

# 借助金融監管政策 打好防風險攻堅戰

劉雅榮 中銀香港分析員

財經述評

中央財經領導小組辦公室主任劉鶴在2018年冬季達沃斯論壇上傳達了有關首要攻堅戰——防範化解重大風險的重要信息：一是用三年左右時間，有效控制宏觀槓桿率；二是重點解決影子銀行和地方政府隱性債務兩大領域的風險。

事實上，為應對金融週期和防控金融風險，人行早前提出了建設由傳統貨幣政策和宏觀審慎政策組成的雙支柱調控框架。

2017年底以來，監管部門發佈了一系列相關政策，從金融機構的資金來源和投向入手進行監管，全面覆蓋金融鏈條。

這亦明確了未來的金融監管方向，主要包括強化資本計提、弱化同業業務以及壓縮通道業務。

## 金融監管要求逐步細化

1、量化的槓桿率指標強調資本重要性：2018年1月初，銀監會發佈了《商業銀行大額風險管理辦法》，對不同客戶提出風險暴露的上限要求，以限制信用風險集中度。銀監會明確以「一級資本淨額」為量化的基礎，強化資本充足率的重要性。

此外，一行三會聯合發佈《關於規範債券市場參與者債券交易業務的通知》，對逆回購及正回購總額/淨資產比率進行限制。由於通知中各類槓桿率的分母大多選用「淨資產」，實質上是加強對資本計提的要求。

2、規範金融機構同業融資行為：2018年第一季度起，同業存單將納入MPA考核中的同業負債範圍。新規將同業存單首次正式

進入同業負債指標計算，反映出監管層對同業業務的重視。據媒體報道，監管對2018年同業存單年度備案額上限進行限制，銀行業擴張動力將受約束。

參考巴塞爾協議要求，銀監會1月發佈《商業銀行大額風險暴露管理辦法》，將銀行表外業務和同業業務一起納入大額風險暴露監管框架。2017年底，銀監會下發《商業銀行流動性風險管理辦法》，引入淨穩定資金比例、優質流動性資產充足率和流動性匹配率。流動性匹配率對同業批發融資期限進行區分，有助降低銀行期限錯配的風險。

3、壓縮通道業務抑制影子銀行過度擴張：2017年11月監管者發佈資產管理業務徵求意見稿，從根本上抑制多層嵌套和通道

業務。12月，《關於規範銀行類業務的通知》下發，進一步堵住銀行通道規避監管的路徑。銀監會繼而發佈《商業銀行委託貸款管理辦法》，對委託貸款的資金來源和用途做了嚴格限制。這意味著監管層將從多條道路聯合封堵當前資管產品投資非標、繞道放貸的重要渠道，未來資金將從表外通道回流表內。

## 促金融市場更透明規範

1、風險重新定價會在短期內影響資產表現：監管政策細節的相繼落地，一定程度上對金融機構的負債端造成壓力，增量資金有限或影響債市表現。短期內，風險的重新定價或致債市收益率維持較高水平。

2、監管趨嚴促使金融機構加強資產負債管

理：本輪針對同業業務和通道業務的監管，將要求金融機構把風險資產重新在表內體現。隨着表外資產回表，銀行需要補提資本和撥備。為應對相關監管指標的考核，金融機構或會調整資產負債結構，優化流動性管理。

3、監管新規有助防範系統性風險和優化金融資源配置：2017年以來的金融監管已取得一定成效。截至2017年11月末，商業銀行同業資產和同業負債均錄得自2010以來的首次收縮，餘額分別較年初減少2.8萬億元和8,306億元人民幣，表外業務增速由過去的逾50%降到19%。監管細節的落地將重塑金融生態鏈條，減少資金空轉，有助防範化解系統性風險。隨着套利空間被壓縮，資金將被引導進入實體經濟，助力經濟結構的優化升級。

# 爭奪定價權 北水力量受高度關注

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

對於A股的復市，投資者是充滿期待的。2月初由美債美股雙殺引發的全球範圍的恐慌，打擊了各大風險資產，讓投資者擔憂。尤其是市場走出了以往的平靜，VIX不再是圍繞10水平打轉，而是大幅波動，甚至一度高見50.3，不得不令我們提高警惕。當前，市場正在經歷一個轉化期，從過去超寬鬆的貨幣政策環境中走出來，在經濟數據的背書和央行的指引下，將一切回歸正常狀態。

