金融監管政策積極變化 激發資本市場活力

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，金融監管政策出現積極變化，改善了投資者預期。但是，隨着中國經濟增速繼續放緩，上周公佈的部分藍籌股公司業績低於市場預期，對投資者風險偏好形成一定壓制，港股市場先升後抑。回顧上周行情，恒生指數微跌0.16%，收於27,900點，國企指數微跌0.18%，收於10,937點，港股日均成交金額為1,022.5億港元，較前周有所上升，南向資金淨流入12億元人民幣。

行業板塊方面，各板塊漲跌互現。其中，消費品製造業收漲2.49%，表現最好，主要由於豬肉股集體上升以及汽車股走高；電訊業和公用事業也表現較好，分別收漲2.01%和1.52%；資訊科技業下跌1.6%，表現最差，主要由於龍頭科網股大幅下挫；消費者服務業和工業表現也差於大盤，分別下跌1.52%和1.12%。

新政頻出台 增市場流動性

金融監管政策出現積極變化，激發資本市場活力。近期，金融監管部門密集發聲，擬出台多項新政提高資本市場流動性，鼓勵保險公司和海外機構資金等長線增量資金加快進入資本市場，加大資本市場對實體經濟的支持力度。銀保監會鼓勵保險公司使用長期賬戶資金，增持優質上市公司股票和債券，拓寬專項產品投資範圍，加大專項產品落地力度。

證監會醞釀出台多項新政，包括擬取消兩融平倉線不得低於130%的統一限制並擴大擔保物範圍，優化股權質押融資業務風險管理，增加市場流動性；擬鬆綁相關風險指標，鼓勵證券公司進行權益類資產的長期投資；改革QFII、RQFII兩項制度，擬放寬准入條件，擴大投資範圍，引導海外長線增量資金入市；擬重啟證券公司交易信息系統外部接口，提高量化交易效率，提升市場活躍度。

今年以來，在決策部門的穩增長政策集中發力，金融監管政策出現積極變化，美聯儲持續釋放鴿派信號，中國人民銀行貨幣政策的空間調節進一步增大，人民幣兌美元匯率企穩升值，以及股票估值處於歷史底部區域等多重利好因素支持下，港股市場人氣有所改善，恒生指數由年初至2月14日已經實現了10.3%左右的較大漲幅。不過，宏觀經濟和上市公司盈利增長方面的利空因素尚未緩解，仍對股市形成較強的壓制。

經濟增速放緩 港股續波動

2019年開年以來，中國經濟下行壓力仍較大。內地製造業採購經理人指數（PMI）從去年12月的49.4（為2016年7月後首次低於榮枯線）小幅回升0.1個百分點至1月的49.5，但仍處於收縮區間；消費則隨着居民部門槓桿率上升和收入放緩逐漸下行。商務部數據顯示，2019年春節黃金周期間，全國零售和餐飲企業實現銷售額比2018年春節黃金周增長8.5%，增速較去年春節黃金周回落1.7個百分點；中原地產數據顯示，大型房企1月銷售業績呈現下跌態勢，部分龍頭房企銷售同比降幅超過20%；隨着中國經濟增速繼續放緩，近期公佈的部分藍籌股公司業績低於市場預期，市場擔心短期內可能還有其他上市公司公佈較差的業績。

因此，在經濟增速放緩以及上市公司盈利欠佳的背景下，前期港股市場過快上漲積累了大量獲利盤，部分投資者可能會選擇獲利了結，港股市場短期面臨一定調整壓力。當前港股市場信心仍然比較脆弱，投資者預期尚不穩定，如果未來經濟下行壓力加大，2019年上市公司盈利將面臨進一步下調風險，港股市場或將繼續大幅波動。不過，隨着未來內地穩增長政策逐步發力，積極金融監管政策激發資本市場活力以及美聯儲貨幣政策轉向鴿派，港股長期投資價值將凸顯。

（本文為作者個人觀點，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。）

美元升勢有限 待美議息記錄

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

> 進入本周，除了中美貿易談判受到關注外，貨幣政策再度成為焦點，主要是有不少央行將公佈1月貨幣政策會議記錄。

首當其衝的就是美聯儲，在上個月宣佈不加息，同時發出了暫停加息的信號，在會後聲明中刪除了進一步逐步加息和經濟前景面臨的風險大體平衡這兩句措辭，對美國經濟的形容從之前的強勁改到穩固。隨後不少官員頻密發言，也先後表達了對加息採取觀望的態度，至少上半年看不到加息的可能，至於下半年是否會加息一次甚至降息還是要看經濟數據的表現。

