現和環球金融環境。受到影響，美匯指數回落，維持弱勢格局，這一切為風險資產帶來上升的機會，包括全球股市。

加息放緩刺激港股

同樣受到加息放緩刺激的自然還有香港股市。同樣回顧港股16年以來的走勢。年初恐慌情緒作祟，恒指從21,900點水平一路下跌，最低跌至2月12日的18,278點，跌幅逾16%。隨着風險偏好上升，港股同美股走勢一樣，進行修復，不過可以明顯看到上行動能遠不如美股。先是受制於19,500點多日後，終在外圍帶動下重上20,000點，站上50日均線，隨後至今都在20,000點至21,000點區間內運行，大多數日子是窄幅波動，缺乏量能配合，投資者多是觀望為主，信心不足。不像美股收復完失地，恒指只是修復了大約70%，年初至今仍是下跌。雖然在本周三站上20,800點，不過20,800點至21,000點的阻力較大，不是一時可以徹底突破。

市場關注資產素質

實則，影響港股走勢的，不僅有美股，更受到內地股市的影響。滬綜指同樣從年初開始重挫，目前僅修復了四成不到，上行動能不佳。大市在3月下旬開始水平波動調整，三千關爭持，利好刺激有限。目前看到3,300點水平，後續還看增量資金流入狀況，如此令恒指的升勢受限。除此之外，港股亦受到業績期的考驗。受到全球經濟增速放緩，中國經濟下行壓力大的影響，重磅股業績好壞不一，最近的四大內銀三家減派息，市場關注資產素質，影響了大市。

畢竟經濟基本面沒有明顯改善，無力支撐股市走高。當然，耶倫的鴿派言論並不代表就不加息了，美貨幣政策前景仍具不確定性，我們要時刻警惕該預期的變化。



耶倫早前大放鴿派言論，削弱了短期內加息的預期。 資料圖片

英國「脫歐」的經濟影響

興證國際證券市場拓展部聯席董事

周嘉儀（前無綫電視新聞主播）

經濟學人智庫(EIU)早前選出十大全球風險，其中之一為英國「脫歐」(Brexit)公投。公投將於今年6月23日舉行，屆時英國人只需回答一條簡單問題：英國應否留在歐盟？(Should the United Kingdom remain a member of the European Union or leave the European Union?)

不說不知，英國曾在1975年就應否留在歐盟(當時為「歐洲經濟共同體」)舉行過一次公投，當時民眾投票選擇留下。不過隨着時日變遷，愈來愈多英國民眾對歐盟產生懷疑，加上最近出現的難民問題，更令英國人擔心留歐得不償失，遂觸發這一次「脫歐」公投。

從政經四方面分析

經濟學人早前分析英國萬一真的「脫歐」對經濟四方面的影響，分別為法規、貿易、外國直接投資(FDI)和入境政策：

「脫歐派」認為離開歐盟便能避免其嚴苛的法規，從而創造更有利營商的環境，但「留歐派」卻指最影響經濟發展的法例其實並非來自

歐盟而是英國本身。至於貿易方面，「留歐派」當然力指「脫歐」會令英國的出口受影響，畢竟現時英國約一半的貨物皆是出口到歐盟區，不過「脫歐派」則不太擔心，因為「脫歐」可以令英國更自由地與歐盟訂立各種貿易協議。投資方面，「留歐派」指現時來自其他歐盟國家投資或多或少是因為英國身為歐盟成員。最後，獨立的入境政策是支持「脫歐」的最強烈理由，因為「脫歐派」認為獨立入境政策制定權可以令英國更自主，有助經濟發展。

金融界暫反對佔多

當然，以上的理由皆難以量化，言人人殊，很難輕言總結哪一方是正確。不過觀察現時金融界的反應，反對的還是大多數：摩根大通和高盛均有向爭取「留歐」的團體捐款，匯豐則暗示若真的「脫歐」會從英國轉走上千個職位，連英倫央行亦警告「脫歐」公投將會帶來風險。

有評論認為「脫歐」公投實不足為懼，因為現時「脫歐」風險仍比較低。不過最近民意調查顯示支持「留歐」和「脫歐」的比例拉鋸，所以每每有「脫歐」消息，都令英鎊大幅波動。越接近公投日，相信公投可能會增加其他資產波動，因此我們必須繼續關注事態發展。

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。