

海外疫情爆發 美聯儲本月降息機率增

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，全國湖北以外地區新增確診病例呈波動下降態勢，但是海外疫情爆發風險大幅上升，擔憂情緒瀰漫全球市場，股票和商品等風險類資產價格降幅明顯。回顧上周行情，恒生指數下跌4.32%，收於26,130點，國企指數下跌4.53%，收於10,302點，港股日均成交金額為1,281億港元，較前周有所上升，南向資金淨流入人民幣169億元。行業板塊方面，上周所有行業板塊均下跌。

其中，能源業下跌9.15%，表現最差，主要受國際油價重挫的影響；非必需性消費業和工業也表現較不理想，分別下跌7.07%和6.05%；地產建築業下跌1.68%，表現相對最好，主要是由於市場預期房地產調控政策或將適度放鬆；醫療保健業和公用事業分別下跌3.47%和3.48%，表現均好於大盤。

全球股市遭遇避險拋售

2月下旬以來，新型冠狀病毒疫情在全球

範圍內持續擴散，全球資本市場恐慌情緒明顯升溫。WHO表示，中國境外上報的新冠肺炎新增病例數已超過中國新增病例數，伊朗、意大利、韓國的疫情較為嚴重。美國CDC警告稱新冠病毒具有社區傳播的風險。日本宣佈全國小學、初中及高中自3月2日開始臨時停課。上周，全球股票市場集體遭遇避險拋售，其中，美國道瓊斯工業指數、標普500指數和納斯達克指數分別暴跌12.4%、11.5%和10.5%，美股創2008年金融危機以來最差表現，日本和歐洲股市跌幅也達到10%至12%。CBOE VIX波動率指數飆升135%至40.11，創2015年8月以來的新高。美國10年期國債收益率跌至1.13%，再創歷史最低水平。3個月期美債收益率比10年期美債收益率平均高出17個基點，美債收益率曲線的倒掛通常發生在經濟擴張期的末期和衰退期的開端。

CBOE VIX波動率指數用以衡量標普500

指數未來30日的預期年化波動率，通常可使用標普500指數的近期及鄰月認購/認沽期權價格計算得出。VIX波動率指數又被稱為投資者恐慌指數，VIX升高反映投資者預期後市波動幅度會更加激烈的恐慌狀態，VIX走低則反映投資者預期後市波動幅度會趨於平穩的心態。2008年全球金融危機期間，VIX指數在2008年11月20日曾經飆升至80.86，創歷史新高；2011年歐洲債務危機期間，VIX指數在2011年8月8日大幅攀升至48，創歷史新高；2015年A股市場大幅波動及人民幣匯率改革期間，VIX指數在2015年8月24日躍升至40.74；2016至2019年，VIX指數平均處於15左右水平，2020年1月VIX指數均值为13.9。

歐美或陷入技術性衰退

雖然目前還難以精確判斷疫情對全球經濟的影響程度（由於疫情仍在全球範圍內持續

擴散），但全球市場最近的大幅波動表明，投資者對全球經濟前景悲觀預期快速上升，開始擔心疫情在全球範圍內持續擴散可能終結當前的經濟增長態勢。牛津經濟研究院預測，如果疫情在全球範圍內蔓延開來，今年上半年全球GDP增速可能跌至零，全年可能損失1.1萬億美元，若更為嚴重的話，美國和歐元區將在今年上半年出現技術性衰退。

風險資產價格持續調整

2月上中旬，香港股票市場能夠在1月下旬大幅調整後，實現企穩回升，離不開逆周期宏觀調節政策的及時出台。為了對沖疫情帶來的經濟金融壓力，中國政府加大了貨幣政策和財政政策的支持力度，在短期內緩和了市場的緊張情緒，有效防範了金融市場的流動性風險，對穩定經濟金融形勢起到了關鍵作用。當前，中國疫情防控工作取得階段

