

應對全球衰退 內地逆周期調節續強化

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，英國金融監管當局要求英國銀行暫停支付股息及回購股票，導致英資上市銀行股價大幅承壓，影響恒生指數表現。回顧上周行情，恒生指數下跌1.06%，收於23,236點，國企指數下跌0.15%，收於9,491點，港股日均成交金額為1,044億元，較前周有所下降，南向資金淨流入為79億元（人民幣，下同）。行業板塊方面，上周各板塊塊塊漲跌互現。其中，能源業上漲7.45%，表現最好，主要受益於國際油價大幅反彈；電訊業和醫療保健業也表現較好，分別上漲6.42%和2.45%。非必需性消費業下跌5.20%，表現最不理想，主要是受到部分公司業績低於預期和個別中概股開閘拖累的負面影響；金融業和綜合業分別下跌3.37%和2.52%，表現均差於大盤。

雖然近期全球主要國家不斷出台大規模貨幣寬鬆和財政救助政策，但在全球主要發達國家的經濟活動出現停滯以及失業率飆升的情況下，全球經濟或陷入短期衰退，金融市

場情緒仍較為謹慎。截至3月21日當周美國首次申請失業救濟人數飆升至664.8萬人，再創歷史最高紀錄，遠高於前周剛刷新歷史最高點328.3萬人和2008年金融危機時期的最高點66.7萬人。當今世界經濟的全球化程度已達到史上非常高的水平，主要國家通過深度參與全球產業鏈分工已融為一體，全球經濟衰退也將對內地經濟形成較大的衝擊。因此，宏觀政策逆周期調節力度有望加大。

LPR存款息口預期「雙降」

貨幣政策方面，上周五晚，中國人民銀行宣佈對中小銀行定向降準1個百分點，釋放長期資金約4,000億元。今年以來，人民銀行已經實施三次降準，合計釋放長期資金約1.75萬億元。同時，人民銀行決定將金融機構在央行超額存款準備金利率從0.72%下調至0.35%，這是2008年全球金融危機以來的首次調整。超額存款準備金利率相當於貨幣市場利率走廊的下限，本次超額存款準備金

利率大幅下調後，與當前活期存款利率已經基本一致，這將有利於激勵銀行擴大信貸供應，更好地服務實體經濟，並且促進實際利率水平和企業融資成本降低，緩和中小微企業的經營壓力。隨着全球主要發達國家央行以協調方式推出大規模寬鬆政策，人民銀行的貨幣政策仍有較大的放鬆空間。預計LPR可能會在4月下降。同時，存款基準利率也存在下調可能性，一方面可以穩定銀行體系息差，激勵銀行擴大信貸供給；另一方面將鼓勵家庭減少儲蓄，增加消費。

特別國債發行規模料逾萬億

財政政策方面，近期召開的中共中央政治局會議指出，要適當提高財政赤字率，發行特別國債，增加地方政府專項債券規模，這意味着積極財政政策將進一步加碼。特別國債不計入一般公共財政預算赤字，由全國人大常委會批准即可發行。特別國債發行一般是在經濟金融領域面臨重大風險時才會採取

的重磅政策工具。回顧歷史，內地僅發行過兩次特別國債。第一次是在1998年，發行2,700億元特別國債，用於補充四大國有獨資商業銀行的資本金；第二次是在2007年，發行1.55萬億元特別國債購買約2,000億美元外匯，作為建國家外匯投資公司的資本金來源。預計本次發行特別國債1萬億元以上，主要用於以下三個領域：首先，用於基礎設施領域補短板項目，確保經濟運行在合理區間；第二，用於轉移支付、貸款貼息、貸款擔保、失業救助等方面，為受疫情影響較大的地區和受疫情直接衝擊的中小微企業提供定向支持，以減輕企業面臨的現金流壓力和持續經營的風險；第三，用於增加銀行的資本金，以提升銀行在支持中小微企業、處置不良資產、化解金融系統性風險方面的能力。

筆者認為，內地宏觀政策逆周期調節力度持續加大，有助於更好地應對全球衰退風險，緩和中小微企業的經營壓力，穩定資本

市場預期。當前估值處於歷史最低區域的港股市場和2008年全球金融危機時的低位已基本相當。在港股市場當前估值具吸引力的背景下，南向資金（內地資金）繼續實現大額淨流入，對香港市場的穩定起到了重要的支撐作用。

南向資金流入支撐港股

2020年3月，南向資金淨流入為1,264億元，創滬深港通開通以來單月資金淨流入最高紀錄，同期北向資金累計淨流出679億元。截至4月3日，今年南向資金累計淨流入2,085億元，遠高於去年同期淨流入113億元水平。但是，在全球疫情形勢拐點出現之前，全球風險類資產價格仍可能繼續大幅波動。

