

合理去槓桿 實現深層次風險防化

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

自2009年以來，中國經濟一直處於高速發展之中，與之相對的是債務規模更為迅速的擴張。根據國際清算銀行的數據，內地的債務佔GDP的比重自2008年第四季度的114.2%增長至2018年第一季度的213.4%，規模和增長率都高於中國GDP的增長，且高於美國的150.9%。債務規模的累計及其風險的擴張，很大程度上將阻礙中國經濟發展模式的轉型，降低經濟發展的質量。從2016年習近平總書記提出的「三去一降一補」到十九大和中央經濟工作會議中提出的「防控金融風險」，去槓桿、化解金融風險和守住不發生系統性金融風險都被作為近幾年來監管部門和金融機構的工作重心之一。

在此基礎上，金融監管部門密集出臺新規，規範金融市場和業務模式，壓縮影子銀行規模，金融機構的項目審查和風控措施趨嚴。因而儘管央行的貨幣政策保持穩健中

性，但上游資金的供應仍然處於偏緊的狀態。

股樓債市潛在風險高

2018年，受到去槓桿和外部環境的雙重影響，內地的金融市場和房地產受到了較為明顯的衝擊。房地產方面，根據國家統計局發佈的數據，2018年9月，北上廣深4個一線城市新建商品住宅銷售價格由8月上漲0.3%轉為下降0.1%，二手住宅銷售價格由上月持平轉為下降0.1%；金融市場方面，在股票市場中，上證指數由年初的3,300點下跌至目前的2,600點，下降比例超過21%，股市的下跌，除影響上市公司的流動性和可持續經營能力外，民營上市公司還面臨着補倉或被平倉的風險和壓力；債券市場中，今年以來發生債務違約的主體增加，信用違約規模擴大，違約主體開始向上市公司

擴散。表外金融資產規模的收縮，也使民間金融的流動性受到了影響，企業的再融資難度進一步增加，債券違約現象進一步擴大。金融市場的風險和不穩定將可能導致實體經濟的動盪，引發相關的社會問題。

因此，面對潛在的金融風險，主動去槓桿是防範和化解風險的重要手段。但需要重視的是，在制定政策和實際操作的過程中，需要把握分寸，拓展思路，以實現風險的防化、國民經濟的脫虛向實和經濟的平穩運行。具體而言：

稅收財政需合理平衡

一是通過稅收和財政改革平衡各參與主體的利益。稅收和財政改革是實現降槓桿的途徑之一，但是稅收和財政政策涉及的範圍廣，所調整的關係複雜，需要進行細緻的權衡。內

地的一部分槓桿來源於政府和地方債務，加稅減支將有助於化解政府和地方債務，但同時會增加企業和居民的負擔，不利於平穩地化解企業和居民在降槓桿中遇到的風險。反之減稅雖然有利於企業和居民，但是會影響政府和地方債務的兌付，不利於化解政府和地方的槓桿風險。因此在制定相關的制度的過程中，需要合理的平衡政府和地方與企業和居民之前的利益關係。比如通過稅收優惠和財政補貼的形式，鼓勵有利於提高經濟效益的企業間合併重組，鼓勵企業和居民投資創新性行業和有利於產業升級的行業。

加快處置「殭屍企業」債務

二是進一步細化貨幣政策，金融機構適當放寬項目審批。在去槓桿的過程中，一刀切的貨幣和金融政策難以滿足和平衡各個市場參與主體的利

益，因此在制定和執行的過程中，一方面要着眼于優化企業的融資結構和信貸結構。提升金融服務實體經濟能力；另一方面幫助實體經濟擠壓水分和無效產能，加快推動「殭屍企業」的債務處置，避免因過分強調支持實體經濟，不顧企業實際情況放大信貸投入。

三是提高經濟發展整體水平。槓桿率的衡量指標之一是債務佔GDP的比重，降低槓桿率一方面需要進一步壓低債務，另一方面也需要擴大經濟總量，擴大總量的核心在於供給側結構性改革。這個目標的實現是長期的過程，需要政府和全社會共同努力和配合。一方面要積極進行產能出清，減少無效供給；另一方面，鼓勵創新和結構調整，放寬准入，擴大有效供給，通過實體經濟規模的增長和效益的提高來實現槓桿率的下降。

美元受壓 關注議息

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

年中一大重要不確定因素終於落地。美國中期選舉的結果符合各大媒體的預測，所以並沒有造成市場巨大波動，但外匯市場還是擴大波幅，因為真正重要的，始終是經濟數據，以至於由此而引伸出來的，央行如何取捨加息快慢的決策。