性成效，各地企業在做好疫情防控的情況下加快復工復產。

但是，隨著疫情在全球範圍內持續擴散的不確定性預期急劇上升，資本市場避險情緒明顯升溫，全球風險類資產價格短期內可能繼續調整，將給港股市帶來一個極不穩定的外圍環境。不過，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，香港股市的當前估值也並不高，投資者不宜太過悲觀。如果疫情持續擴散對全球經濟活動形成重大威脅，美聯儲將採取更寬鬆的貨幣政策，大概率會在3月份議息會議上宣佈降息，從而有助於緩解投資者的恐慌情緒。

（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。）

疫情憂慮 全球市場未脫險

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 新冠疫情擔憂急升，全球市場一片跌勢，包括避險資產黃金。新的一周，在全球央行一同減息預期下，市場或有反彈，但恐怕空間有限。

“ 新型冠狀肺炎疫情持續擴散，世界衛生組織宣佈把疫情的風險級別由「高」升級至「非常高」。各方下調對全球經濟增長和企業盈利的預測。VIX在上周大漲134.84%至40.11，連續上漲第三個月。風險資產面對巨大下行壓力，投資者紛紛拋售股票，大宗商品疲弱。

美股之前也一度受到疫情拖累，但調整幅度有限，2月上旬更是不斷創歷史新高，但隨着疫情比預期更嚴重，三大股指沽壓加重。好在美聯儲主席鮑威爾終於在上周五暗示或降息，美股才收窄跌幅。道指全周仍跌12.36%，全月累跌一成。納指在上周五收高，科技股反彈，全周挫10.54%，全月挫6.38%。A50期指收復跌勢尾盤拉漲。不僅如此，白宮據報考慮減稅，緩解疫情對經濟的衝擊。如此一來，令新一周市場的壓力有所減緩，但反彈空間有限。

美匯或具下探空間

其實投資者早就開始提升對美聯儲減

息的預期，但美聯儲官員試圖降低這樣的預期。直到疫情惡化，美聯儲主席終於忍不住出招了：3月行動利率非常大。美匯指數經歷了波動的2月，先是延續今年以來的升勢，2月20日高見99.91，非常逼近100水平。但很快從高位回落，2月28日一度跌破98水平，結束三周連陽，短線或有進一步下探空間。

在美元調整下，部分非美貨幣反彈。人民幣重返7水平，離岸人民幣2月28日上漲0.18%至6.9920。歐元從1.08下方反彈，重拾50日線，連續上漲第二周，升1.65%。但澳元繼續面對下行壓力，連續下跌兩周和兩個月。而英鎊一度跌破區間支持1.28，連跌第二個月。

等待OPEC+決定

倫銅受到疫情影響明顯，從1月下旬開始加速下跌，跌穿多個重要支持位。好在2月開始內地逐步復工，擔憂情緒有所消化，不過最新PMI數據顯示經濟受到的影響並非短時間內可以修復。且中國



▲ 美股三大股指沽壓加重，好在美聯儲主席鮑威爾終於在上周五暗示或降息，美股才收窄跌幅。美聯社

以外地區確診人數急速增加，讓需求擔憂持續，倫銅在2月先反彈後回落，結束三周連陽，好在能守住全月收陽，5,500美元在短線仍將受到考驗。紐油經歷了大跌的一周，挫16.15%至44.76美元，連跌兩個月，累跌25.9%。周內關注OPEC+會議，減產概率大，但幅度有多少是重點，需要足夠大才能舒緩油價急跌的勢頭。

避險需求推高美債日圓

避險資產中，美債和日圓大漲。10年

期美債收益率加速下跌，連挫七日至1.1486%，全周跌21.93%，現在朝1%水平下探。美元兌日圓在2月20日一度突破112水平隨後很快轉跌，跌穿50、100和200日線，跌破108一線，最終結束三周連跌，反彈3.33%，同時連漲三個月。金價從2月25日開始有明顯的回吐壓力，2月28日更是擴大跌幅，直接跌穿5、10和20日線，並最終結束兩周連陽，短線調整未完，但後市並不悲觀。（筆者為證監會持牌人士，無持有所述股份之財務權益。）

萬家財報管窺內地民企「抗疫力」(二之二)

