

貨幣政策或將更加靈活 資本市場活力進一步提升

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，中國逆周期宏觀調節政策持續上台，推動各地企業在做好疫情防控的情況下有序復工復產，以減輕疫情帶來的經濟金融壓力。在當前疫情防控的關鍵時刻，投資者密切關注全國復工復產的推進情況，以評估疫情對經濟活動和上市公司基本面影響和衝擊。市場擔心，隨着各地企業加快復工復產，疫情走勢可能出現新不確定性。如果疫情蔓延時間較長，各項宏觀政策將在組織恢復生產和繼續防疫之間面臨艱難選擇。

回顧上週行情，恒生指數下跌1.82%，收於27,309點，國企指數下跌0.67%，收於10,791點，港股日均成交金額為973億港元，較前周有所下降，南向資金淨流入人民幣為72億元。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。其中，原材料業上漲1.51%，表現最好，主要是由於中國政府推動各地企業逐步復工復產令部分原材料價格回升；電訊

業和必需性消費業也表現較好，分別上漲1.25%和0.46%。地產建築業下跌3.17%，表現最不理想，主要是由於疫情對房屋銷售的短期衝擊巨大；綜合業和資訊科技業分別下跌2.16%和2.11%，表現均遜於大盤。

內地經濟放緩壓力較大

中國政府持續加大貨幣政策和財政政策的支持力度，以穩定經濟金融形勢。新冠肺炎疫情增加了短期商業活動的不確定性，提高了中國經濟穩增長的難度，部分地區、行業和中小微企業的生產經營環境面臨嚴峻挑戰，中國經濟第一季度增速下行壓力較大。上周，國務院常務會議決定階段性減免企業社保費和實施企業緩繳住房公積金政策，以減輕企業特別是中小微企業在疫期間的現金流壓力。貨幣政策方面，2月1年期LPR較1月如期下降10個基點至4.05%，5年期以

上LPR較1月下降5個基點至4.75%。MLF操作利率和LPR下降，顯示了金融監管機構提振市場信心、保持流動性穩定的決心。

預計未來金融監管機構將更加靈活地運用多種貨幣政策工具，保持流動性合理充裕，加大結構調整力度，下大力氣疏通貨幣政策傳導機制，以市場化改革辦法促進實際利率水平和企業融資成本明顯降低。央行在上周發佈的2019年第四季度貨幣政策執行報告中指出，2020年要科學穩健地把握貨幣政策逆周期調節力度，確保經濟運行在合理區間。要把疫情防控作為當前最重要的工作來抓，加大對新冠肺炎疫情防控的貨幣信貸支持力度。央行從2020年開始推動存量浮動利率貸款定價基準從貸款基準利率向LPR轉換。

存量貸款利率換錨，標誌着中國利率市場化改革進一步推進，有助於疏通貨幣政策傳

導機制，推動貨幣政策向利率調控模式轉型，提高貨幣政策靈活性以應對經濟不確定性。貸款利率定價基準轉化完成後，中國貨幣政策將更加完善且更具靈活性，央行的流動性操作與貸款利率調整將從分割走向統一，可以更加有效影響實體融資成本和廣義信貸擴張。央行既可以通過放鬆貨幣市場流動性，對LPR形成向下壓力，又可以通過直接下調MLF利率釋放政策信號推動LPR下行，進而降低貸款利率。

再融資大鬆綁提振 A股

A股上市公司再融資大鬆綁提振了資本市場信心，但人民幣對美元匯率承壓抑制港股市場海外投資者的風險偏好。與之前實行定增規則相比，上周發佈的再融資新規從下調上市公司再融資發行門檻、放鬆再融資股票定價和鎖定機制、提高定增項目操作靈活

度等多方面進行了鬆綁，顯著放鬆了對上市公司通過定向增發進行再融資的限制，顯示了金融監管機構加大逆周期宏觀政策，激發資本市場活力的決心。再融資新規在提振A股市場信心和投資者風險偏好的同時也有助於改善港股市場投資者預期。

