

新十一條金融改革措施完善業界體系

實証證券金融集團投資研究部

新冠肺炎疫情對環球經濟影響甚深，內地亦首次出現自有記錄以來首次季度GDP負增長，令投資者憂慮全球經濟有可能陷入衰退風險。有見及此，內地除了推出不少短期措施以抵抗疫情影響及加快復工復產的進度外，亦為不少行業長遠的發展訂立了指引及願景。

5月27日，金融穩定發展委員會辦公室發布公告，根據國務院金融委統一部署，發改委、財政部、人民銀行、銀保監會等金融委成員單位，將會按照「成熟一項推出一項」的原則，將在近期推出11條金融改革措施，當中涉及多個行業及領域的改革，亦同時加強了違法行為的監管與懲處，而在各項新措施中，有兩大要點是較為值得關注的。

加大扶持中小微企力度

首先，是改革措施明顯對扶持中小微企業的力度有進一步加大，11項措施當中的《商業銀行小微企業金融服務監管評價辦法》及《政府性融資擔保、再擔保機構行業績效評價指引》分別提出要完善對小微企業金融服務的信貸投放及推動各級政府性融資擔保機構聚焦支小支農、降低擔保費率等，這是繼早前LPR改革過後再度推出新政策以解決小微企業融資難及融資貴的問題，反映了小微企業將繼續成為內地重點支持的範疇之一。而考慮到小微企業大多向中小銀行申請融資，是次金融改革中的《中小銀行深化改革和補充資本方案》亦有提出將要進一步推動中小銀行深化改革，加快中小銀行補充資

本，預期中小型銀行資本緊張的問題將有望得到緩解，令措施在全方位解決小微企業所遇到的融資難題的同時，亦有利小微企及中小銀行相互業務的長遠發展。

推動創業板新三板改革

另一值得留意的是創業板及新三板的改革。是次措施在資本市場領域中提出《創業板首次公開發行股票註冊管理辦法(試行)》等四部規章，《創業板股票上市規則》等八項主要規則，為創業板建構市場化的發行承銷制度、交易機制、監管規則及退市制度提出了更為完善的指引。而在《關於全國中小企業股份轉讓系統掛牌公司轉板上市指導意見》中，則明確了新三板企業的轉板機制、範圍及條件等，務求令多層次資本市場達到



創業板及新三板改革是今次新十一條金融改革措施兩大亮點之一。資料圖片

互聯互通的目標。預計以上兩大措施可在解決了創業板註冊制改革問題及令新三板的市場參與度有所提升，除了有利券商的業務發展外，亦完善了資本市場的相關制度，為內地的資本市場變得更為透明、開放及更有活力奠定了良好的基礎。

整體而言，新11條金融改革措施顧及了民營及小微企業經營及融資難等問題，料長遠而言相關企業將可成為支持內地實體經濟增長的一大助力。另一方面，新金融改革措施在多方面完善了資本市場結構及監管的同时，亦定調了未來金融市場對外開放的步調，為引導內地金融業踏上國際舞台踏出重要一步。

待驗證修復之說 市場未放棄避險

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

投資者憧憬經濟能快速從疫情中修復，風險資產紛紛反彈。只是各國經濟還是面對較大下行壓力，不斷推出刺激政策支持經濟，到底修復情況是否符合預期還是有待觀察。



在主要央行推出經濟刺激政策之下，投資者憧憬經濟能快速從疫情中修復，風險資產紛紛反彈，惟具體修復情況還有待觀察。

美聯儲《褐皮書》顯示，美國經濟顯著下滑，商界大部分對於前景感到悲觀。今晚(29日)有較多重磅數據需要關注，包括GDP、耐用品訂單、首次申請失業救濟金人數等。

另一邊廂，外界擔心中美關係，恐怕至少在美國大選之前，這個風險因素都將繼續存在。故此，避險資產有支持，偶有回落，但跌幅有限。如此一來，投資者在一個博風險資產反彈的同時，還是要持有避險資產。

金價這幾日隨着避險需求回落而回吐漲幅，好在最後還是守住千七一線，但技術指標已經轉淡，短線或有進一步回落。但整體上行趨勢還不至於破壞掉，畢竟，利好環境還是在的。十年期美債收益率下跌，亦在說明，投資者相信，低息環境將會持續，尤其各國央行的取態十分一致，在疫情爆發後，絕對是非常時期要用非常手段，寬鬆也來不及，不可能反過來收緊。

