

大灣區為港注入新動力

左智卿 中國華融（澳門）國際股份有限公司投資管理部董事總經理

粵港澳大灣區由深圳、廣州、佛山、肇慶、東莞、惠州、珠海、中山及江門九個廣東省城市和香港、澳門兩個特別行政區組成，是中國開放程度最高、經濟最具活力的區域之一。2016年，大灣區經濟總量達1.39萬億美元，相當於亞洲第五大經濟體。港口集裝箱吞吐量位居世界第一，是紐約灣、舊金山灣及東京灣三大灣區總和的4.5倍。這裡還聚集17家《財富》世界500強企業總部，4所世界50強高校。據預測，到2030年，大灣區經濟總量將再增2倍，達4.62萬億美元，居世界灣區之首。在不久的將來，粵港澳大灣區在中國全面深化改革開放過程中將極具發展潛力和指標意義。

香港作為粵港澳大灣區的一部分，是中國

最國際化的大都市，也是實行「一國兩制」的特別行政區，在國際聯繫上具有不可替代的獨特優勢。香港連續23年蟬聯全球最自由經濟體，是國際金融、貿易、航運中心。擁有成熟的普通法體系與良好的法治基礎，會計、監管等制度同國際接軌，政府廉潔高效，專業服務一流，營商環境便利，營銷網絡遍佈全球。此外，大灣區其他地域具有科研投入高、產業鏈完善、上下游配套齊全，先進製造業基礎雄厚，且腹地廣闊等特點，與香港互補性極強。因此，香港在大灣區建設中不僅將發揮不可替代的作用，而且將迎來自身發展的新機遇。

一、塑造大灣區投融资中心

長期以來，香港資本市場一直是吸引外

來投資以及企業融資的重要平台，及後又成為中國企業走進世界的重要渠道。到目前為止，內地對外直接投資總額接近2,000億美元，其中近六成投資到香港或者是經香港投資其他地區。內地企業佔香港資本市場總市值超過六成。其中，廣東企業佔在港上市的內地企業約21%。香港也因此超越紐約，多年榮獲全球最大的股票上市集資中心。

此外，隨著中國在全球經濟影響力日益增強，人民幣在國際貿易和結算中的使用率越來越高，地位不斷提高。香港已經是全球最大的離岸人民幣支付結算中心，處理全球約七成的離岸人民幣支付交易。可以預見，隨着「一帶一路」倡議以及粵港澳大灣區戰略

的推進，各國對人民幣的需求會不斷上升，香港的離岸人民幣中心地位也將進一步加強。

二、借勢發展國際科創平台

過去的發展軌跡造就香港成為國際金融中心、國際航運中心和國際貿易中心。未來粵港澳大灣區將成為國際創科中心，香港和深圳也在河套區建立創新科技園，特區政府也加大力度支持發展創新科技。同時，香港擁有許多人工智能領域的高端人才、研究水平也處於全球前列位置，在金融、法律等專業服務方面優勢明顯。因此，香港應該前瞻性地抓住這一良機，配合大灣區的建設，發展契合自身優勢的高新技術，保持在產業鏈尖

端的競爭力，發展成為新的國際科創平台。

三、拓展國際企業財資中心

香港「總部經濟」已相當成熟，有數千家跨國企業在香港設有區域辦事處或總部。目前，在港中資企業有近四千家，總資產規模達20萬億港元。特區政府更於2016年修訂《稅務條例》，為企業財資中心提供稅務優惠，並將稅率由16.5%減半至8.25%，進一步加強企業的運營效率和風險管理水平。因此，結合大灣區發展戰略，發揮好「一國兩制」的優勢，無論是計劃「走出去」的內地企業，還是打算開拓亞洲市場的跨國企業，將區域總部落戶於香港，都更具靈活性和適應性。（本文有刪節）