但是，因為人民幣對美元匯率承壓抑制了港股市場海外投資者的風險偏好，導致港股市場上週表現遠遜於A股市場。人民幣匯率的變化，在一定程度上反映了投資者尤其是海外投資者對中國經濟增長前景和人民幣資產的預期調整，將對資本流動、投資者風險偏好以及上市公司基本面等因素產生重大影響，進而對港股市場表現產生影響。

本文為筆者個人觀點，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。

市場情緒不穩定 風險資產調整

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

市場情緒不穩定，風險資產在反彈到2月份第三周開始有調整需求，而投資者對避險資產的需求只增不減。

”

恐慌指數VIX在2月頭兩周下跌，累積跌幅近三成。不過在上周又轉升，上漲24.85%。市場關注的焦點仍在新冠肺炎疫情上。內地在一系列措施下，疫情逐步得到控制，湖北省外新增病例減少，商業活動正在恢復，但海外確診人數不斷增加，尤其是日韓和意大利，投資者對於全球經濟受到拖累的擔憂重燃，且IMF下調中國和全球經濟增長預期。如此一來，投資者更加預期主要央行會維持寬鬆的政策，以應對疫情帶來的經濟影響，近日對於美聯儲在年內會至少減息一次的預期升溫。

美國股市從2月開始做出反彈不斷創

歷史新高，但在2月第三周調整。道指失守兩萬九一線，結束兩週連陽，收跌1.38%。標準普爾，週內累積1.25%的損失。納指上週收跌1.59%。歐洲股市疲弱，香港股市遇阻兩萬八水平多時，在上周做出調整，結束兩週連陽，全周共回吐1.8%。

利好政策支撐內地股市

內地股市倒是表現強勁，成交上萬億。經濟基本面面對下行壓力。好在政府支持的力度也在加強，已經明確提出加大宏觀政策調節力度，相信除了降息，後續還有更多政策落地，這將繼續

利好大市。

大宗商品反彈動能有限。需求擔憂持續，紐油雖然走出低位，上周累漲2%，但目前仍沒有等到供應端來自OPEC+有關擴大減產的消息。倫銅從2月初開始止跌反彈，但乏力上攻，5,700美元一線的支持或受到考驗，目前走勢仍不穩定。

外匯市場中，美元相對其他貨幣還是強勢的。美匯指數從今年來保持上行，非常逼近100水平，整體樂觀的經濟數據給美匯指數帶來最直接的支持。不過上週五美國2月製造業PMI見六個月新低，服務業指數和綜合PMI跌至50以下，令美匯指數受壓，好在仍保持在高位，沒有破壞上行趨勢。

美匯突破100關概率大

趁着美元調整，歐元面對好於預期的製造業PMI報告，在上週回穩，從上週四三年來新低反彈。英國也有利好數據支持，除了工廠產出增幅為10個月來最快以外，製造業PMI遠好於預期，給

英鎊帶來支持。人民幣從2月18日開始再次跌穿7水平，隨後離岸人民幣更是反覆測試7.05一線的支持。不過新的一周需要特別關注美匯指數能否確認突破100，料概率還是較大的，如果企穩，將帶來新的買盤，令非美貨幣壓力更大，上周五或只是短暫調整。美債價格走高，美國10年期美債收益率自年初以來下降超過40個基點，上周五觸及低點1.44%，30年期美債收益率創歷史新低。

避險資產日圓在上月初下行壓力增加。美元兌日圓在2月19日突破窄幅運行區間，之後甚至高見112.228，但上周五回吐漲幅。日圓整體還在區間震盪，一面是避險需求持續，一面是自身經濟面對下行壓力。在恐慌情緒和加息預期加持下，金價的表現非常強勁，全周漲幅擴大至近4%。白銀終於跟上黃金腳步，從上週二開始明顯增加動能，走出窄幅波動的區間，後市有望挑戰20美元水平。（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益）

依靠香港特有優勢 助推中資美元債浪潮

滬港融慧

曹梓言 中達證券投資有限公司副總裁、機構銷售部主管

2019年，中資企業美元債券發行數超700隻，規模達2,400億美元，發行數量和規模均再創新高，內地優質企業跨境融資已成新的潮流。中達證券認為，香港作為GFCI（「全球金融中心指數」）前三的全球金融中心，將繼續依靠自身優勢，推進香港和內地的金融互通，在中資美元債市場發展中發揮更重要的作用。

