

貨幣政策或趨靈活 助改善股市流動性

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

2019年第一周，港股市大幅波動，先跌後漲。中國製造業採購經理人指數 (PMI) 從10月的50.2和11月的50進一步下滑到至12月的49.4，為2016年7月以來首次低於榮枯線，表明經濟下行壓力有所加大。不過，在當前經濟增速放緩壓力加大和外部不穩定因素增大的背景下，決策層已逐漸調整去槓桿節奏和步伐，強調做好「六穩」工作，以更好平衡控風險與穩增長。

央行宣佈全面降準、定向降準，以進一步支持實體經濟發展，繼續加大民營企業和小微企業融資支持力度，降低融資成本。此次降準將釋放資金約1.5萬億元 (人民幣，下同)，加上即將開展的定向中期借貸便利操作和普惠金融定向降準動態考核所釋放的資金，再考慮今年一季到期的中期借貸便利不再續做的因

素後，淨釋放長期資金約8,000億元。

減稅降費提振市場信心

筆者認為，展望未來，出口在中美貿易摩擦和全球經濟增長放緩的影響下將面臨一定的放緩壓力，投資仍將面臨較大的不確定性，消費則隨着居民部門槓桿率上升和收入放緩可能會逐漸下行，驅動經濟增長的三駕馬車都面臨不同程度的走弱壓力，2019年中國經濟增速或將繼續放緩。因此，2019年貨幣政策延續穩健基調，但更加靈活並進一步溫和放鬆，央行可能會進一步下調存款準備金率以改善流動性環境，這將有利於提升投資者信心。2019年財政政策延續積極基調，實施更大規模的減稅降費，財政赤字將有所增加。預計2019年實際稅費減免幅度

接近7,000億元，相當於GDP的0.7%，提振GDP增速0.2至0.4個百分點。減稅更多在於信號作用，意味着將更多資源由政府部門轉移給私人部門配置，有助於提升中長期內資源配置效率，並釋放出結構化改革決心從而提振市場信心。

鮑威爾「放鴿」防美股崩盤

上周五，美聯儲主席鮑威爾在美國經濟學會年會上表示，美聯儲在加息方面將保持耐心，將密切關注未來經濟發展狀況和市場變化 (包括市場擔憂)，如果有必要，將改變其縮表政策。筆者判斷，本次鮑威爾的發言釋放較為強烈的鴿派政策信號，應該是意識到資本市場對美聯儲加息前景的悲觀預期可能是導致近期美股大幅下跌的原因之

一，如果投資者恐慌情緒進一步蔓延將會引發更大的拋售潮，進而導致股市崩盤及經濟衰退。

隨着貿易摩擦的政策成本加速顯現，第一輪減政的刺激作用逐步消退，分裂國會加大特朗普政府施政阻力，加上美聯儲本輪加息週期已至後盤，2019年美國經濟增速或將明顯放緩。不過，如果中美雙方2019年下半年達成一個暫時的貿易框架協議，疊加美聯儲本輪加息週期提前結束甚至釋放出降息信號，本輪美國經濟增長週期或可以延長至2020年，成為美國歷史上最長的經濟增長週期，有利於特朗普2020年競選連任成功。

人民幣匯率有望轉穩定

筆者預計，美聯儲2019年加息1次，2019

年下半年本輪加息週期有望結束。這意味着，隨着本輪美聯儲加息週期接近尾聲，中美利差收窄的壓力將有所緩解，央行貨幣政策的空間調節進一步增大，人民幣匯率有望在合理均衡水平上基本穩定，這將為資本市場穩定運行創造良好環境。港股市當前估值處於歷史底部區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地。即使是與先前兩次全球金融危機時的水平相比，港股市當前估值也不高。經過2018年的大幅調整後，如果未來政策發力重樹市場信心，港股長期投資價值將凸顯。(本文有刪節)