市場波幅擴大 事事保持謹慎

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

在剛剛過去的十月，雖然這幾日市場情緒已經有所改善，但明顯感覺到市場波動性正在擴大，最突出是股票市場。全球股市在10月普遍受壓，MSCI全球指數結束三個月連陽，下跌7.42%。美股在上個月經歷兩次大跌。投資者特別關注業績表現，希望藉此評估盈利前景，看能否撈起當前的高估值，畢竟美股走出海嘯，已經牛了十年。尤其是科技股，曾經帶領美股創新高，但現在也因擔心增長動力放緩，股價出現大幅調整。

環球股市調整仍未完

10月10日，美股大跌，當時科技股面對拋壓，納指跌4.08%。標普連跌五日，跌至2個月新低。月初還強勁的道指隔夜加速下跌，挫3.15%。10月11日跌勢延續，進一步下探。好在隨後股市獲得支持，但投資者相當謹慎。直到10月24日，對貿易戰敏感的晶片商受挫，拖累其他科技股。道指和標普抹掉年內全部漲幅，納指創逾7年來最大單日跌幅。其實，這次美國大部分企業業績樂觀，但股市反應不佳，亞馬遜和谷歌令人失望的財報繼續引發投資者擔憂，拖累美股。而通用電氣和Facebook業績樂觀，又令美股止跌，在10月的最後兩日反彈。目前為止，美股還來不及完全修復，且損失不少。道指雖收復兩萬五，但結

束三個月連陽，下跌5.07%。標普反彈回兩千七，但結束六個月連陽，下跌6.94%。納指連跌第二個月，挫9.2%，是近十年來最差單月表現。

香港股市也難有好表現，從月初的兩萬八水平開始下落，一度低見24,540點，但又跟隨美國和內地股市的反彈，今日已經重回兩萬五。整體來看，無論是美股、港股或是內地股市恐怕調整仍未完，不可掉以輕心。

避險資產先漲後跌

實際上，在面對股市大跌，風險資產受壓，避險情緒急升，恐慌指數VIX在十月波動性回歸，比如10月10日當日大漲43.95%，24日大漲21.83%。

安全資產獲得青睞。金價在此之前較少受到避險因素影響，而保持着和美元的高度負相關性。但10月開始，雖然美元維持升勢，但並不阻礙金價走高，甚至在10月11日做出突破，直接升穿1,220美元，單日大漲逾2%。隨後短暫調整，又在上周五一度突破1,240美元。然而這幾日，擔憂情緒減弱，美元做出突破，黃金重新回吐漲幅，跌回1,220美元上下。

另一個不得不提的貴金屬是鉅金。從8月低位止跌開始展開強勢反彈，10月初短暫調整後，在23日再創1137.3美元的新高，不過第二日就開始加速回吐漲



■納指連跌第二個月，挫9.2%，是近十年來最差單月表現。

路透社

幅，目前考驗1,050美元支持。

日圓作為避險資產也一度獲得支持。美元兌日圓從月初的114跌至112一線，但這兩日又重新升回113，維持大的上行趨勢。美債也反覆。10年期美債收益率在月初高見3.2594%，避險情緒令其不斷下跌，考驗3.05%，月尾又朝着3.2%一線反彈。

美元強勢油價回落

相對來說，美匯指數維持強勢。從下半年開始大部分時間保持在94至96區間內上落。10月初嘗試突破96但未果，直到月中回測百日線後，美匯指數動能突然急升，不但突破96區間阻力，更是在樂觀經濟數據的帶動下升穿97一線，10

月共累積2.1%漲幅。

然而，進入本年的倒數兩個月，並不認為這樣的市場波動會減弱，畢竟我們仍面對不明朗因素，其中主要來自貿易戰，尤其是中美關係，還要等待下個月兩國領導人會面情況，投資者擔心兩大經濟體之間的矛盾令全球經濟增長下行壓力進一步增加。看油價的走勢就可知，因為擔心需求端受到影響，加上庫存增加的壓力，油價從高位回落，上個月回吐一成。