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

疫情對中小企業（新三板所有掛牌民營企業）的盈利衝擊更大，帶來的資金壓力翻倍。以2018年年報計算，全部新三板掛牌樣本企業報告期內的平均總資產約為2.08億元（人民幣，下同），平均營業收入約為1.69億元，平均淨利潤約為629萬元，與中小企業的概念更加接近。停工狀態下，3個月固定成本將使全體新三板掛牌民營企業的年度淨利潤下滑50%（相當於6個月的淨利潤）；賬面資金表面上可以維持2.2年的固定現金支出，但考慮到其間可能存在的其他大額支出，現金流安全邊際遠沒有A股上市公司那麼樂觀。

對新三板重點行業民營企業的分析則顯示，疫情對服務與零售業中小企業的衝擊最顯著。酒店、餐館與休閒行業情況最差，停工狀態下樣本企業3個月的固定成本將使其損失18.6個月的淨利潤；賬面貨幣資金也僅能負擔0.6年（7.2個月）的固定現金支出，近50%的企業面

臨短期資金斷裂風險（賬面資金只能覆蓋6個月內的固定支出）；特別是餐飲企業，賬面現金僅能維持2.4個月的固定現金支出，破產倒閉風險極大。

小微企業所受衝擊遠超想像

零售行業也不樂觀，3個月停工的固定成本將是樣本企業損失12.5個月的淨利潤；儘管整體的賬面貨幣資金能負擔1.4年（16.8個月）的固定現金支出，但近40%樣本企業的貨幣資金對固定現金支出的覆蓋在6個月以內。此外，交通運輸行業和房地產行業的情況相對稍好，但也分別有28.7%和11.1%樣本企業的賬面貨幣資金只能覆蓋6個月固定現金支出。

需要注意的是，以上測算均基於樣本企業的2018年年報數據，而從筆者對2019年已經公佈數據的梳理來看，樣本企業的經營情況在2019年並未好轉，疫情衝擊之下，一些行業的風險甚至超出上述測算結果反映的情況。

這個研究與北大清華聯合調研、郵儲銀行調研等在方向上是一致的，可為當前評估疫情衝擊下內地微觀企業的生存壓力提供一個更為全面和客觀的基準參考。

儘管新三板企業在規模上已較為接近中小企業，但廣大未能在公開市場融資的小微企業群體的風險抵禦能力比新三板企業還要弱得多，可以合理推測，疫情對廣大中小企業的整體衝擊應當比上述評估結果更大。

期待針對性企業紓困政策

有鑒於此，近期中央和地方政府的思路已經迅速轉變，即由前期的全力保障疫情防控，轉向兼顧平抑經濟波動，逆周期調控、企業紓困等相關政策不斷推出。在筆者看來，當前政策上疫情防控與穩定增長「兩手抓」的應對思路應是合理的，需要繼續堅持。而正如前面的評估所揭示的，不同行業、同一行業的不同企業面臨的盈利壓力、資金壓力存

在差異，下一步如何根據不同行業企業面臨的不同壓力和開工復工面臨的不同困難，制定實施更具針對性的企業紓困政策，同樣是政策制定者們需要重點考慮的問題。

此外，需要引起注意的是，由於樣本與方法選擇的不同，評估結果和調研結果也存在明顯差異。與機構調研的結果相比，筆者評估發現中小企業遭受的盈利衝擊比調研企業反映的情況更加嚴重，短期面臨的資金鏈壓力與比調研企業反映的情況稍小一些。這種差異或暗含着更加明確、更有針對性的政策啟示。

例如，就財政政策而言，企業盈利下滑將使減稅政策的效果大打折扣，通過進一步降費（行政事業費、社保等）為企業減負可能更好；貨幣政策方面，短期內仍有通過公開市場操作保障資金供給，維持流動性充裕的必要，但盡快推動融資成本的降低對未來企業恢復、經濟反彈的意義更大。

港府房策重點：公屋為主、私樓作輔

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

上周中財政司司長陳茂波宣讀2020/21年度政府財政預算案。上年財年，預算案封面是綠色，有着生機蓬勃的寓意；今年財政預算案封面選用象徵土地的颜色，有着「休戚與共、唇齒相依」的期待。結語中提到：「我們仍可以優先選擇對未來懷抱希望。即使理想不同，我仍希望大家擱置分歧，創造化解矛盾的空間，一起推動香港向前。」這也許是不少市民的心意吧！