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。

走出極度擔憂 關注疫境經濟

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期市場沒有三月那般動盪，從各類資產價格走勢可以看出，投資者從極度擔憂中走出來，但也還是對疫情和經濟等相關數據非常敏感。

恐慌指數VIX和疫情狀況相關度比較大。在3月18日高見85.47，非常逼近2008年金融危機的高點，不過從那之後開始自高位回落，各國開始發力抗擊疫情刺激經濟，目前VIX已經跌至50水平下方，連續下跌第二周，挫28.59%。

油價料30美元遇阻

不過，大宗商品市場並沒有這麼快可以恢復，畢竟需求端還是非常疲弱。沙特和俄羅斯這場價格戰令油價大跌，也令原本受疫情影響的市場面對考驗。雖然近期雙方有達成協議的憧憬，令油價獲得上行動能，紐油結束五周連跌，反彈逾三成。OPEC+雖推遲了會議至周四，還是讓投資者擔心雙方是否仍有爭

執。但即便真的達成協議，油價受到需求端拖累，上調空間有限，30美元一線有阻力。

美元黃金料短線走高

疫情之下，各國經濟都面對較大壓力，各國也出盡利好政策穩定市場刺激經濟。疫情拐點應該快要到來，更重要的問題將會是經濟到底影響如何，以及經濟究竟何時可以修復。

上周公佈的美國就業數據，一如預期的不樂觀。上周五公佈的非農數據是2010年以來最差，而且尚未全面反映企業被要求停工停產後的情況。料接下去還將面對糟糕的數據表現，令投資者雖然一面博股市的反彈，一面還是不放棄購入避險資產，黃金和美元共同走高。



疫情之下，各國實體經濟都面對較大壓力，各國亦出盡利好政策穩定市場，經濟未來表現預期將左右各類資產價格走勢。

美匯指數在經歷完非常波動的三月後，進入四月的一開始還是整體向上的，很快回到100水平上方，四月第一周反彈2.25%，上周五更高見100.853。短線避險光環或繼續給美元帶來支持，有望再次挑戰103，但美聯儲一系列釋放流動性的舉措一定程度上限制了美元的上漲空間。

非美貨幣繼續受壓。歐元已經跌破1.08的區間支持，在上周五低見

1.0773，已經連續下跌五日，上周一共下跌3.05%。面對經濟下行壓力，歐元恐怕還有下行空間，下探三月低位概率不小。

英鎊在三月最後一周反彈後，上周回檔壓力增加，有重新測試1.2支持的可能。此外，澳元和紐元也保持疲弱，始終受制於20日線，短期內難走出弱勢。（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益）

4月觀望氣氛濃 股市或窄幅上落

姚浩然 時富資產管理董事總經理

今年首季隨着新冠肺炎的爆發和其衍生的經濟活動停滯影響，環球股市皆出現急挫，恒指首季則累跌4,586點或16.3%，為2015年第三季以來最大季度跌幅。踏入4月，環球股市開始回復冷靜，進入整固區域，相信如上月般斷崖式下跌的情況短期內不會出現，主要是因為以槓桿式操作的盤被斬倉後，短期再重新操作的機會不高。另外，4月份假期較多，只有19個交易日，加上月中中國會有多個重要經濟數據公佈，因此市場觀望氣氛會較濃，成交或會偏淡，大市波幅可能只在2,000點之內。短期市場觀望本周五(10日)公佈的中國4月生產者物價指數(PPI)和消費價格指數(CPI)，還有17日公佈的第一季國內生產總值(GDP)。此外，油組(OPEC)的會議結果亦是本周的關注焦點，市場關注油組會否達成減產協議。

憧憬油組「傾掂數」 油價趨穩

其實自上周起，美國總統特朗普已開始出口術，預計沙特阿拉伯及俄羅斯將達成新協議，會削減日產量約1,000萬桶，最近更表示，若未能達成減產協議，美國會加徵關稅報復，因目前正損害美國就業市場。根據日前油價價格顯示，WTI原油期貨及布蘭特原油期貨價格分別維持在27美元/桶和33美元/桶，反映市場傾向認為會達成協議。雖然筆者認為即使達成協議，油價的反彈力度亦不會回到以往水平，畢竟燃油的需求在現時的經濟環境下偏低，但穩定的油價對整體投資市場而言屬於利好。