由於之前政府停擺，不少重要數據延遲發佈。最近的公佈好壞不一，但可以感受到壓力，如零售數據出現10年來最大跌幅，1月CPI增速創19個月來新低。

關注資產負債表規模

美聯儲將在周四公佈會議記錄，要關注其對未來政策變化方向的態度，包括對於資產負債表規模的調整。因為目前正處在大趨勢變化的過程中，所以各類資產將相當敏感，也會影響到其他央行的決策。

目前美匯指數的走勢受到各方因素影響。一來，上面所述的貨幣政策改變還是給美元帶來拖累，令其漲幅有限；二來，美國經濟相對其他國家還是有優勢，美元資產夠吸引，資金有追捧，故而沒有特別急的下跌。反倒是從2月開始，上行動能明顯增強，在企穩200日線之後，不但重返96關口，更是挑戰97一線。不過到了上周尾，美匯指數回吐漲幅，在高位震盪，最終還是收在97以下。後市還看經濟數據的表現和美聯儲的態度，但根本還是經濟數據，至少短期內要再進一步突破比較難。

歐元走弱 短期難突破

此外，歐央行也將公佈貨幣政策會議記錄。在此之前，歐洲央行行長德拉吉表示仍然需要大規模刺激政策維持通脹。面對經濟增長疲弱，加上地緣政治風險包括脫歐的干擾，對於歐央行來說恐怕加息遙遙無期。

歐元維持疲弱，從去年4月下旬開始加速回落後，重心就不斷下移，從去年11月開始進行區間上落，保持在1.12至1.16內。上周五倒是先跌後回升，但仍錄得連跌兩周，料短時間內難有突破。

■後市表現還看經濟數據和美聯儲的態度。圖為美聯儲主席鮑威爾。 美聯社

脫歐未明 英鎊回吐漲幅

說到英國脫歐，還是一個大麻煩，距離脫歐期限越來越近，但目前仍未見到曙光。上周四，新脫歐協議又被議會否決。而在此之前，多次重申不押後3月29日的脫歐期限，也不做第二次公投，故目前無法排除硬脫歐的可能。英鎊保持弱勢，從1月尾的高位開始回吐漲幅，上周跌破50日線後得到支持，好在周五反彈，重拾50日線和100日線，只是在脫歐靴子落地前，恐怕都難有特別大的上漲空間。

由於近期市場情緒相比之前有所改善，恐慌指數VIX已經連挫八周，跌至15一線下方。避險屬性的日圓從1月初開始不斷回吐漲幅。美元兌日圓在108一線找到支持，隨後不斷反彈，上周重上110一線並站上50日線。日圓目前繼續在108至115的區間內，但由於市場風險仍不小，可能隨時又會大漲，波幅較大。

（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

經濟前景未明 貨幣寬鬆或重啟

姚浩然 時富資產管理董事總經理

中美貿易談判看似再出現轉機，上周五談判結束後雙方均形容進展良好，兩國已就「主要問題達成原則共識」，並着手草擬諒解備忘錄，美國白宮方面亦表示未來或會將原定3月1日的談判死線押後60天，消息帶動近日股市回升。

然而環球經濟前景仍存在下行風險，誠如上周筆者提及，近期多國央行或機構紛紛下調未來經濟增長預測，美國、歐洲及中國等領先經濟體已先後調低2019年的GDP增長。上周五（15日）歐洲央行執行理事會成員柯爾（Benoit Coeure）公開發言表示，歐元區經濟放緩情況比預期更為顯著，通貨膨脹比預期弱，相關言論令歐元兌美一度下挫至1.1231，為近3個月新低。

為提振歐元區經濟，柯爾表示未來不排除會推出新一輪定向長期再融資操作（TLTRO），這意味着去年歐洲央行結束買債計劃，且即將進入加息、縮表周期的這個大方向可能將會逆轉，貨幣寬鬆政策恐怕又再重啟。

而事實上在環球經濟增長放緩的大前提下，除了歐洲央行之外，全球央行也正跟隨美國聯儲局暫緩緊縮貨幣政策的步伐，中國1月時已透過降準刺激經濟，印度央行上周仍進行降息。雖然現時尚未爆發金融危機，但各國央行已紛紛採取寬鬆措施，不禁令人聯想到未來經濟或會面對流動性陷阱的問題，即指當短期的名義利率偏低甚至趨向零息時，屆時寬鬆的貨幣政策，如降息、買入長期國債或抵押貸款證券將難以再刺激經濟。

資金閒置 流動性不足

在出現流動性陷阱之前，本來實際利率（即名義利率扣減通脹）是為了令消費和投資兩者間分配變得更有效率，但在流動性陷阱出現後，即使貨幣增加後銀行流動性充裕也未必願意放貸，令資金進入閒置狀態，意味着寬鬆措施推動經濟及物價的成效較低，甚至形成通縮。