預算案涉及廣泛，本人是房地產界別，也許只有資格淺酌土地房屋領域。

今財年供應缺口3350伙

比照今明兩年預算案，不難感覺羅列的未來公屋及私樓數目變化不大：預計未來五年建造分發房屋是約10.04萬個，包括約7.4萬個公屋及綠置居；私人住宅也是全無變化地

表示未來3至4年供應約9.3萬個單位，但是私人住宅未來5年平均落成量微升800個至1.96萬個（也只是今年的指數走數後再按年攤分的數目）。同樣地，兩個財年私人房屋土地潛在供應可興建約1.5萬餘個，而推出商業/酒店樓面面積同是起80萬平方米。不過，讀者請留意分別在細分上。

今財年比較可供應土地和實際供應土地的伙數，分別是15,540伙和12,190伙，走數主要來自三大供應源頭，即政府賣地、須和不須修訂土地契約的私人重建項目只是71%、71%及80%達標，拖累整體總量只能78.4%達標，缺口達3,350伙。

鐵路物業補足賣地缺失

新財年其實可供應土地伙數仍到15,730伙主要是依賴鐵路物業發展項目的4,050伙補

足政府賣地供應的缺失。如果按照今財年達標比率，政府賣地及私人重建項目達標七成或以上，則預測未來財年實際供應應可超過12,500伙。雖然也是跟今財年供應量一樣，但已是連續兩年未能達到年私樓供應量的伙數。私樓總供應量仍然緊張，尤其比較2018/19年前潛在土地供應可建單位數目連續八年穩定於22,500伙以上（其中四年：2011/12、2012/13、2014/15及2017/18站於3萬伙左右），反映出整體私樓房地產價格年年上升是源自土地供應量的長期不足。

樓價升勢遠高於工資上漲，使得市民置業難度不減，自然面向公屋求助，輪候公屋年期有增無減。特區政府承受巨大的施政壓力，不得不急轉向來求猛供公營房屋，新財年預算案清楚地表明心跡。預算案中「公營房屋」出現多達12次，

但「私營房屋」則只有4次，正正表明「公屋為主，私樓作輔」的來來政府房屋政策重點。不論來自東涌東填海區、古洞北/粉嶺北新發展區、元朗南發展區或是改劃房屋用地，時間次序及面積比例方面都傾斜於公屋。這項政策會貫徹今屆政府餘下任期和申延至下屆任期。

樓價將呈小回平穩格局

面對可見未來的減少私樓上的供應伙數，開發商自然把手中樓盤「善價而沽」，對新開標的政府土地謹慎落價。私人住宅土地/房屋價格「易升難跌」是大趨勢，加上建築成本不觀地不易回順，使得住宅房地產投資成本愈高，相對的風險愈大。縱然今輪社會運動及流感疫症會打擊經濟增長，甚至出現短期經濟衰退，但是中長期香港住宅房價大跌的機會不會太高，是小回平穩格局。

新財年財政預算案對於協助置業的推墨不多，只有一項由香港按揭證券公司推行試驗計劃，透過銀行提供1,000萬元，名額大約

100名，年行率為2.75%、2.85%及2.95%的10、15及20年定息按揭貸款。參考現時的按揭浮息利率約2.5%，且今明兩年世界性經濟不振，利息上升可能近於零利率，市民選用定息供款反而令利息支出增加。從以前經驗，市民供樓通常會選擇最長期限，甚或有30年上限，且每每是喜歡供滿幾年後轉按或贖回再買入更大單位，市場上甚少有供滿整年年限才贖身。可以預料市民選擇定息計劃的不會太多，反而成就高成數按揭入市的新盤買家，這是斷供或撻釘的「逃生門」吧。

香港經濟展望由2019年3.5%增長變成2020年負0.5至1.5%衰退，財政司司長把重點置於「撐企業、保就業、振經濟、紓民困」上。如長視願：我們同在這片土地上生活，本是休戚與共、唇齒相依。只要祖國中長期經濟仍然向好，香港是「無憂亦無愁」的，大家一齊努力抗疫，渡過難關，迎向明天！

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。