歐元英鎊升跌互見

當然，在全球經濟一體化之下，各地

同樣做量寬，在資產布局上，仍有一定不同，避險需求之下，即便美匯指數偶有受壓，走勢反覆，周三曾低見98.716，高見99.342，好在最後還是能守住99的區間支持。不過，短期而言，隨着各地有不同方案推出，以拯救實體經濟，走勢並不一面倒的分為避險與否。例如，歐盟刺激計劃提振歐元之下，歐元表現強勁，隨着美元回調，已經反彈兩日，周三上漲0.22%至1.1006，周四早段更是延續升勢，企穩1.11水平。

相比之下，英鎊相對疲弱，在周二短暫反彈後，周三重新跌穿50日線，低見1.2206，結束兩日連陽，收跌0.59%至1.2261。如此走勢上的分歧，或多或少與英倫銀行行長表示，擔憂經濟或需要更長時間才能恢復，再談負利率等，均有關係，更何況和歐盟談判仍有不確定性，對於英鎊的短期走勢，外界較難樂觀。

減產成疑 油價難降

同樣顯出分歧的，當然有實體經濟相關的大宗商品。隨着早陣子緊張的供求

關係改善，油價重拾上漲動能，現在已經企穩30美元水平，但近日調整壓力增加，畢竟，上述的供求關係改善，並不完全，亦不意外。具體而言，需求方面，各國經濟恢復的情況，還有待更多數據支持，何況且中美關係，有可能至少要等美國大選後，才不再是市場擔憂重點；供應方面，油商有可能放寬生產，有別於早前迫於市場壓力而較嚴格執行減產，在在為油價增添不明朗因素和壓力。

事實上，油價升勢受阻，很大程度上，正如以往十年，是供應面主導，俄羅斯據報在7月將放寬生產限制，油價應聲受累，周四早段延續跌勢。外界正密切關注，究竟產油國是否會延長減產

的決定。最新消息是沙特和俄羅斯已經通話，表示同意在石油產量限制方面進一步密切協調。暫時若沒有進一步利好消息下，油價只能繼續調整，隨時考驗30美元的支持，對於反彈不能太樂觀。此外，可以作為經濟復甦與否的參考，是與實體經濟關係重大的銅價。倫銅目前受阻5,500美元，周三跌穿5和10日線，一度低見5,246美元，最終收跌1.91%至5,259.5美元，20日線受到考驗。

(權益披露：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直接持有上述股份，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF(2840)之財務權益。)

國家經濟向好逐步復甦

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

今年全國兩會剛結束，國務院總理李克強在政府工作報告中雖然沒有提出全年經濟增速的具體目標，但重申了「六保」與「六穩」，及推出多項經濟刺激計劃。在國家的社會主義模式下，政策傳導效率特別高，因此在政府的政策支持下，國家的工廠復工復產進度理想，市民消費意願增加，內地經濟已呈穩步復甦的跡象。

事實上，內地4月工業增加值由降轉升，同比增長3.9%，當中製造業生產同比增長5%。此外，現時的用電量跟去年同期比較，已經達到95%。根據摩

根大通的統計數據，中國六大發電站的煤炭消耗量在五一黃金假期之後迅速飆升至歷史同期水平，顯示內地的電力需求已回復至正常水平。工業數據比市場預期好，反映工廠復工復產進度理想，廠商對未來的展望也比較高。

兩會推多項刺激計劃

應對疫情帶來的經濟危機是目前各國的政策重點，總理李克強在政府工作報告中提出多項經濟刺激計劃，包括透過減稅降費、減租降息、擴大消費和投資等惠企利民措施，以提振國內經濟，並

發行1萬億元人民幣抗疫特別國債，連同1萬億元人民幣財政赤字，共計2萬億元人民幣全部用於刺激地方經濟，令經濟得以復甦。

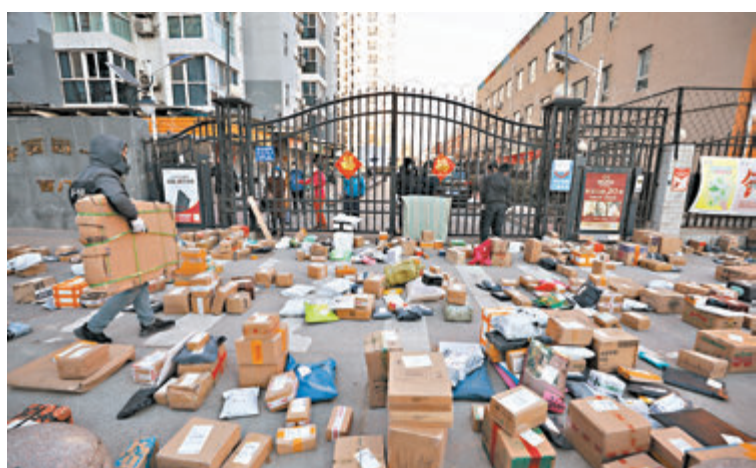
有望最快重拾經濟增長

此外，內地於疫後的首個假期消費快速回暖，反映出中國經濟的增長韌性。根據微信公布的《「五一」夜經濟數據》，在「五一」期間，微信支付線下消費總額較4月增長30%，並超越了去年12月的消費水平。與3月份同期數據相比，「五一」期間的休閒娛樂行業增

