

粵自貿區「深改方案」推動高水平金融開放合作

財經述評

應堅 中銀香港高級經濟研究員

日前，國務院正式印發《進一步深化中國（廣東）自由貿易試驗區改革開放方案》（廣東自貿區「深改方案」），根據三年來廣東自貿區制度創新情況，結合粵港澳大灣區規劃提出的深化三地合作的新要求，進一步推動服務業對外開放。在金融領域，「深改方案」不乏新亮點和新舉措，以下幾點值得關注。

對開放提出更高要求

「深改方案」強調，要以制度創新為核心，以風險防控為底線，對標國際先進規則，建立與國際航運樞紐、國際貿易中心和金融業對外開放試驗示範窗口相適應的制度體系。廣

東自貿區金融業發展主線仍是制度創新，下一步將更注重政策措施系統集成，並形成一整套可複製可推廣的經驗。例如，「深改方案」提出要推動建立與自貿試驗區改革開放相適應的賬戶管理體系，這是對廣東自貿區近年來積極探索跨境金融服務模式的肯定。未來，廣東自貿區有望繼續推動NRA+賬戶體系試點，並就如何利用人民幣專用戶服務區內企業方面進行有益探索。

強化屬地風險處置責任

在經歷近兩年離岸市場大幅波動後，跨境監管成為內地加快金融業開放必須解決的重大課題。作為內地金融業開放前沿，同時又

毗鄰境外最大的香港離岸人民幣市場的廣東自貿區，被賦予了一線監控的重大責任。「深改方案」強調，「地方政府要在堅持金融管理主要是中央事權的前提下，按照中央統一規則，強化屬地風險處置責任。

強調監管體制完善創新

健全金融監管體系，守住不發生系統性金融風險的底線。「深改方案」提出具體要求——探索在前海蛇口片區開展金融綜合監管試點，實施以合作監管與協調監管為支撐的綜合監管。另一方面，廣東自貿區金融監管目標進一步與國際接軌，如要求完善跨境資金監控體制機制，強化反洗錢、反恐怖融

資、反逃稅工作，及時發現跨境洗錢和恐怖融資風險，防範利用跨境貿易從事洗錢犯罪活動。

推進跨境支付業務突破

「深改方案」提出，要深入推進粵港澳服務貿易自由化，拓展金融IC卡和移動金融在自貿區公共服務領域的應用。儘管八達通等金融IC卡已在香港廣泛使用，支付寶和微信等移動支付更是快速發展，為居民生活消費帶來不少便利。但跨境支付領域發展相對滯後，特別是港澳居民到境內支付感到不便，例如，第三方支付綁定香港銀行賬戶至今不能支持港澳居民在內地使用。這有待廣

東自貿區利用特殊開放合作平台進行創新，全面推進業務突破。

冀各方合作有更多作為

中央支持港澳融入國家發展大局，共謀發展大計，共用發展成果，這也是港澳居民的共同心聲。廣東自貿區「深改方案」支持粵港澳機構合作設立人民幣海外投資基金，利用香港離岸金融中心融通全球資金的能力及遍及海外的商業網絡，服務「走出去」企業，推動「一帶一路」建設。同時，珠三角「走出去」企業眾多，設立人民幣海外投資基金也將為香港金融業進一步拓寬發展空間。

地緣風險猜不透 資產波幅難免大

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

地緣政治風險近來已經成為一種新常态，成為擾亂市場節奏的主要因素之一，充滿較大不確定性。相較而言，貨幣政策正常化的趨勢則相對穩定。從今年2月6日恐慌指數VIX急升至50.3開始，市場變得更加波動，因為在貨幣政策由非常時期變回正常時期的過程中，市場波動性亦要跟隨，這也是投資者需要學會適應的。

情緒反覆須保持警惕

特朗普這個不按常理出牌的美國總統絕對是非常大的影響因素，從上任以來就是話題的中心，且行為出乎意料。就比如中美剛就貿易問題達成共識，後腳又說對談判不滿意，更未停止對中國的貿易敲打，令擔憂情緒上漲。又比如「特金」會，美國和朝鮮兩國首腦的會晤也成為焦點，這期間反反覆覆，一會取消，一會又如期舉行，牽動市場的神經。特朗普與其他國家外交方式和關係的種種都可以用三個字概括：猜不透。

除此之外，近期歐洲政局的穩定性擔憂再起，尤其是意大利和西班牙，投資者擔心不但會影響歐洲經濟，更會將影響擴大到全球範圍，如此令風險資產一度受壓，包括全球股市。

好在這些地緣政治風險的影響往往偏短線，除非產生聯動效應，對實體經濟

造成長遠和實質的影響，否則，投資者基本能夠慢慢消化壞消息，各類資產也隨之做出一定的修復。但從近期事態發展看，沒有什麼確定的是，唯一不變的就是變化，所以無論是中美，美朝還是歐洲等問題，都不可輕易下定論，保持警惕之心。