(本文为作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

市場情緒反覆 資產波幅加大

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場情緒在近期相當反覆。在近幾個月，擔憂情緒隨着不如意的經濟數據公佈後而不斷升溫，資金紛紛轉向安全資產。但上周五的非農報告和鮑威爾的偏鴿言論再次令投資者鬆一口氣，以至於風險資產再度獲得支持而走高，恐慌指數VIX回落15.99%。

尤其是從去年第四季度開始，包括歐美在內的國家經濟數據表現令投資者擔憂，亞洲多國製造業PMI跌穿榮枯線。中國財新製造業PMI在19個月首次跌穿50。美國12月製造業PMI跌至15個月來最低水平。歐元區表現也相當慘淡，歐元區12月製造業PMI創三年最低，德國和法國的經濟增長也顯示疲弱，加上中美貿易談判充滿不確定性，市場情緒相當不穩定。

安全資產獲支持

恐慌指數VIX重回大波動狀態，單日上下兩三成已經是常態，各類資產的表現相當反覆，安全資產獲得支持。

金價在去年自從美元走高後，就從1,350美元的高位回落，那時，金價最主要受到美元的走勢影響，形成非常強的負相關性。然而從第四季度開始，市場情緒相當不穩定，黃金的避險光環再度顯現，在各種利多因素相助下，金價動能相當強勁。尤其是12月20日，黃金終

於確認突破了制約許久的1,250美元一線的阻力，隨後動能進一步得到提升，逐步升穿多個阻力，到上周五一度逼近1,300美元，很快就將填補六月中以來的缺口。

日圓從去年12月中開始，加速上漲。美元兌日圓擴大跌幅，連續跌破多個支持位，尤其是上周四出現閃崩，低見104.87，刷新2016年11月以來最低點。

非農數據勝預期

上周五是一個轉折點。非農數據相當亮眼，出乎意外的強勁，新增就業31.2萬人，遠勝預計的18.4萬人，創10個月最大增幅，前值大幅上修。失業率回升至3.9%，平均時薪好於預期。這樣的一份數據令投資者重拾些許信心。

歐美股市走高，道指漲3.29%，標普漲3.43%，納指漲4.26%。歐洲股市創兩年半最大單日漲幅。亞洲股市也延續升勢，加上內地降準的消息，內地和香港股市造好。黃金原本延續升勢，在非農後擴大跌幅，失守5天線和10天線。歐美國債收益率上漲，10年期美債收益率在非農後從低位上跳，不但回到2.6%一線上方，更是最終反彈4.47%，但還是連跌三周。

隨後，鮑威爾的表態引發市場高度關



美聯儲主席鮑威爾的偏鴿言論令投資者鬆一口氣。

新華社

注。他表示對加息將保持耐心。如果有需要，美聯儲將改變縮表政策，與之前對縮表的態度不同。偏鴿的態度令投資者喘了一口氣。

鮑威爾表態偏鴿

如此一來，美匯指數回吐漲幅，從96.612的高位回落，5天線和10天線得而復失，已經連跌三周，累挫1.3%，96

關口的支持並不力。金價也從低位做出反彈，只是漲幅有限。好在金價的這波反彈趨勢並沒有改變，短線調整後仍有上行空間，並不改變之前中長期看好的觀點。後市仍要密切留意各國的經濟數據表現，這些比誰說什麼更重要、更實際。(利益申報：本人為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人，並無持有上述股份之財務權益。)

兩大關鍵影響中國經濟走向

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

2018年中國經濟經歷「內憂外困」，中美貿易摩擦持續升級，內地經濟面臨下行壓力，民營企業運行困難等問題十分突出，引發市場信心普遍不足。展望2019，情況能否得到轉機？筆者認為，美國經濟回調與金融市場波動加劇，與中國內部房地產政策與市場，需要重點關注，而二者如何演化也將成為決定2019年中國經濟的關鍵。

