

# 央行「降息」撐市 A股中線看好

寶鉅證券金融集團投資研究部

財經評述

新型冠狀病毒肺炎疫情持續擴散，雖然內地多個地方已採用封城或封閉等方案制止疫情蔓延，湖北以外的地方新增個案亦錄得十六日(截至2020年2月20日)連降，措施或已起初步成效，但內地因新冠肺炎死亡的數字已上升至逾2,000宗，市場的憂慮仍未減退。此外，疫情蔓延亦漸漸令市場關注環球經濟增長或受影響，各地央行紛紛採取行動，鄰近亞洲地區的泰國、印尼及菲律賓均已先後減息四分一厘以應對疫情，中國作為感染病毒個案最多的國家，當然亦未有鬆懈。

近日人民銀行宣佈進行共2,000億元(人民幣)的中期借貸便利(MLF)操作，利率由3.25%下調0.1個百分點至3.15%，並將會進行

7天1,000億元人民幣逆回購操作，中標利率為2.4%，預先擺出了「變相降息」的姿態。昨日，人行亦進一步公佈2月貸款市場報價利率(LPR)將會向下調整，1年期LPR將下調10個基點至4.05厘，5年期的LPR則下調5個基點至4.75厘，調整符合市場預期，在降息的同時為市場注入流動性。

## 「放水」料利好券商內銀股

央行降息無疑有利企業降低借貸成本，令資金得以流入實體經濟，達到維持經濟增長的目的。而在人行降準「放水」的同時，不少資金亦將會流入金融市場，利好券商及內銀股兩大板塊。資金流入金融市場固然會帶動成交量，

事實上，A股市場近日反彈的同時成交亦能配合，春節過後已錄得多日成交額超9,000億元，2月19日更再度錄得萬億元的成交額，反映市場的信心正在恢復，利好券商的收入增長，同時內地對大型券商的政策傾斜，料將進一步利好大型券商的前景。內銀股方面，面對降息當然會影響其淨息差的表現，但逆週期的宏觀措施、政策推動的基建需求及地方政府專項債的發放將有望支持內銀的信貸增長，加上疫情期間銀行所受的盈利及營運影響與其他行業比較仍相對較輕，中線仍可關注。

## 貨幣政策或續寬鬆保增長

是次新冠肺炎正好在內地農曆新春假期期間

爆發，無疑會對內地各行業如餐飲、旅遊、航空等業界造成重大打擊，但中線而言，隨著疫情慢慢受控，疫情對經濟所造成的影響將會減弱，市場復甦仍然是可以期待的。另一方面，央行在聲明內重申，將堅持穩中求進的工作總基調，全面做好「六穩」工作，科學穩健把握逆週期調整力度，穩健的貨幣政策要靈活適度，妥善應對經濟短期下行壓力。本年適逢是內地全面建成小康社會及「十三五」規劃的收官之年，面對經濟下行壓力加大，內地為保增長，應央行的聲明，相信貨幣政策有望將進一步寬鬆，降息周期有望在年內可以持續，料將利好資本市場的持續發展，為A股市場帶來明朗前景。



內地降息周期有望在年內持續。圖為人民銀行深圳中心支行。

# 疫癘延全球 市場續反覆

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

“ 疫情的發展繼續受到投資者的密切關注。市場情緒從二月前兩周的改善，到第三周開始重新進入恐慌的狀態，各類資產波幅增加。

恐慌指數VIX在頭兩周也回落，但見到海外確診人數不斷增加，加上美國疾控中心專家警告疫情或演變成大型瘟疫，再次令投資者恐慌。VIX一度連續上漲四日，累計93.67%的漲幅。

## 全球股市弱勢持續

全球股市普遍下跌。美國股市在本周面對較大沽壓，連續兩日下跌後，周三的反彈也乏力。道指一度上漲461點，但很快轉跌，最終和標普一同連續下跌五日。除了疫情受關注外，美國大選的影響在資本市場顯現。伯尼桑德斯日前在民主黨預選中有領先優勢，他其中一個提議就是全民醫療保險，美國最大醫療保險企業United Healthcare股價大跌。