關注美元強勁延升勢

相對而言，投資者還是應將更多目光放在至少還有據可依的貨幣政策上。隨著各國經濟逐步從金融海嘯中修復起來，貨幣政策正常化的步伐成為主流，而美國憑藉着強勁的基本面，成為領頭羊，一言一行受到其他央行的高度關注。

尤其是今年來，歐日等國的經濟增長速度似乎沒有去年投資者對其預期的那麼樂觀，一次次經濟數據的公佈之後，相較美國雖然表現不一但整體樂觀，美國顯然更具備加息的能力。而其他央行暫時保持謹慎，按兵不動。

資金再次被吸引回來，美匯指數從今年4月中下旬開始轉頭走高，不但突破90水平，更是愈升愈有，突破95。非美貨幣則受壓，歐元在遇阻1.25水平後，來自經濟數據和政局混亂的因素拖累，已經測試1.15承接。英鎊從高位回落，早已回吐完年內漲幅。



■近期環球金融市場充斥不明朗因素，美股走勢也變得較波動。圖為紐約證券交易所門外。

新興貨幣遭拋售惹關注

更慘烈的是新興市場貨幣，MSCI新興市場貨幣指數從4月中下旬開始已經累積下跌了近3%，各國央行按耐不住紛紛出招守住本國貨幣。阿根廷在本月初，曾在一周內加息三次，向IMF求助，央行多次幹預，但從今年來已經下跌逾三成。土耳其里拉，巴西雷亞爾等，不少新興市場貨幣遭到拋售。黃金則從高位回落，跌破曾跌至1,280

至1,300美元的運行區間，縱然有地緣政治風險支撐，也從今年來始終無法突破1,360美元水平。目前圍繞千三水平震盪。

眼下關注的重點在美國經濟數據上，這對於處在變盤關鍵點的美元和金價等各類資產來說都相當重要。由於昨日小非農不理想，給周五非農和薪資數據蒙上陰影，畢竟非農已經連續兩個月遜於預期，美元昨日從高位回落，調整等待周五數據的挑戰。

企業債務違約雖增 暫對銀行盈利衝擊有限

康證投資研究部

近期內地驟現新一輪企業債務違約風波，多家內房爆出債務違約風險，圖表中顯示今年新增違約情況突出，違約上市公司、民營企業顯著多於同期。截至5月25日，今年共有19隻債券發生違約，合計違約規模達170.6億元人民幣，新增違約主體6間。與2017年同期相比，不論是違約債券數量、主體數量及違約規模亦略有增加。另外，年初至今發生信用違約大多為民營企業，比例較去年同期有明顯提升。

民企違約比例較高

事實上，出現債務違約風險較嚴重的企業，大部分處於資金鏈末端，抗禦風險能力較弱，自身運營存在問題，導致個別企業的風險暴露。當中心企缺乏國企的規模優勢，面臨成本上升壓力，利潤容易被擠壓，因此從圖中可見，民

企的利潤增速近期率先於整體上市公司中回落，加上個別企業無法及時收回應收賬，導致民企違約比例較國企為高。

不過前數年由金融環境理想銀根寬鬆，投資者風險胃納趨升，對低質素及抗禦風險能力較低的企業具有更高的包容性，因此這些企業的債券、非標等融資管道較為暢通。可是一旦債務違約蔓延，將對投資市場帶來衝擊，值得投資者留意。

預計風險仍然可控

然而，從企業債後續到期的規模和結構來看，民企企業債雖在今年6月、8月、10月和12月的債務到期規模超過國企(見圖)，惟後續到期的品種，大多為較高質素的企業債，因此違約風險相對較低。此外內地監管部門，已着手制定相關政策，處置債券違約風險，包括加強對高

負債企業債務的風險排查監測，完善市場及法治化的債券違約處置機制，有序打破剛性兌付等，相信風險仍然可控。

為了預防債務違約蔓延，在現有融資框架下，民企、地產商等融資難度將大幅增加，部分內房發債遭煞停，社會融資規模增速將會下降，拖累下半年中國經濟基本面。惟對於今年下半年的債市，尤其是高等級債券則保持樂觀，低等級債券爆發信用風險的可能性仍然存在。

此外市場因違約風險增加，及憂慮銀行不良貸款率上升，遂估計中資銀行信用敞口約12萬億元人民幣，不過現階段企業債券違約，對銀行盈利水平及資產質量影響暫時有限，加上銀行信用債投資佔比及風險偏低，估計即使違約率升高，料僅拖低今年銀行業收入增幅不多於0.6%，影響相對輕微。