早前鋪天蓋地的，都是美國中期選舉，但甚至不必須完成點票，其實市場上早有共識，而最終出來的結果，亦與沒有特別立場，相對客觀的投資者的平均預期一致。

加息步伐料將維持

目前最受關注的焦點，已經轉向美聯儲會議。誠然，此次按兵不動的概率很高，但12月加息預期顯然在升溫，目前外界普遍估計將近八成概率。不過，以筆者一直的期望管理角度，去年至今多次表述，2018年應有合共四次加息，每季一次，如今看來，11月不加，必然是12月去做。

無論如何，此次會議之後的聲明，還是需要密切留意。當然，從最近的經濟數據來看，整體經濟增長優勢還是明

顯，尤其是和非美國家相比較，這讓加息步伐可能繼續維持。

美匯回吐失守96關

有人估計，兩黨勢力平衡的改變，可能影響聯儲局云云，筆者認為是過慮，但無論如何，貿易戰一事，恐怕不會短期解決。即使民主黨重奪眾議院，也不意味中美矛盾一定馬上化解。大家可以拭目以待，月底G20兩國領導人會面，相信對美元有啟示作用。

當然，面對在分歧中的美國國會，投資者對經濟措施避阻一事，反而有普遍共識，有較一致的觀點，這也是昨日美匯指數受壓下跌的原因之一。在大選結果後，回吐早段升幅，甚至失守96關口。雖然暫時不至於徹底破壞當前從4月以來的強勁，但可能需要調整，畢竟在此之前，特朗普包括減稅在內的一系列刺激政策，正是推動美元走高的因素，故而，現在對美元增長動能持續性的擔憂上升。

澳元短線漲幅可期

至於非美貨幣，不妨留意貿易關係上

與中國較緊密的，例如澳洲。本周澳洲央行公佈利率決定，符合市場預期，繼續維持不變，同時表現出經濟的樂觀態度，小幅上修了今明兩年GDP預測增速，但預計2020年GDP增速，會被資源出口放緩而拖累。澳元在連續下跌後，上個月開始止跌靠穩，本月開始作出反彈，甚至升破下跌通道，看來短線仍有漲幅可期。



■美國中期選舉後，市場將焦點轉向美聯儲會議。圖為美聯儲主席鮑威爾。美聯社

不過，澳洲央行最早恐怕也要等到明年第四季度才有可能加息。況且，近期當地樓市下跌明顯，還是值得高度關注的。始終，中美貿易拖累澳元，以中澳的貿易關係，受影響下，澳元的變化，他山之石，可以攻玉，反而有可能看到全局的變化，另一種角度。

「貼地盤」速沽 證買家仍在

廖偉強 利嘉閣地產總裁

近期因中美貿易戰的關係，環球股市表現波動，港股早前一度跌穿25,000點，不過上周末中美雙方就貿易戰再展對話，港股受消息刺激一日升逾千點，起跌如同过山车。股市表現波動，令市場變得觀望，連帶樓市亦吹起淡風，有大型代理行更表示不排除會裁員以度時艱。筆者在地產代理工作逾30年，經歷過樓市的大風大浪，起起跌跌，其中可以劃分為三次重要階段，入行1987年至1997年期間，是樓價的大升浪，即是牛市；之後的六年（1998年至2003年）是大跌市，亦即是熊市，其後的時間至今都是上升浪。

現在每天打開報紙或電視，都不難見到樓價急轉直下，又或者業主大幅削價求售等新聞。然而真實市況是否的確如此？為了更加了解目前市場的形勢，筆者執筆時，當然要收集最前線同事的最新數據及資料，他們每天都接觸買家及業主，相信沒有人比他們更了解第一手市場情況了，只要加以細心分析，就會確實了解樓市的即時變化。同時，為了更加準確，筆者亦會將集團的樓市指數作為參考，結果反映樓價並非一面倒下跌，主要集中影響部分新界屋苑及上車盤。

大型基建促進經濟

很多讀者都好奇到底樓價走勢將如何發展？大家不如先從利好的形勢去分析——未來10年本港房屋仍然供不應求，失業率偏低，大型的基建不斷進行，假設「明日大嶼」拍板推行，更加會創造無限就業，經濟活動將會更加興盛。另外，近期的兩個大型基建落成，包括高鐵及港珠澳大橋通車，這10多年來樓價的上升令港人的財富積累豐厚，大部分業主已經沒有借貸的壓力，更遑論負資產的情況。