疫情較嚴重的地區，股市均受壓，包括日經指數就連續下跌四日。不過內地股市在利好政策支持下，受到疫情影響有限，表現非常強勁。只是在強勢多日後，內地股市終於在2月26日迎來大幅

度調整，尤其是內地創業板指跌4.66%，滬指則失守3,000點。香港股市受到內外圍拖累，也難止住跌勢，短線難脫弱勢。

## 油市觀望OPEC+會議

大宗商品繼續被疫情拖累。需求端不樂觀，紐油進一步跌離50美元一線。隨着內地企業復工，商業活動逐步恢復正常，且中央政府出一系列刺激政策，後市需求端或有改善，但可能要等到下半年。供應端，EIA庫存增幅少於預期，美國對俄羅斯原油巨頭Rosneft旗下一家經紀商制裁，以及利比亞供應受阻，給油價帶來的支持有限。目前就在等待3月初OPEC+會否真的擴大減產。

外匯市場，之前強勢的美元作出調整，非美貨幣反彈，包括有數據支持的歐元。日圓作為避險資產重新獲得支持，升穿110水平，料隨着市場情緒反覆，日圓也將更波動。美元今年以來表



市場目前正等待3月初OPEC+會否擴大減產。圖為俄羅斯一處油田。資料圖片

現強勁，一度逼近100水平。不過自從2月21日美國製造業PMI遜於預期，且減息預期升溫，加上獲利回吐壓力增加，美匯指數從高位回落，作出調整，好在能守住20日線支持，整體仍保持在高位震盪，畢竟相對於其他國家，美國經濟仍然有優勢，美元資產有吸引力。

## 美聯儲減息預期升

至於減息的預期，投資者對此甚至預計不止一次，4月和6月宣佈減息的概率提高，不過美聯儲方面還是在壓低這樣的預期，最新的有達拉斯聯儲銀行總裁表示現時判斷疫情會促使美聯儲減息

是言之尚早。現在等待3月美聯儲會議。美債價格持續走高，10年期美債收益率連續第二天跌至歷史新低點。

之前出現大漲的貴金屬市場短線有調整需求，但並不改變大趨勢。金價從七年高位回落，但考慮避險需求和減息預期，金價仍有受惠。即便是疫情過後，還有美國大選和中美貿易談判兩大不確定因素，也支撐金價，短線調整後，仍有很大概率突破1,700美元，好友可以繼續持有。

(利益申報：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人，並無持有所述股份之財務權益。)

# 樓市料率先脫疫境 或再掀升浪

廖偉強 利嘉閣地產總裁

今年新冠肺炎肆虐，對全球各國有不同程度的影響，而中國是最先出現疫情的國家，同時確診及死亡人數是最多的地區，內地陷入史無前例的經濟停滯狀態，確實是一個巨大的打擊。加上市場預期，疫情將導致今年內地經濟增長放緩加劇，故此未來中國的經濟走向會備受關注。為免地方官員及民眾過分專注疫情而忽略經濟發展，國家主席習近平亦同時提醒他們，防疫之餘也不要忘卻經濟，兩者要取得平衡，盡力減低疫情對經濟的影響。

## 疫情有盡時 商業無休止

去年香港經歷了社會事件的洗禮，

各行各業都飽受衝擊，經濟出現下滑，失業率上升的情況，正當各界等待恢復元氣之時，香港又要應對疫情爆發的危機。香港是資本主義社會，商業活動對於經濟十分重要，但近期的疫情使到很多商業活動被迫暫停或取消。如果情況持續，打工仔和公司老闆都會成為嚴重受創的一群。大家要明白，防疫是非常重要的，但疫情總會過去，即使現時病毒仍未完全受控制，不過只要做足保護措施，以平常心面對今次的事件。況且，商業活動是不能長久停下來，仍需維持運作，否則當疫情解決了，又要面對經濟不景氣的問題。