## 各類市場超跌反彈

好在春節期間，前期大跌的各類資產出現反彈，作出不同程度的修復。VIX結束兩週連陽。擔憂情緒回落，油價重返60美元，銅價重拾7,000美元這一重要支持，歐美股市也有可觀的漲幅，這給A股帶來正面的支持。與此同時，外圍市場也在等待內地市場的表現，尤其是港股。

## 眾人皆待北水重臨

隨着這幾年滬港通和深港通的通車，互聯互通的深化，北水已經成為香港市場不可或缺的一個力量，甚至和外資開始相抗衡，爭奪定價權。港股的生態圈開始有所改變，從以騰訊(0700)為首的重磅藍籌股表現就可以看出。當然北水也是根據市況作出調整。

年初以來，內銀更受到青睞，包括工行(1398)和建行(0939)等。在沒有北水支持的期間，港股有些乏力，主要是超跌反彈，加上節日效應，成交回落。雖然恒指從三萬點下方反彈上來，重回50日線，但始終受制於20日線，無



隨着這幾年滬港通和深港通的通車，互聯互通的深化，北水已經成為香港市場不可或缺的一個力量。資料圖片

法進一步上攻，短線三萬二是阻力。不過市場早就在期待周四A股復市，前一日之前北水的頭頭好就有異動，投資者偷步掃貨，博周四復市後這些股票可以重獲北水支持以期待漲幅。事實上，內地金融股於周三領漲，建行升2.76%，而平保(2318)則升1.76%。另外，股王騰訊則升2.74%。

## A股走高 港股疲弱

在春節長假復市後的首個交易日，內地股市不負眾望，高開高走，動能強

勁。滬指跳空高開重上3,200點，權重股反彈，熱點活躍，最終收漲2.17%，深成指升2.18%，創業板亦升1.88%。不過港股並未獲得支持，而是先跟隨外圍低開347點，好在於50日線附近找到支持，全日進行窄幅波動，跌逾1%。

外圍加息的腳步加速，美債價格持續受壓，讓投資者不得不小心翼翼，拖累了港股的走勢，看來受國際市場的影響還是更大一些。重股方面，騰訊在450元水平上落，表現乏力。內銀受壓，建行出現整理，遇阻8.5元，回吐前

一日升幅。平保窄幅震盪，失守50日線。匯豐控股(0005)跌破80元水平，跌逾2%。

不過並不認為一日的表現就可以下定論。相信北水依舊對港股的走勢有相當大的影響，短線稍作調整可以理解，後市仍有望推動重股，並帶動大市造好，故而對於港股走勢並不會因為2月初的調整而就悲觀，但的確要注意市場波動性將進一步擴大，風控的意識要進一步增強。內地股市短線恐怕還要修復，繼續看好藍籌股。

# 國企改革帶來長線投資機會

馬磊 富達國際中國股票基金經理

中國的國企改革可帶來長線投資機會，至今，有關改革進展甚慢，故市場所抱期望仍然十分低，但這亦帶來了值得留意的估值機會。許多國有企業均擁有來自土地、營業執照或有利法規等的重大核心資產基礎。這些資產的獲利能力普遍未被充分發揮，因為相比利潤和回報，產量和職位創造更受重視。隨着管理層改組或管理層激勵計劃有所變化，上述情況可能出現改變。雖然管理

層激勵計劃改革目前的實行力度不大，但從股東角度來看已帶來正面結果。中國當局清楚，透過簡單改革使國有企業實現強勁增長是相對容易達成的目標。然而，問題的關鍵在於政府實行上述改革的意慾如何，而這亦是這些企業的估值仍然低企的原因。

## 供給側改革助提升利潤率

我認為在中國可直接受惠於供應收緊的

舊經濟股份開始帶來投資機會。預計2018年需求將會大致持平或適度回升，故供應側改革主要受惠供應側，而供應側基本上完全由政府掌控。

過去12個月至18個月，部分行業的供給側改革已取得成果，而我預期這一趨勢將在短期內持續。相關改革會推升平均售價，因此有助企業改善利潤率。我計劃在投資組合中配置黃金、銅、鋼鐵及水泥股，以投資於相關概念。涉及的風險是需