幅更高達521.6%。

毫無疑問，中國會是今次全球疫情中，能夠最快重拾經濟增長的國家。總理李克強強調扎实做好「六穩」工作，全面落實「六保」任務，以保促穩，穩中求進，努力實現全年經濟社會發展目標任務，做到「六個強化」。當中一項就是強化內需支撐，包括要深化供給側結構性改革，堅定實施擴大內需戰略，擴大消費，依託14億人口，包括4億多中等收入群體，推動傳統消費和新興消費比翼齊飛。這也是我經常建議內地政府透過特別政策，加以推動的重要範疇。

受疫情影響，許多市民「宅」在家中，網購成為消費主流，內地不少小區門口出現快遞物品堆積一箱的現象。「宅經濟」亦成為投資界新星。



資料圖片

最近財經市場出現了一個新名詞「宅經濟」(Work from Home Economy)。「宅」在華語圈是一個對足不出戶，長期居家的形容詞。英國政府去年底終停了亞馬遜收購Deliveroo(戶戶送)的股權交易，表示有壟斷市場的擔憂，但今年四月，英方卻對此收購開綠燈，明確表示不希望Deliveroo 因餐

飲停業所造成的外賣業務虧損而撤出英國市場。此決定一定程度反映出宅經濟的前景，宅經濟將會是疫情後全球經濟重要的一環，相信有助恢復經濟及創造就業。

網上平台估值要考慮用戶數

Deliveroo在2013年由兩位美國人許子祥

居家抗疫刺激需求大增 各國宅經濟興起

羅珏瑜 華坊諮詢評估有限公司執行董事

(Will Shu)及Greg Orłowski所創立，總部設在倫敦，除了在英國200個城市服務外，亦在法國、荷蘭、比利時、德國、西班牙等歐洲國家提供服務，中東的聯合酋長國及科威特亦有其足跡，亞洲地區在中國香港、中國台灣，以及新加坡提供服務。公司有5,700名員工，而自僱人士的外賣員就有超過2萬人。送外賣是成本高但收入低的典型「輸錢生意」，但從2014年6月A輪集資275萬英鎊，到2017年6月底F輪融資3.85億美元，一共集資4.8億美元。

也許，不少人會不解Deliveroo這類網上平台的估值何以會這樣高，投資者動輒以數十億的估值投資資金，其實這類平台的估值基礎由來已久，過去不少電訊商如中國移動(0941)都會用一種叫「ARPU」(Average Revenue Per User，每用戶平均收入來衡量

其業績，其道理就是越多用戶，業績越佳。網上平台的營運模式也相類同，越多會員或用戶，越快速達至規模經濟(Economy of Scale)，當一個營運模式達至這點，其估值就會以幾何級數上升。因此，不少網上平台，就算仍在虧蝕階段，只要其有一定數目的用戶，就能吸引風險投資者，而這類平台的營運初期，就必然以吸引用戶登記為首要目標，而非追求即時的盈利。

宅經濟並非單純概念炒作

值得注意的是，宅經濟並不是新冠肺炎所衍生的，在資訊科技的發展和在家辦公的趨勢下，宅經濟的急速發展是大勢所趨。在線醫療如平安好醫生，直播健身如Peloton，在線教育如Coursera等，它們並非是新鮮事物，但是因為疫情的打擊，行業需要自

救，人們日常需求不會消失，便以網上取代網下業務，故促進了宅經濟的發展。相信這次疫情令不少人對本來的生活方式有另一種體會及反思：或許疫情後我們不需要如此多服飾，或許居家運動比上健身房便宜一大截，或許我們不需要在辦公室也有效率。

生活方式改變，投資思維自然要應變，投資者不妨多留意電信業、串流平台、速遞公司等產業走向。2003年的SARS造就了網上商業巨頭阿里巴巴和淘寶，他們的企業發展蓬勃至今，不知道哪一間企業能在2020年的COVID 19下脫穎而出？

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。