其次包括加息步伐的預期，歐洲地緣政治風險以及美國中期選舉，這些不確定性加在一起，市場情緒不穩，各類資產也起伏伏，目前只能保持謹慎。

內地加大減稅力度可期

康證投資研究部

10月財新中國製造業採購經理人指數(PMI)為50.1，略高於市場預期的50，較9月高0.1。受到中美貿易戰陰霾影響，內地廠商對於未來一年的經營前景信心度跌至11個月新低，疊加生產成本上漲壓抑企業利潤，經濟下行壓力有所加大。

救市政策陸續落地

一行兩會及國家領導人先後發聲維護後，救市政策陸續落地，內地傳媒報道深圳及北京市政府已分別安排數百億元人民幣的專項資金，透過股權、可轉債等方式向上市公司提供資金，不求控股及不干預企業日常經營，待相關公司化解流動性問題後將退出。此舉響應國家領導人否定「國進民退」的存在，以實

質行動舒緩中小型民企所面對的融資難、融資貴的困境，如後續有其他省市的專項資金陸續到位，預計總規模以千億元計。雖然不至於大水漫灌，但短期能舒緩A股股權質押導致的流動性問題，改善市場氣氛，券商板塊近日因而轉強。

萬眾矚目的中共中央政治局會議本周召開，主持會議的中共總書記習近平指出，當前經濟運行穩中有變，經濟下行壓力有所加大，當局要切實辦好自己的事情，實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，做好穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期工作。

穩就業成為政治局的重中之重，中美貿易紛爭潛在加劇形勢，內地企業面對訂單減少，經營成本上升影響企業利

潤，如明年中美貿易關係未能緩和，內地的確將面對失業率上升壓力。

穩金融方面，人民銀行早前公佈將再貸款和再貼現額度，加碼至1,500億元人民幣，改善信貸環境，保持市場充裕流動性。

穩外貿、穩外資及穩投資方面，當局落實措施保護外資合法權益，加強市場開放及放寬市場准入等，早前Tesla落戶上海以及寶馬控股華晨寶馬等例子已顯示上述措施得以落實。預期外資進入內地市場將日漸增加，以幫助穩住內地的就業狀況。

樓控不會半途而廢

近年政治局一直強調的「去槓桿」及「房住不炒」等目標，是次會議並沒有

提及。事實上，自從7月國務院總理李克強主持國務院常務會議中，提出「財政政策需更積極，貨幣政策要鬆緊適度」，已經釋出大方向由「去槓桿」轉為「穩槓桿」的信號。至於隻字不提樓市，市場不宜過急解讀為中央將減輕對樓市的調控力度，因政治局會議召開前夕，新華社9月數據顯示，一線城市房價回調，二三線城市房地產市場降溫，調控政策取得明顯成效，當局「決不允許房地產調控半途而廢、前功盡棄」。

面對國內消費降級、貿易戰、人民幣持續轉弱等內憂外患，另外市場對於美國中期選舉，以及習特會對於兩國貿易關係能否改善並沒太大憧憬。內地在穩就業的大前提下，預料將進一步放鬆信貸，以及加大減稅力度穩經濟。

政治局會議釋放三信號

程實、王宇哲、錢智俊 工銀國際

「世易時移，變法宜矣。」當前，中國經濟的基本面和預期面都正值敏感時刻，政策面的主動調整更顯重要。2018年10月31日，中央政治局會議顯示，中國經濟政策正在三個層面主動求變：一是政策重心轉向托底增長，有望抓住主要矛盾，充分利用政策空間以應對內外部壓力；二是政策發力倚重積極財政，積極財政有望加速發力，成為下階段「穩增長」的主力軍，並優化貨幣政策的搭配作用；三是政策紅利聚焦民營企業，貨幣政策、財政政策、監管政策、資本市場建設、深化改革開放的「一籃子」政策紅利將凝聚合力，共同穩定民營、中小企業的發展動能。有鑒於此，本次中國經濟政策的主動微調，體現出「以變求穩、以穩求進」的政策思路，有助於穩固基本面的增長底線，從而推動預期面漸次走出短期恐慌、回歸長期理性。