國家統計局公佈，1月工業生產者出廠價格指數（PPI）按年僅微升0.1%，按月更下跌0.6%，連續3個月錄得降幅，引發工業品通縮隱憂。而全國居民消費價格指數（CPI），按年及按月分別上升1.7%及0.5%，升幅亦低於預期。除了因通縮而導致消費意慾降低外，「閒資」意味市場流動貨幣不足，企業債務利息成本增加，甚至在債券到期後無法尋求替代融資，企業債券面臨違約的風險。

近月不少企業債券被降至BBB級，僅高於垃圾級別一級，目前有50%以上為此級別，為近10年最高水平，筆者憂慮經濟環境轉差，企業盈利萎縮導致還債能力下降，屆時降級潮恐導致大量債券遭到拋售，引發新一輪金融危機。

社保降費面臨突破

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

近期在穩增長壓力較大的背景下，「寬財政」信號越發明顯。多部委密集發聲降低社保費率，預期企業社保降費將成為下一步「寬財政」的關鍵突破口。企業降費需求與社保收支缺口之間的目標衝突何解？社保降費作為穩增長措施如何落地？

內地的社會保險事實上相當於強制儲蓄，繳納費率過高，抑制了消費和投資。據世界銀行數據，2017年內地企業綜合稅負在189個國家中排名第12，其中社保稅負排名第2；Trading Economics的數據則顯示內地企業的社保綜合費率高達37%。以北京地區為例，職工1萬元（人民幣，下同）稅前工資中五險一金繳納佔比超過22%；企業則在支付萬元稅前工資的同時，還承擔了4,300元左右的五險一金成本。

許多企業以不繳或少繳社保的方式規避如此高額的成本。為強化社保徵管，2019年起各項社保交由稅務部門統一徵收。但在沒有費率調降措施同步跟進的情況下，單方面的社保加強徵管將進一步提升企業社保負擔。這些增加企業成本、抑制經營和投資，同時降低居民長期可支配收入的做法，與提振內需相悖。當前為穩定企業預期，企業社保轉交稅務部門統一徵收的工作已暫緩。

收入嚴重依賴財政補貼

社保基金確實面臨收支狀況不佳、未來可能存在較大缺口的問題，這是企業社保從嚴徵收的重要考量。2013年至2017年，全國社保基金當年度收支結餘均小於當年度財政補貼收入，意味着社保收入嚴重依賴財政補貼，且收支缺口在逐年擴大。其中，養老金的壓力最大。筆者根據各省財政局網站粗略匡算，在數據可查的24個省份中，2017年僅有7省在扣除財政補貼後收支盈餘為正，其餘17個省份均存在收支缺口。出生率降低、人口壽命延長帶來的人口老齡化問題，還將加速養老保險缺口。同時，不同經濟發展水平的地區之間的保障能力差異加大，廣東、北京等高積累省份的社保基金規模繼續升高，東北、西北部分省份結餘耗盡風險則在加大。

作為穩增長措施的社保降費如何落地？表面來看，企業負擔過重引出的降費需求和緩解社保收支缺口壓力之間存在目標衝突，但矛盾並非不可解，這如同一枚硬幣的兩面，前者減負、後者開源。預期下一步的降低費率政策將同加強徵管措施配合進行。

在社保繳費中佔比六成的養老金繳納費率的降低，將是大概率事件，因為五險中的失業、工傷、生育保險費率已處於較低水平，操作空間不大；而醫療保險未必會進入政策選項；考慮到2016年養老保險費率的階段性調降，將於2019年4月30日結束，預期政策層面將在此之前，以進一步調降養老保險費率來銜接上一階段的政策。

宜推國資充實社保方案

筆者測算，假定同時進行費率調降和加強徵管措施，社保費率可在現有基礎上調降5個百分點，同時維持調降前的城鎮基本養老保險基金收入水平及結構。因為企業繳納合規程度的提升，為降費創造了空間；而在總收入不變的情況下，單個企業的費率大幅降低，原本未合規繳費的小部分企業情況可能變差，但原本就合規繳納社保的企業則明顯減輕社保負擔。

儘管如此，社保基金收入如何開源仍是長期命題。除了前文提到的加強徵管，目前看來，加速推進國資劃轉充實社保基金，是較為可行的一個出路。

劃轉國資充實社保的方案在2003年已經討論，直到2017年11月《劃轉部分國有資本充實社保基金實施方案》才得以發佈，其中對劃轉目標、範圍、比例、實施進度安排等作了明確規劃，但由於國資劃轉與國企改革、上市等多方面問題均有交叉，具體落地的考量較為複雜，導致方案落實進度緩慢。

截至2018年底，全國國有企業利潤總額達3.38萬億元，2017年以來連續實現兩位數增長，全國國有企業淨資產總額超過63萬億元。按照10%的比例劃轉，金額將超過4萬億元。作為解決社保收支缺口的長效手段，國資劃轉充實社保方案須加速推進，以實現還富於民。