警惕美國經濟減速的衝擊

得益於特朗普大力度的減稅政策，美國經濟2018年增長超預期。然而，展望2019年，伴隨着美國稅改紅利的消退，結構性問題的困擾，以及美國政治方面的風險不減，美國經濟可能會出現觸頂回落的態勢，這將對美國乃至全球市場產生影響。

具體來看，一是稅改紅利消退對明年美國經濟增長或將造成負面拖累。二是危機十年，美國經濟存在的結構性問題

並未明顯改善，貨幣依賴與稅改政策刺激下的美國經濟反彈內生動力不足。三是美國兩黨政治分裂空前加大，對美國經濟復甦形成掣肘。因兩黨就邊境修牆計劃的撥款問題未達成一致，美國政府於去年12月22日正式部分關門。聯邦政府關門顯示了美國兩黨之間的分歧在不斷加大。

美國經濟如果由強勁復甦轉為放緩，將從多個層面對全球市場造成影響。例如，在美聯儲加息路徑方面，預計會更加溫和，目前市場大部分預期2019年美聯儲加息1至2次，這可能使得美元走勢也發生扭轉，預計2019年美元有很大可能將會走弱，這對於新興市場國家或許是個利好，人民幣貶值壓力也將得到緩解，甚至至是升值。此外，美國金融市場是否會加速回調仍面臨較大不確定性。

從長期來看，不得不警惕的是，中美博弈的升級已從貿易戰延伸至更廣泛的

領域，儘管貿易戰由於中美之間雙贏或者雙輸的屬性可以避免，但中美在政治、意識形態、經濟制度等多方面的分歧，都使得兩國博弈具有複雜性和長期性。

房地產政策或將進行微調

近年來，內地房地產周期與中國經濟周期始終密切相關，每輪「穩增長」政策也離不開房地產政策的放鬆。然而，展望2019，房地產政策是否會服務與「穩增長」再度有所鬆動？房地產政策的變化又會對中國經濟產生哪些影響？

從中央經濟工作會議來看，2019年房地產政策仍沿用了「房住不炒」、「構建房地產市場健康發展長效機制」的表述，意味着當前決策層不會啟動全面放鬆房地產以達到「穩增長」目標。但即使如此，在防風險與「穩增長」平衡之下，考慮到前期房地產調控政策過緊，避免房地產對經濟的負面拖累，通過政

策微調，進而改變前期過緊的房地產政策，將房地產政策回歸中性，起到經濟托底的效果，也是很大可能會發生的。

例如，中央經濟工作會議就房地產的表述亦提到「因城施策、分類指導」，強調「夯實城市政府主體責任」，結合近期部分城市出現的房地產調控調整動作，如荷澤取消限售、廣州深圳下調房貸利率、珠海放鬆限購等，筆者認為，這種邊際調整已然發生。

除此以外，前期房地產調控為抑制房地產泡沫踩下了急剎車，但由於政策嚴厲，剛需購房需求也受到抑制。未來圍繞支持剛需首套房房的界定可能更為清晰，以支持剛需購房；同時，限購、限售等行政手段也有悖於市場化的操作原則，在投機需求抑制、預期穩定的背景下，未來部分城市也很可能會在此方面出現改變。另外，配合貨幣政策環境的整體寬鬆，房貸利率也會相應出現一定回落。(本文有刪節)

「多管齊下 同心協力」去覓地

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

歷時十六個月的土地大辯論終於在去年12月31日正式結束，小組並在當日提交終極報告書。正如外界預料，報告書提出8個優先供地選項，包括3項短中期及5項中長期選項。

較為受社會關注要算是3項短中期選項，即發展棕地的110公頃、利用私人農地儲備的150公頃和局部發展粉嶺高球場的60公頃，合共為320公頃。其實上述3個選項還有中長期的棕地之220公頃、私人農地之300公頃及其他私人遊樂場地契約用地之120公頃，合共計數的短中長期有960公頃。