內地香港金融互通趨強

香港作為GFCI前三的全球金融中心，已具備了成熟的市場環境、完備的監管制度和充裕的市場流動性，能夠有效緩衝和抵禦全球經濟環境的震盪和波動。近年來，香港與內地的金融市場聯繫亦越發緊密。自2009年推出人民幣跨境貿易結算試點業務以來，香港已成為全球最大和最重要的離岸人民幣業務中心；同時近年來內地推出的滬港通、深港通、債券通和基金互認等機制，也進

一步推動了香港與內地金融制度的銜接和政策的融通，並對香港金融市場的穩定提供了支持。

內地企業熱衷赴港融資

對於內地企業來說，香港金融市場的流動性和認可度均居於全球前列。香港遵循國際市場制度和市場慣例，建立了成熟穩定的資本市場，能夠受到全球投資人的認可和關注；同時出於歷史和地理位置等因素，內地企業對香港更為熟悉，對於赴港融資亦更為放心；此外，香港的語言文化與內地相通，也更方便內地企業赴港交流以及與監管部門進行溝通。

政策層面上看，近年來，為推進香港債券市場在全球的競爭力，香港政府陸續推行了一系列政策以吸引香港、內地以及海外企業赴港發債。其中，香港政府於2018至2019年度《政府財政預算案》中宣佈的債券資助先導計劃，對

2013年5月10日至2018年5月9日這五年內末在香港發行過債券的發行人提供一定的資金資助，這對於未發行過境外債券的內地優質企業有着較大的吸引力。

新政支援內企跨境發債

近年來，中國政府陸續完善了內地企業跨境融資制度，出臺了一系列支持性政策，進一步促進了中資美元債市場的蓬勃發展。2015年9月，中國政府發佈了《關於推進企業發行外債備案登記制管理改革的通知》，改革外債管理方式，將原外債備案制簡化為備案登記制，放寬了原有發債的監管程式，掀起了中資美元債市場的發展浪潮。2019年中國政府發佈的《關於企業申請辦理外債備案登記證明的指引》，對外債審批節奏進一步提速，這一指引的發佈也是致使中資美元債2019年再創新高的主要原因之一。

隨着中國金融開放的推進，香港和內地在金融領域的聯繫將更加緊密，越來越多的內地優質企業將逐漸展現在全球投資人面前，中資美元債市場未來可期。中達證券隸屬於香港上市公司中達集團，中達證券、中達資產及中達期貨已擁有香港證監會第1類、第2類、第4類、第5類、第9類受規管業務牌照，一直致力於為內地企業跨境融資提供全方位服務，助力搭建內地市場與香港市場金融橋樑。近2年來，中達證券已累計承銷發行超過150億美元的中資離岸債券，包括美元債券、歐元債券及點心債權等主流品種，在中資企業境外債券承銷發行領域，於香港券商中處於領先地位。2019年全年，中達證券共計承銷54隻中資企業境外債券，其中城投美元債發行規模及數量均居於香港券商第一位。未來，中達證券將繼續竭誠服務，支持香港與內地的金融互通，推進香港發債市場繁榮發展。

香港物業投資活動何時復元？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

截至上週五(2月21日)早上10點，中國內地及香港新冠肺炎確診人數為75,567宗及68宗，而累積死亡人數為2,239人和2人。再按省份細分，內地疫情最為嚴重是源頭的湖北省，累積確診人數及死亡人數全占82%及95%以上；毗鄰港澳的廣東省則相對上疫情受控，只錄得1,333個累積確診及5個死亡病例。這些最新數據證明2020年流感疫情有別於2003年病疫，香港以及整個廣東省今輪流感疫情影響比較輕微，主因是源頭離廣東較為遙遠。

如果本月新春民工回到廣東及其他全國先進工業省未將疫情嚴重擴散，則筆者期待全國(除了湖北省外)於3月中疫情趨於平穩，直到3月底將迎來疫情基本上受控。首季平復疫情後，第二季是經濟恢復期，則第三季起整體祖國經濟會踏上復元軌跡。