經濟數據方面，中國3月份採購經理指數(PMI)出乎市場預期重返榮枯線之上，回升至52，較2月份創歷史最低點的35.7大幅回升；美國3月非農就業職位則意外急降70.1萬個，減幅為2009年3月以來最大，失業率則急彈至4.4%，兩者均分別遠超預期的10萬個職位和3.8%。雖然兩國的數據看似有天淵之別，但其結論是一樣，都是要再觀察才可判斷經濟倒退是長期還是短期。因為中國採購經理指數的編制主要是按月作比較，而內地2月受新冠肺炎影響，多個省市處於封城或實施小區隔離，經濟及生產陷入停頓狀態，基數低。

而美國經歷了上周大幅新增的首次申請失業金救濟人數的預告，市場很可能已預算3月非農數字會比預期的10萬個職位多，所以並未導致美股的大幅下跌。再加上人行在上周末宣佈對中小銀行定向降準，釋放長期資金4,000億元人民幣，以及美國聯儲局早前宣佈的無限寬量，在環球央行放水的前提下，市場未必會對經濟復甦前景看得太差。

（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

離岸私募基金監管收緊 內資機構迎戰有策

滬港融慧

趙嘉陽 拔萃資本拔萃國際資產管理有限公司業務發展部總經理

近年來，越來越多內地背景的金融機構和企業走出國門，開展海外投資活動。在香港成立在岸監管公司，而在開曼群島或英屬維爾京群島（「BVI」）等地成立離岸私募基金，是當前非常普遍的做法。長期以來，開曼群島和BVI最大的優勢在於其免稅的政策和寬鬆的金融監管。得益於此，在港的中資機構在過去幾年大力拓展離岸私募基金業務，不論是基金數量還是管理資產規模均高速增长。

然而，最近一年多以來，不論是離岸（如開曼群島或BVI），還是在岸（香港），各地監管當局先後推出了一系列監管新規或法案，給已習慣於免稅務、少約束的離岸私募基金管理帶來了不小的衝擊。這讓我們意識到，全球在監管上已慢慢呈現出合流的趨勢，離岸私募基金正迎來監管的新時代。

香港證監會於2018年末頒佈FMCC（基金經理操守準則）新規，對離岸私募基金在香港的實際管理人（9號牌持牌主體）作出了更嚴格的監管要求。隨之而來的是開曼群島和BVI從2019年起正式生效的經濟實質法：新法要求離岸基金管理實體證明其經濟實質，否則無法繼續成為管理實體，需轉由有實質的主體來替代。

監管新時代 合規運營成本大增

跨入2020年，開曼《私募基金法》及《共同基金法（修正案）》正式生效。這意味着此前的三元監管狀態從此成為歷史，CIMA將依據基金新法對所有開曼基金（不論開放式或封閉式）以同等標準實施集中監管。BVI政府也在更早些時間頒佈了類似的新法案，將封閉式

私募基金正式納入監管範圍。

監管新時代自此全面開啟，離岸私募基金行業所受影響深遠。私募基金管理機構的中後台工作將面臨巨大挑戰，同時合規和運營的成本也將顯著推高。

對在港的內地背景資產管理機構而言，很多可能才剛適應香港的行業環境，監管新時代就已在眼前。而今年在新年伊始的這場波及全球的新冠肺炎疫情，更是讓背靠內地的中資機構不得不面對更為艱巨的挑戰。

在此背景下，不論是私募基金管理者、財富管理機構，還是家族辦公室，都需要主動出擊迎接挑戰，並積極探尋發展機遇。首先，提升中後台實力是最直接的應對之策，也是當務之急，否則前台業務將難以為繼；其次，在合規的框架內推進產品和業務的創新，衝破當

前在港中資機構仍普遍存在的同質化現象，尋求差異化發展；最後，發揮在香港的行業集聚優勢，加強與各銀行、券商等金融機構以及與律所、審計和信託等專業服務機構的聯繫與合作，把協同效應發揮到最大化。筆者認為，香港作為國際金融中心，憑借其完善的法律制度、成熟的金融市場，以及得天獨厚的地理位置優勢，在監管新時代裡，依然會是內地金融機構拓展境外市場的橋頭堡。隨着內地資產全球配置趨勢持續擴大，相信在港的中資機構，仍然有着巨大的市場潛力和發展空間。

行遠必自邇，登高必自卑，拔萃資本也會積極擁抱這個新時代，繼續加強鞏固自身中後台實力，同時對資產管理多元化策略積極探索和嘗試，為業務的發展不斷注入新的動力。與諸位共勉。