求低於預期，但我不認為未來六至九個月會出現這種情況。

我認為人民幣升值將為出口商帶來影響，因為以人民幣計的成本將會上升，而海外需求放緩則會令收入下降。此外，全球整體需求放緩，亦會拖累出口商的需求。在此情況下，科技硬件可能是首當其衝的行業之一，尤其是蘋果公司的新產品周期已結束，相關環節已步入需求放緩的階段。

# 債息高企揮之不去 避險不利亞洲及新興市場

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

美股前星期大幅波動，一度引發資金回流至債券市場避險。但聯儲局高層向投資市場大派定心丸，令資金再度回流至環球股市，帶動股票市場回升。目前有什麼新的因素值得投資者留意呢？

## 美增基建及國防開支加深財赤

美國國會通過3,000億美元政府支出計劃後，投資市場普遍預期美國經濟增長勢必加快，而且就業市場將會更趨活躍，令美國工資增長加快，帶動通脹上升。由於通脹可能持續回升，令到聯儲局未來加息的步伐加快。市場去年曾經預期，今年聯儲局將會加息三次，而最近不少大型投資銀行已經估計，今年聯儲局將會加息四次。從利率期貨亦普遍顯示，美國今年加息四次的機會正在上升。

由於美國增加基建及進行稅改，勢必令美國政府增加財赤。據彭博綜合資料統計，美國政府財赤佔國內生產總值的比率，將由2017財政年度的3.4%，上升至本財政年度的3.7%。2019及2020財政年度的有關比率

將會進一步升至4.5%及4.7%。由於財赤進一步上升，將令政府債務佔國內生產總值的比率上升，由2017財政年度的76.5%，上升至本財政年度的77.8%。2019及2020財政年度的有關比率將會進一步升至79.0%及80.0%。

## 美國中長線經濟基調或受影響

稅改及增加基建開支，對經濟的刺激作用可能只有二至三個財政年度，之後要看企業投資意慾是否持續增長，以增加招聘員工，令工資增加。另外，亦要觀察環球經濟的表現能否持續維持強勁增長，以帶動美國經濟表現。但問題在於，美國目前正處於加息週期，財赤及國債進一步上升，勢必令美國政府的債務利息開支增加。一旦環球或美國經濟逆轉，政府欠缺財政空間去刺激經濟，故可能影響美國中長線經濟基調表現。若財赤及債務情況失控地上升，將不但令資金流出美國，更可能令信貸評級機構下調美國主權評級，勢令其融資成本大幅增加，進一步拖累經濟表現。

## 債息上升亦涉及信貸評級因素

美國國債息率近日持續上升，投資市場已歸納了三大原因。首先，歐美通脹回歸，可能意味今年央行收水的速度將會加快，而且估計聯儲局今年內可能加息四次，較目前市場預期的三次為多，故令歐美債券市場被拋售。

第二，美國企業在海外持有的資金，除了以現金持有外，亦以持有美國國債為主。稅改令美國企業在海外的資金將被抽重稅，故不排除美國企業目前沽美國國債，把資金調回美國，是引發今次美債息急升。

第三，美國稅改勢令美國政府的財政情況惡化，而美元持續弱勢。若美國政府需要發行更多國債，可能要以較高息率去吸引投資者，令投資者沽出目前較低息率的國債，引發今次沽售。預料美國十年債息有機會抽升至三厘水平，債價短期仍有下調壓力。但新增的第四點，似乎是有投資者看淡美國主權信貸評級前景，故認為目前的融資成本將會大幅急升。



圖為紐約證券交易所交易員正關注股票市場表現。

湯森路透

## 加息四次或以上恐引發避險升溫

美國經濟較預期好，工資升幅較預期快，以及資源價格近一年持續上升，對美國通脹帶來的壓力將逐步浮現。因此，聯儲局絕對有空間把今年加息的次數增加至四次或更多。加息次數增加，將令到美國與其他國家的息差擴大，但是否代表美元急升？投資者目前並非首要考慮息差問題，故不代表美元將會急升。

況且，美國目前負債沉重，弱美元有利美國償還債務，故美元弱勢目前對美國有利。惟要留意的是，美國十年債息升至2.95厘，逼近3厘水平，對資產價格估值可能帶來負面影響。一旦升穿3厘以上，有機會引發新一輪避險潮，令資金流向避險資產，例如美元、日圓及黃金等，將帶動美元上升，令亞洲及新興市場資金流出情況加劇，不利區內股匯債的表現。投資者亦可留意一些抗通脹債券。