豬年香港樓價易跌難升？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

今期是筆者首份豬年作品，先向諸位讀者拜年，恭祝各位身體健康、萬事如意、投資順利、年年有餘！

筆者不是精通流年運程的學者，但是從理性分析豬年的中港經濟是動盪年頭，主要是源自中美貿易摩擦。這是中美兩國對未來經濟主導權的長期爭論，肯定不容易也不可能於短期內完全解決。筆者相信中美貿易爭論可能延續5年，對香港樓市構成中長期的不明朗因素！如果單看豬年樓價影響，3月1日是首個關鍵日子。

低價新盤造就「小陽春」

從上周中美商務官員北京的談判報道，預計3月1日前完全達成協議的可能性不高，中美雙方應該再延長不少於2個月的寬限期。6月底前，當最新貿易條件還未最後敲定前，投資市場包括股票和房產市場都是面對不明朗因素，總體趨勢是易跌難升的。這是宏觀因素，再細看微觀因素。

樓市上月價量齊升，締造樓市小陽春局面。據土地註冊處數字，1月份一手和二手住宅成交分別錄得2,197宗和2,616宗，較12月大升4.5倍和37%。2018年全年登記一手和二手私人買賣合約共約58,746宗，一手樓成交佔15,458宗，而一手成交額約為2,255.46億元，是歷史紀錄次高。如果看中原地產研究部報告，2018年登記一手私人住宅買賣合約，平均每宗1,459萬元，數字錄得3年連升。

歷史上，香港樓價急升主要源自一手樓價上升，再拉動二手價接力再上，形成一手和二手價格互相拉升的連環效應。同樣地，於下跌周期中，如果一手樓開始減價速銷，二手樓也會被拖低，反方向地造就樓價持續調整的循環慣性。根據土地註冊處一二手價比例，5年內都有着不少起伏，2014年至2018年一手溢價率分別是91%（2014年）、47%（2015年）、74%（2016年）、76%（2017年）和72%（2018年）。請大家注意一手溢價率近3年都超過七成，反映發展商持樂觀角度開價，而且買家也願承接較高溢價比例，締造現時香港住宅樓價「長升長有」的情況。

不過，中美貿易對抗扭轉整個上升軌道。去年12月份，幾個發展商均同時改變新盤定價策略，首批平均價均低於當時同區二手樓價一至三成「開心價」開盤，當然吸引不少自用者和投資者入市，就是造就了1月份一手小陽春。一手樓市氣氛改善也催旺二手樓市，但是二手樓價是偏向價平量升局面。

發展商短期或審慎開價

豬年一手樓銷售是用什麼策略？根據香港文匯報綜合市場資料總計出2019年潛在新供應單位總數大約2.73萬伙，主要供應地區是九龍區（含將軍澳及西貢）的10,712伙和新界的14,961伙。2019年供應重貨區依次是屯門（5,127伙）、大埔（4,279伙）和九龍塘、何文田及馬頭角（3,483伙）。如果包括去年新盤貨尾單位，則總體潛在供應量不少於3.2萬伙，是平均一手樓年銷售量的一倍。如某些開發商銷售部主管透露，豬年策略都是利用低價開售首批單位，銷情理想再加價加推單位。

文章開始描寫宏觀形勢時，豬年首半年香港市場仍然受制於中美貿易摩擦的不明朗因素，一手樓定價應較為審慎，一手溢價率偏向保守，會再拖低二手樓價。待年中雙方貿易條件落實後，經濟表現才會見底回升，一手樓價才可望正常化。

無容置疑，中美貿易戰的影響使美國內部經濟增長放慢，今年內美國加息機會大減，對內地和香港樓市都起着穩定作用。不過，如果再放眼中長期，當中美貿易重納正軌後，兩國經濟表現回歸合理區間時，美國聯儲局肯定重新訂定利息政策，把利息上升回合理水平。即是說明利息已見底向上升，問題是何時才重啟上升時間表。

首半年樓市料價穩量升

綜合來說，筆者認為豬年首半年是價平量升的，主要是受惠於首6個月本地銀行仍會積極爭取樓宇按揭業務，願意使用較低按息和優惠條件，成交額不減但成交價只可維持較平水平。當下半年中美貿易情況趨向明朗，兩國經濟情況從低位復甦時，整體經濟表現改善，投資活動才走向正常化。從數據分析，香港住宅單位於下半年供應量是較充沛的，那時才真正見到供應量充裕對樓價的影響，大家不妨靜待中美貿易戰最後結果，方再具體分析吧。

最後寄語，豬年是經濟不確定年頭，投資房地產要小心行事，自用是無問題的，但是炒賣物業則不易獲利。

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。