澳門樓市因疫情量價齊跌 望第三季步入復甦

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

截至上周五中午，澳門確診新冠肺炎人數剛剛超過40宗，是整個大中華地區中宗數最少的，主因是由於澳門特區政府有效地防控疫情。因應疫情，早於2月初特區政府命令全澳娛樂場暫時關閉15天，並已於2月20日解除，大部分娛樂場重新開業。

2月份澳門賭收按年大跌近88%至31億(澳門元，下同)，日均只有2.2億元；三月份賭場已重開，賭收僅回升至52.75億元，按年大跌79.7%，日均賭收更低見1.69億元。日均賭收持續下跌，主因是從西方國家回流的留學生、居民和商旅把第二波新冠肺炎病毒帶回內地及港澳地區，粵澳政府唯有實施更嚴厲入境隔離措施。國際訪客現時禁止進入澳門，從中國台灣、香港赴澳也需要遵守隔離措施；縱然內地客人入境澳門只需進行醫學觀察，但返回內地則需要隔離十四天。史上最嚴隔離令禁足了大部分商旅旅客，不難推算四月份賭收並不樂觀，估計按年跌八九成。

博彩業入低谷勢波及樓市

展望今年餘下的八個月賭收走勢，較為中肯和現實的看法：四月內疫情趨向緩和、五月份逐步消除、七月份可望基本恢復、復常時間和程序則視乎鄰近地區的經濟恢復情形。本年度的博彩毛收入預計將減至1,300億元，較原來的估算下調百分之五十，澳門特區政府計劃推出多項應對病毒傳染和資助企業及居民的政策，將向立法會提交修正財政預算案，由庫房撥389億元來補財赤。雖然特區政府已逐漸將經濟走向過度多元化，但是博彩業仍然是「百業之母」，賭收明顯地走低肯定拖累各行業，房地產難免被波及。延續去年下半年弱勢，當地房地產市場淡靜。

2019年澳門共錄得7,745宗成交，按年減少27%，第四季共錄1,671宗，按季下跌22%。踏入今年，澳門一、二月住宅（包括

一二手樓）僅錄393宗及208宗，分別按月下跌12%和47%，更較2019年2月（農曆新年）期間低25%。無論一手或二手市場都連續下跌，一手樓成交量由一月的59宗(佔比15%)下跌到二月的26宗(佔比12%)，二手樓成交量更由一月份的334宗大幅跌到二月份的182宗。步入三月份，上半月住宅總成交有142宗，每平方米實用面積均價是94,027元，分別比二月下半月再跌24%及4.8%。

疫情影響擴展至全球，澳門住宅量價齊跌，將延伸到起碼四、五月。2020年首季成交集中在首置客，以購買二手樓價低於八百萬元為主導，部分發展商也把握時機加大折扣優惠，少部分首置客被吸納到一手市場內。

樓市活動短期或租務為主

展望今季，新冠肺炎疫情還是「揮之不去」，賭收未能正常化，難免拖累整體經濟

持續不振。住宅成交只會由首置客帶動，可見投資客絕跡。業主自身特質決定持貨態度，有些香港和境外業主會因財務狀況削價求售，但是大部分本澳業主持貨能力不弱，仍然會採取觀望態度。最新的廣東省居民入境隔離措施正迫使不少外勞不能天天返回內地，令澳門住宅湧現大批短期租客，也支持着當地住宅樓價。

澳門業主相信觀察整體經濟情況如失業率、收縮率等等，才會決定投資持有態度。筆者預計如果疫情到五月份逐步受控消失後，澳門市民因應自身條件決定放售、吸納、投資或逐步離場。今季樓市趨於淡靜，主要活動集中於租務為主。

近年澳門社會飽受住宅新供應量不足之苦，特區政府唯有推行辣招去減低樓價升幅及推售不少公共房屋。得到廣東省政府政策支持，三月底特區政府宣佈「澳門新街坊」規劃詳情，該計劃坐落在珠海橫琴新區中心

大道東側，佔地面積約十九萬平方米。整個項目共有27幢住宅樓，樓高20至26層，約提供4,000住宅單位，包括約200個「人才房」。銷售對象是持有澳門永久性居民身份證或非永久性居民身份證的十八歲以上居民，轉售時亦只能賣給澳門人；人才房則只租不售。長遠來看，這項目可以補足本地缺乏的供應量，對後市產生平抑作用。

新冠肺炎疫情並沒有危害澳門人的健康，但是嚴重打擊經濟。為應對後發的外地輸入病例而採取的嚴厲入境隔離措施已「冰封」經濟活動，澳門住宅出現量價齊跌困局。有待疫情消失後，祈望整體房地產市場進入第三季的復常階級，中長線仍是可望良好發展。

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。