從「防風險」回歸「穩增長」

圍繞「穩增長」這一核心，本次政治局會議釋放出三重關鍵信號。第一是政策重心應

時而變。本次會議進一步確認經濟下行壓力和風險，並強調增強預見性，及時採取對策。由此可知，隨着2016年下半年以來的一輪全球復甦周期出現停滯跡象，中國政策的重心在兩年內完成從「穩增長」到「防風險」，再到「穩增長」的回歸。

第二是政策關切更加聚焦。本次會議沒有強調「去槓桿」和「控房價」，本身並不是放棄長期目標，而是抓住主要矛盾、明確政策信號。近期以來，決策層頻頻提及民營企業和中小企業的經營困難，穩定資本市場預期正是政策的焦點。

第三是政策空間依然穩固。正如我們此前研究強調，面對前期「去槓桿」帶來的短期陣痛和貿易摩擦的負向衝擊，中國經濟亟待在有限的政策空間中騰挪，以避免角點解，這構成當前中國經濟的核心挑戰。本次政治局會議指出，居民收入增長與經濟增長基本同步，城鎮新增就業提前完成全年目標。這表明，位列「六穩」之首的「穩就業」尚未動搖，而就業和居民收入的穩定，為中國經濟的結構性改革提供相對充裕的空間，有助於通過改革開放

的深化，靈活應對當前的內外部壓力，為「穩增長」夯實長期底線。

政策發力倚重積極財政

正如我們此前研究所指出，今年在「穩增長」政策組合中，貨幣政策最先發力，雖然取得積極的政策效果，但是受制於結構性瓶頸，「寬貨幣」難以實現「寬信用」，因此亟待財政政策打破這一瓶頸。我們認為，本次政治局會議強調，「一些政策效應有待進一步釋放」，正是主要針對這一問題而言。由此推及，下一階段，「實施好積極的財政政策和穩健的貨幣政策」的表述雖然未變，但是政策組合在實踐中的發力點將積極調整。

其一，積極財政政策將成為「穩增長」的主力。基建項目有望提速落地，其對經濟的提振效果預計在第四季度逐步釋放，並拉動信貸投放的增長。同時，更大規模的減稅有望提速推進，且減稅重心從居民部門向企業部門轉移，強化對企業投資的推動作用。

其二，由於目前政策的主要發力點在於財

政政策，貨幣政策將維持穩健中性、邊際趨鬆的基調，不會回歸「大水漫灌」的舊模式。連續的定向降準有望落地。「調結構+補增量」的定向降準將成為主要的貨幣政策工具，下一次定向降準將大概率發生在2019年第一季度，在春節前落地的概率要高於春節後。

此外，在政策效果層面，本次會議強調，「要改進作風，狠抓落實，使已出台的各项政策措施盡快發揮作用」，表明政策組合的落地進度已得到高度重視。展望未來，減少政策時滯，從寬貨幣到實現寬信用、年內企業減稅進度、基建補短板的具體項目落地將是檢驗政策執行效率的主要看點。

政策紅利聚焦民營企業

相較於今年前幾次政治局會議，本次會議着重強調解決民營、中小企業發展中遇到的困難。我們認為，圍繞這一點，未來「一籃子」支持性政策將陸續推出，五方面的政策紅利值得期待。

一是貨幣政策方面，有望通過定向降準的結構性調節功能，進一步加強對民營、中小

企業的信貸供給，豐富對此類企業的增信途徑，阻斷市場流動性風險向民營企業信用違約風險的傳導。

二是金融監管方面，推動商業銀行的內部考核激勵機制改革，修正對中小企業的「信貸歧視」，舒緩銀行信貸意願的順周期性。

三是財政政策方面，增值稅並檔有望加速落地，切實降低中小企業的實際稅率，發揮對民營企業投資的精準刺激作用。

四是資本市場方面，通過穩定資本市場，增強對民營企業的「投資效應」，通過加大制度建設，擴大中小企業的直接融資路徑。

五是深化改革方面，把握慶祝改革開放40周年活動的歷史契機，一方面鞏固「多種所有制經濟共同發展」的市場長期信心，另一方面重點突破利益藩籬，放寬民營資本的市場准入，從根本上為民營、中小企業提供更廣闊的發展空間。

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。