違約企業數據比較

	2017年同期	截至2018年5月
違約債券數量	17	19
違約債券主體數量	9	11
新增違約主體	1	6
違約民營企業數量	5	8
違約上市公司數量	1	4
新增違約主體上市公司數量	0	4
合計違約規模(億元人民幣)	136.3	170.64
違約民營企業佔比	55.56%	72.73%

資料來源: Wind、方正研究

油價漲勢過度 即將迎來拐點

John Kemp 路透市場分析師



■油組消息人士開始暗示他們有意增產，以彌補委內瑞拉及伊朗留下的產量缺口。資料圖片

注意交易商們實際做了什麼，而不是說了什麼，這是成功的油市分析的金科玉律之一。儘管近幾周有關油價的評論一片向好，但也出現了許多關於油價即將回落的預警。截至4月中旬，對沖基金已積聚了相當於14

億桶的原油和油品期貨和期權淨多倉，規模接近紀錄高位。據監管部門和交易所數據，多空倉位之比達到近14:1的紀錄高位。

由於市場把目光焦點放在委內瑞拉石油出口下滑和伊朗受到新制裁上，近日布蘭特原

油期貨在接下來的五周進一步上漲8美元。但更仔細看，市場有不少跡象顯示，油價升勢或許後繼乏力，而且面臨修正的可能性愈來愈高。對沖基金及其他基金經理人在4月17日和5月22日之間的五周，每周都是淨賣出石油期貨和期權。多倉減少了5,200萬桶；空倉則是增加了5,700萬桶。在原油倉位的變化方面更是明顯，多倉減少了1.07億桶；空倉則增加了6,200萬桶。

近日布蘭特原油期貨從逆價差變成正價差，部分是因為有太多的對沖基金倉位集中在近月合約。現貨布蘭特原油市場也顯現出越來越多的疲軟跡象，即期現貨布蘭特原油價格下跌，出現正價差，而且有報告稱存在未售出船貨。疲弱勢頭沿原油期貨曲線蔓延，六個月布蘭特原油期貨的大幅逆價差狀況平緩下來，逆價差從4月26日的3.5美元降至5月29日的僅僅1.49美元。

不均衡倉位或引發價格逆轉

自2015年年初以來，如果對沖基金在石

油市場的頭寸大量集中在多倉或空倉，往往預示着近期價格走勢很快將出現逆轉。不均衡的倉位可能會引發價格逆轉，即使生產和消費面沒有新的重大消息傳出。但近幾周的一些新消息表明，油價漲勢可能失去動能並出現逆轉，至少暫時是這樣。價格快速上漲又把「需求摧毀(demand destruction)」議題重新提上日程。主要預測者開始下調2018年下半年和2019年需求增長預估。原油價格上漲已經將美國和其他石油消費國的油價推高至敏感水準。

最近幾周，美國汽油均價達到政治敏感的每加侖3美元，而且開始吸引政界人士的更多關注。4月20日，美國總統特朗普在推特上發文責備石油輸出國組織(OPEC)將油價推至無法接受的高位。5月23日，嚟到政治機會的美國參議院民主黨人致信特朗普，將油價上漲歸咎於OPEC，並呼籲特朗普向OPEC、特別是沙特施加提高石油供應的壓力。

在其他地區，印度的汽油和柴油價格已經漲至紀錄高位，這使得印度石油部長指責

OPEC限制產量。巴西柴油價格觸及紀錄水準後，卡車司機爆發大範圍罷工，封鎖了公路，迫使政府下調燃油稅。OPEC及非OPEC盟國無視於原油消費勁增仍堅持限產，日益被外界指責為油價上漲的罪魁禍首。委內瑞拉產量下降，加上伊朗出口可能減少，突顯出OPEC及其盟友面臨可能無法實現2018年產量目標的風險。沙特處境微妙，正是其敦促美國對伊朗實施制裁，但又不希望在美國選舉年承擔油價上漲的責任。

油組開始暗示將有意增產

OPEC消息人士開始暗示他們有意增產，以彌補委內瑞拉及伊朗留下的產量缺口，一反先前表明在2018年底前維持產量不變的立場。OPEC釋放出2018年下半年可能增產的訊息，似乎引發了油價自5月24日開始的大跌。

但OPEC承受改弦易轍的壓力在這幾周以來加劇，至少有幾名交易商已然提早調整倉位為此預做準備。重要的是觀其行，而非觀其言，這是不變的道理。



■市民正在選購奶粉。

網上圖片