新盤定價「貼地」克制

大家再從利淡因素分析。事實上，危機確實是存在的，中美貿易戰前景未明、息口開始上升、內地經濟減弱等，香港亦會受國際形勢影響下而令經濟受損，種種因素都會增加香港人入市的恐懼。然而，現實歸現實，目前的業主持貨能力雄厚，願意大幅減價的寥寥可數，只有部分的業主，因為個人的理由及財務的因素，才願意面對現實，但是，亦並非大幅度的減價！另外，在一手新盤方面，雖然發展商推出的新盤，很多都不能夠全數沽清，成交若有往績的一半左右，已算不錯，與昔日萬人空巷爭相購買的情況大相逕庭。雖然傳媒直指是銷情慘淡，然而，大家有否留意，發展商其實並未因應市況而提供大折扣或減價，只是定價相對比較「貼地」、克制而已。所以，本人相信，市場上的購買力是充裕的，只是目前樓市走勢未明，很多買家及業主都抱持觀望，形成拉鋸局面，而新盤亦未有提供大優惠，買家沒有足夠誘因入市，才令樓市交投陷於偏低局面。

資金外流壓力降 利新興市場回穩

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

美國中期選舉結果前日揭曉，共和黨仍保持了在參議院的多數席位，但丟失了眾議院的多數席位，共和黨再不能同時控制政府和兩院。

美國中期選舉，共和黨失去眾議院多數，民主黨增加了20至30個席位，符合之前較高的預期。此次中期選舉的參與率要遠高於之前中期選舉的水平，與總統大選相當，部分體現了兩黨支持者分歧的上升，美國政治進一步極化。在美國的政治制度下，未來特朗普政府將不得不與民主黨取得更多的妥協，我們認為可以關注特朗普與民主黨的部分共識，這可能是未來

的政策方向。

增加基建可帶動短期經濟

美國對全球資金的吸引力會有所下降。特朗普與民主黨首先在基建方面存在共識，未來的政策有可能在此方面發力。如果兩黨在增加美國基建方面達成一致，則會進一步推高美國短期的經濟熱度和通脹，提升美元的加息預期，美元利率的上升則會給新興市場帶來更大的壓力。但增加基建也會進一步提升目前已經高企的美國政府赤字和負債水平，在共和黨失去眾議院之後，這會大幅增加美國政府關門的概率，為美元匯

率帶來較大的壓力。

中期選舉之後，美國內部政治矛盾會進一步上升，通過重大決議的可能大幅下降，兩黨將在移民、控槍、醫保等問題上出現對峙，這增加了政策的不確定性和不連續性。總體而言，中期選舉的結果降低了美國對於全球資金的吸引力，能夠部分減弱新興市場資金回流美國的壓力，有利於全球新興市場的表現。

中美貿易爭端或將升級

貿易保護主義有可能升級，中美貿易爭端可能持續較長時間。特朗普與民主

黨另一項共識是在貿易保護方面的，雙方都同意對國內的產業提供更多的關稅保護。這可能會使得中美的貿易爭端進一步長期化、激烈化。特別是共和黨失去眾議院，特朗普在國內政策方面將受到更多制約的情況下，對外策略對其將更為重要。

不過，貿易保護並非特朗普與共和黨傳統建制派之間的共識，中期選舉後，主張自由貿易的共和黨建制派力量有可能上升，這可能部分限制美國在對華貿易問題上進一步升級。但我們總體認為，中期選舉的結果對中美貿易爭端的解決有一定的負面影響。之前中美首腦之間的通話雖然部分降低了貿易爭端的溫度，但我們認為距離雙方實際達成協議還有較長的距離。（本文有刪節）

網購成就快遞業 成本效率定勝負

康證投資研究部

天貓的前身淘寶商城於2009年11月11日舉辦了網絡促銷活動，銷售額約0.5億元（人民幣，下同），翌年銷售額約9.36億元，銷售成績遠超預期，自此成為內地電商的年度盛事，近年「雙十一」行銷模式甚至受到香港以至其他地區的零售行業跟隨。雖然近月統計數據顯示，內地的消費增速正在放緩，但近日有調查公佈，逾半數內地消費者預計將於今年「雙十一」購物節增加購物支出，此電商盛事仍然是市場焦點，各電商各出奇謀，例如京東和拼多多為了搶天貓的客源，提前十天於11月1日已開始進行促銷。隨著網購日漸普及，更多商戶及電商平台加入市場，帶動了民營快遞產業近年迅速發展。

行業增長空間大

根據國家郵政局數據顯示，近年內地快遞業快速增長，全國快遞服務企業收入由2013年的1,442億元增加至2017年的4,957億元。今年首9個月全國快遞服務企業業務量累計完成347.4億件，按年增長26.8%，完成量已超過2016年全年數字；業務收入累計完成4,246.3億元，按年增長24%。目前產業最發達的地區集中於沿海省市，預計隨着中西部居民收入提升及城鎮化發展，有研究預計2022年全國快遞業務量將增加至784億件，收入將達9,309億元，可見內地的快遞業仍有龐大增長空間。