短中期土地供應明顯缺乏

5個中長期選項含有2項填海計劃，即發展東大嶼都會的1,000公頃 (有別於行政長官2018年施政報告的1,700公頃) 及維港

以外近岸填海 (包括龍鼓灘、大嶼山小嶼灣、欣澳) 等等的450公頃、岩洞及地下空間的40公頃、新界發展區 (包括新界東北及洪水橋) 的720公頃和屯門內河碼頭65公頃。

短中長期共合計8個選項，可約提供3,235公頃土地，足以應付長期本地土地需要。如再以數量排序，則最重要供地選項是東大嶼都會、新界發展區和維港以外近岸填海，共佔上供應量的67%，明顯地短中期供地趨於短缺，這也間接說明政府短期只有利用行政手段去抑壓樓價不斷趨升的勢頭！

如果相比於特首在競選政綱中所提及開發土地的四項重點，不難發現獨欠郊野公園邊陲，土地小組是以市民支持程度較遜理由把這項排除，有着特區表態放棄的感覺！筆者相信是不想破壞郊野公園，一經開始是沒有停止的

一天。環保人士和行山發燒友大可放心，而香港旅遊項也可保留遠足的吸引力了！

特首宜親自帶領發展棕地

如報告書明言，棕地屬於民意最獲支持的一個選項，因此被列為優先及重點推展的選項。正如筆者早前提及棕地發展問題涉及多方面協作，包括原有用地者的賠償、安置、重新土地規劃使用、復收土地符合環保規定、交通再規劃等等問題，必須成立跨政府部門共同研究、計劃和實施，並由特首或司長親自帶領才可望迅速推進。筆者了解政府已選定某些棕地範圍進行具體研究，期望政府盡快完成起碼一個地區的棕地重建計劃，並按照這個藍本再複製到不同地區！

獲七至八成支持的公私營合作發展新界農地，報告建議政府提出公開、公平及透明的

具體機制，包括設立獨立組織把關，以及為機制下公營房屋比例訂下明確目標。應是七三比例嗎？還是六四比例呢？公私營農地協作的最大難處是如何吸引發展商願意合作。

填海較收回高球場更實際

其實短中期選項中，最政治敏感的要算是粉嶺高球場，是完全收回，收回當中32公頃或原封不動！

粉嶺高球場佔地172公頃，粉嶺公路把球場分為兩部分，兩旁廣植樹木。如香港哥爾夫球會於1月2日發出報章聲明，部分發展的佈局，土地有超過4,700棵成熟樹木及本地唯一受保護的昆蟲物種裳鳳蝶等等。局部發展方案一定會對球場的珍貴歷史價值和自然生態，造成無可挽救的破壞。況且收回32公頃球場會使本地哥爾夫球活動蒙受打擊，尤其減少未來國際性賽事於香港持續主辦的可能性。作為國際商業都會和粵港澳大灣區的主要涉外接待城市，保留國際級的運動設備實屬必要的。筆者表態支持完全保留哥爾夫球場，找地應面向大

規模填海活動。

筆者傾向支持特首的東大嶼填海計劃，並首期起碼不少於1,000公頃，至於是否再填上70公頃或以上需視乎市場因素決定。特首已表明會成立東大嶼小組，透過跨部門共同協作全力推動。社會人士不要再爭論，首先完成顧問報告書，列入1,000、1,700或2,200公頃不同選項，透過具體規劃後才落實執行。

如小組主席指出，港府不應選擇性覓地，因為即使立刻啟動短中期措施，也只能供地360公頃，對應短期的500公頃還不足數！高球場和東大嶼填海計劃涉及非常複雜的技術問題，只能通過發展局延聘顧問公司共同研究提出具體建議書才可穩步前行。「千里之行，始於足下」，放棄無止境的爭論，先啟動研究才是王道。

不要將事件政治化，也不是民粹和精英之爭，一切應以香港社會利益為依據！

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。