全年整體來說，2月份是地產代理較為艱難的月份，因為在該月前後的日子就是農曆新年，無論業主或買家較多會選擇在這段期間外遊或回鄉探親等，而且在濃厚的新年節日氣氛下，發展商都會減少在這個時候推售全新樓盤，因此地產代理要做生意的機會就變得難上加難。而今年農曆新年前香港確診首宗新冠肺炎個案，導致人心惶惶，將市場早已低迷的消費意慾加以重擊，各行各業的生意完全被冰封了。

## 飲食地產業料否極泰來

過去兩年對於香港經濟影響最深的必定是中美貿易戰和由修例風波而激發的

大規模社會事件，兩者已導致地產代理的生意陷入低谷，加上今年新冠肺炎疫情造成的影響，樓市成交量再進一步萎縮，嚴重打擊地產代理從業員的生計。雖然如此，筆者仍相信一個現象，當一件事物壓過度，就會產生強大的反彈和爆發力，正如今次疫症已影響了大部分香港市民的正常生活，大家都減少外出，聯誼聚會更加可免則免。但當疫情過後，抑壓多時的香港人會按捺不住，社交活動就會源源不絕地出現，同時產生報復式消費的景況。相信到時最先受惠的會是飲食行業，還有港人頭號最愛的房地產，那股動力將引發出樓價以噴射式上升的機會。

# 投資防疫宜「有增有減」

George Efstathopoulos 富達國際多元資產基金經理

新型冠狀病毒肺炎疫情擴散，投資者均擔憂對經濟和金融市場的影響。現階段仍然難以估算疫情所帶來的衝擊有多大，但預期中國政府將進一步推出刺激措施以穩定經濟，有助支撐投資者信心。

面對當前波動市況，投資者可一方面透過多元資產配置，增強投資組合的抗跌力；而在提升資產配置防守性方面，投資者留意中國政府債券、高評級亞洲美元信用債及黃金和日圓等避險資產。

## 防守增持 首選內地政府債

中國政府債券是應對中國經濟下行壓力的防守性選擇。由於投資者預期中國當局將進一步放寬信貸貨幣政策，中國十年期債券息率已由11月的3.3%跌至約2.9%，我們預期有機會繼續下探2.5%。考慮到當前的不確定因素及中國政府債券息率仍然相對較高，這是值得投資者繼續持有的防守型資產。

高評級亞洲美元信用債在本輪波動中表現同樣穩健，信用利差僅輕微擴大10個基點，表現優於2003年SARS時期。受惠於美債息率下跌，雖然信用利差輕微擴大，高評級亞洲美元信用債從1月20日至今整體仍錄得正回報。

黃金和日圓在全球避險情緒普遍高漲時起到一定避風作用。金價雖已升至近七年高位，但市場趨向避險，黃金所擁有的防守性令其吸引力不減，加上若美

國經濟增長放緩導致美元轉弱，以及低通脹令央行維持鴿派政策的話，均有利黃金價格表現。同屬避險資產的日圓，在這次疫情爆發期間並未出現太大升幅，主要是因日本當地亦受累於新冠肺炎，然而若情況轉差，預期日本投資者對日圓的需求將會蓋過美元，進而支持日圓匯價。

## 泰經濟看淡 減持泰銖避險

另一方面，投資者亦可通過減持部分風險資產，來提升投資組合的防守性。舉例而言，投資者可先行減少內地及香港股市持倉。而泰國經濟受累於中國內地旅客數量大減，貨幣匯價過強，泰國當局在財政政策及貨幣政策上均受限制，以及泰國股市估值偏高，我們認為投資人可以減持部分泰銖及泰股，以減少組合風險。

此外，投資者亦可密切留意一些被市場情緒拖累，但基本面良好的資產種類，把握具吸引力的投資機會。中國政府很可能推出更多政策刺激措施，以應對疫情影響，進一步協助市場和企業重整旗鼓。我們密切關注基本面優異但在本輪波動中被拖累的企業，尤其是現金流較強勁且資產負債表穩健的優質企業。短期跌勢引發的估值水平下調，反而令投資這些公司的安全性增加，投資者更可趁勢把握入市機會。