零售市道或四月後好轉

因為香港疫情比較輕微，預計三月中至月底香港政府有機會局部撤消封關。若果無新增疫情個例，則四月底前便全面開關，這才

是本地私人消費及外地人酒店、餐飲、零售及旅遊消費復元期的開端。

至於何時才回復到疫前水平，則視乎內地疫情的發展，較為樂觀的估算是始於第三季起。筆者重申說明這是個人現時預測，肯定跟隨全球尤其中國疫情未來發展而有所變化。無論如何，這是每個炎黃子孫「翹首以待」的事情。

生意淡薄，不離閒聊。新春後筆者利用電話或微信向親友、客戶拜年問安，不斷有專業人士、銀行家、物業投資者、大小業主詢問何時香港物業投資活動能夠復元，好讓他們有正常生意，故售/掛租物業及繼續投資房地產市場。以下筆者統一分析回應！

總括來說，疫情對整體物業市場肯定有較大影響，尤其是交易量短期受壓，而影響程度則商業領先，住宅類受惠於經濟復元後才出現較顯著的回升。素來住宅是市民最關注，讓大家一齊先分析未來走向。又如本欄目常常論及，香港住宅市場已由一手樓定額和定價！資料顯示，一月份一手市場仍錄得約1,184宗成交，情況不算太差，主要是新春

節前成交的。傳統上新春假期起是住宅銷售旺季，得力於準買家從上年取花紅或生意紅利，又藉着已獲知的工資加幅，新春後踴躍入市，而發展商也趁機放開一手盤源，促成傳統性的新春熱賣現象。

不過鼠年銷情「無復當年勇」，二月半個月一手至今亦僅錄得少於150宗，主要來自貨尾單位，最終全月數字亦會遠遠遜於一月！地政總署資料更加顯示，今年一月累積待批預售樓花僅錄5,331伙，創近六年新低。除非發展商加快手上項目申請預售，否則肯定起碼今年頭半年內的一手市場大減新盤應市。

住宅現「沙土價」機率高

下財年賣地計劃好快公佈，估計政府僅可推售14塊住宅地，供應約8千伙，較今年度更再少一成。就算包含「一鐵一局」和私人市場項目，今財年能夠達到政府的目標供應量13,500伙的機會不高，也是連續二年未能達標。俗語說是有錢也不夠貨品買。基於上述數據分析，筆者大膽假設開發商

未來半年不會急於加速預售樓花數目，待疫情平穩後才恢復把已獲批預售樓花開售，定價視乎當時市情，但是大幅降價急售的機率偏低。是否削價求售要視乎上半年銷情、香港經濟衰退情況、香港失業率變化、中國資金重投香港物業的速度等等！

筆者相信第三季才是發展商下手砍價的時候，指望本港住宅出現「沙土價」還不是時間，且出現機率不高。現時二手業主「急套現」要降價一成或以上，大多轉售為租，租金下行壓力不減，租客主導市場悄悄浮現。從歷史上其他經濟衰退週期發現，住宅價格和回報率都是雙雙走低，物業投資的吸引力減少，所幸短期全球利率仍然低企一段時間。

首季復元機會渺茫

商業樓宇的疫病「首當其衝」的主類，不論商舖（遊客區或民生區）、寫字樓及酒店同是受災一族，尤其是私人消費和外埠遊客光顧的商舖及酒店（含服務性公寓）更是進入幾乎「冰封」市況。

根據中原代理行資料，一月工商舖登記數字只有202宗，成交金額只有19.38億，按月分別下跌13%及43%。一月寫字樓及商舖只有41宗及57宗，成交金額跌於5.17億和7.2億元，按月微升6.8%和1.9%，災情的嚴重性「不言而喻」。

新春假期後，本地疫情再加劇，市民不上街消費，不少老細和「打工仔」索性留家工作，整體商業活動停頓，物業投資也基本上停止。二月份是商業地產「冰封」的日子。可幸變幻才是永恒，每每是跌得急也反彈得最快。如果香港疫情短期受控，商業氣氛有所改善後，下半年商業物業交投量會迅速反彈！

完全復元則有待商業活動正常化才會看見，起碼首季好渺茫了！大眾需相信明天是美好的，好快會迎來豔陽天！中國加油、香港加勁！

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。