與其他行業一樣，市場急速發展引來更多市場參

與者，競爭不斷加劇最終演變成價格戰，龍頭企業享有規模效益，於成本與效率等多方面較有優勢，快遞市場集中度指標CR8在2018年9月的數字為81.4，較2017年底78.7上升2.7，顯示市場份額正流向頭8大快遞企業，利好龍頭企業。預料未來快遞業的勝負將取決於成本及效率，內地「三通一達」四大企業各自採取不同的資本開支策略，為降低未來的經營成本及增加效率。中通的投資範圍包括土地、轉運中心、自動化機械及車輛等，比同業全面，圍繞着重投資土地及轉運中心，申通主要投資於土地和車輛，韻達則主力投資於自動化機械及車輛。

龍頭併購續增加

快遞業已經由高增長變為中度增長行業，未來的發展趨勢為轉型至綜合物流服務商，除了為個人服務之外，亦要為商業和製造業服務，加入新科技應用如區塊鏈及AI技術，降低成本及增強供應鏈管理效率，提高快遞行業的安全性和透明度。目前行業已進入整合和併購階段，隨着龍頭企業陸續上市增強資本實力，近年併購有所增加，例如申通上市後入股快捷快遞，圓通去年收購在本港上市的先達國際物流，而香港人較為熟悉的順豐則於上月以55億元購德國DHL的內地及港澳業務。預期低毛利的經營環境將會持續，較小型的企業或面臨退出市場，行業整合和併購活動將繼續增加。

三要素促進出口超預期增長

連平、何飛 交通銀行金融研究中心

10月份中國進出口總值4,005.5億美元，同比增長18.2%。其中，出口2,172.8億美元，增長15.6%，比9月上月上升1.1個百分點；進口1,832.7億美元，增長21.4%，比9月上月上升7.1個百分點。貿易差額340.1億美元，收窄7.8%。

10月出口同比增長15.6%，為過去8個月的最高增速，這表明儘管存在貿易摩擦不利外部因素，但截至目前，出口受貿易摩擦影響可能較為有限。10月出口增速創近8個月最高，主要有以下原因：

一是主要國家經濟增長穩定，有利於出口保持平穩。美國三季度實際GDP增速達3.5%，創2015年以來最佳同期表現，當前美國經濟增長勢頭仍然強勁。日本經濟呈溫和復甦態勢，新興市場經濟增長具有韌性。歐洲經濟儘管復甦進程趨緩，但依然在擴張區間。由於主要國家經濟增長穩定，10月對歐盟、美國、東盟和日本等主要市場出口均增長。同時，10月對「一帶一路」沿線國家的出口增速高於整體。

對美企業紛「搶出口」

二是對美出口企業「搶出口」現象依然明顯。受中美貿易摩擦影響，最近

幾個月，內地對美出口企業開始出現「搶出口」現象。進入四季度，由於預感年初對美出口關稅可能繼續提升，相關企業「搶出口」現象進一步表現出來，10月對美出口增速繼續提升。

三是人民幣匯率貶值對出口增長有促進作用。10月人民幣匯率繼續被動貶值，從4月份開始貶值，到10月底累計貶值11.2%。貶值在一定程度上提升了出口產品的價格競爭力，對出口增長的促進作用可能正在逐步顯現。

此外，前10個月，一般貿易的增速和比重同時提升，對出口增長貢獻較大。

內需帶動原材料進口

另外，10月進口同比增長21.4%，增速為近3個月最高，主要原因如下：一是內需強勁支撐進口量穩定增長。前三季度內需對經濟增長的貢獻率達到109.8%，內需拉動經濟增長進一步增強，對原材料支持實體經濟發展，有關部門出臺了不少政策。近期，支持民營企業、中小微企業的政策也明顯增多。從政策出臺到實際落地，存在時間延遲，這會對進出口企業生產佈局產生影響。

二是美國進口訂單減少的現象開始出現。今年廣交會，對美出口訂單減少三成，預計半數對美出口企業將受影響。這表明，在貿易摩擦不確定性較大的情況下，對於明年的訂單，美國企業表現不夠積極，內地出口企業也存在觀望現象。這現象究竟會維持多久、產生多大影響，還需要密切關注。

三是未來人民幣匯率走向也存在不確定性。進入11月，人民幣單邊走勢放緩。從目前情況看，未來人民幣匯率雙向波動的可能性較大。但同時，雙向波動的幅度究竟有多大，還存在不確定性，這也會增加進出口企業提前應對的難度。

對於進口而言，四季度有望繼續保持兩位數增長。一是內需在政策推動下會保持增長，對原材料的進口需求將保持旺盛；二是短期內進口商品價格下跌的可能性較低，預計會繼續維持較高價格；三是內地擴大進口的政策紅利將進一步釋放。這些因素將共同促進四季度進口繼續平穩較快增長。

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。