# 萬家財報管窺內地民企「抗疫力」(二之一)

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

自年初大爆發的新冠肺炎疫情已成為今年內地經濟的最大黑天鵝。前期強力落實的以居家隔離、封城封路、延期復工、交通停運為代表的一系列防控措施已見成效。

然而，防控措施在隔離病毒、控制疫情的同時，也給經濟運行帶來了副作用，當前企業開工難復工難的問題正越來越突出，廣大中小企業的生存狀況已經引發了全市場的擔憂。本次新冠肺炎疫情對企業的衝擊到底有多大？

## 逾半小微企業最多可撐三個月

筆者注意到近期一些機構基於問卷調查對此進行了分析。清華大學、北京大學對995家中小企業的聯合調研結果顯示，58%的企業預計2020年營業收入下降20%以上，且近30%的企業預計營業收入降幅超過50%；同時，85%的企業賬上現金餘額最多維持3個月。

郵儲銀行對2,200餘家小微企業的問卷調查也顯示，受疫情影響，77%的小微企業業績變差(稍微變差佔39%，明顯變差佔38%)，54%的企業表示自有資金難以堅持超過3個月。

這些調查研究為我們掌握疫情對經濟發展運行的衝擊提供了有益參考，但考慮到問卷調查樣本量有限，結果也可能會受調查者主觀情緒影響，且缺少量化的評估，新冠肺炎疫情對企業經營的總體衝擊和行

業差異有待更大範圍的分析驗證。

為此，筆者分析了本次疫情對企業經營的影響機制、路徑，基於10,000多家民營企業(2,000多家A股上市公司、近8,000家新三板掛牌企業)近五年的財務數據，全面、客觀評估了新冠肺炎疫情對企業經營帶來的盈利壓力與資金鏈斷裂風險。

筆者着手構建了一個壓力測試評估本次新冠肺炎疫情對內地企業影響。儘管當前疫情各項指標均有好轉之勢，但按照鍾南山院士的評估，本次疫情的峰值仍未到來。按照目前疫情發展的態勢，筆者假定疫情對企業的重大不利影響將持續至4月底才可完全消退，大部分企業近3個月(2月至4月份)無法恢復正常開工。

在樣本選擇方面，筆者考慮到民營企業近年來貢獻了內地50%以上的稅收、60%以上的國內生產總值、70%以上的技術創新成果、80%以上的城鎮勞動力就業、90%以上的企業數量，重要性不言而喻；而其中又以中小企業為主，風險抵禦能力卻顯著弱於國有、集體等企業類型，是本次疫情衝擊的主要對象。因而將考察的企業範圍重點放在民營企業上，共選取樣本企業10,198家，包括全部A股民營上市公司2,273家(可代表大中型企業)、全部新三板民營掛牌企業7,925家(可代表中小型企业)，樣本數據為2015年至2019年最新一季的企業財報數據。核心指標設計方面，為考察疫情衝擊對

企業盈利和現金流造成的影響，筆者主要設計了兩個核心指標：盈利壓力評估指標=3個月固定成本/月度平均淨利潤，用於評估盈利壓力，其中固定成本主要包括工資薪酬、折舊攤銷、租賃費、財務費用等；現金支出壓力評估指標=貨幣資金/固定現金支出，用於評估資金壓力，其中固定現金支出為固定成本扣除折舊攤銷後的剩餘部分。

## 停工3個月 民企全年料少賺30%

得出的結果是，疫情對大中型企業(全部A股民營上市公司代表)有一定盈利衝擊，但帶來的資金壓力有限。以2018年年報計算，全部A股上市樣本企業報告期內的平均總資產約為146億元，平均營業收入約為82.5億元，平均淨利潤約為4.04億元，總體以大中型企業為主。

停工狀態下，3個月疫情帶來的固定成本將使全體民營上市公司的年度淨利潤下滑30%(相當於3.82個月的淨利潤)左右；賬面資金則可以維持4.4年的工資、租金、利息等固定現金支出，即便期間有原材料與技術採購、融資到期償還本金等大额現金支出的存在，這一數字也使得現金流有較好的安全邊際，未觀察到因固定成本導致的資金鏈斷裂風險。

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。