

# 美元升勢有限 待美議息記錄

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

進入本周，除了中美貿易談判受到關注外，貨幣政策再度成為焦點，主要是有不少央行將公佈1月貨幣政策會議記錄。

首當其衝的就是美聯儲，在上個月宣佈不加息，同時發出了暫停加息的信號，在會後聲明中刪除了進一步逐步加息和經濟前景面臨的風險大體平衡這兩句措辭，對美國經濟的形容從之前的強勁改到穩固。隨後不少官員頻密發言，也先後表達了對加息採取觀望的態度，至少上半年看不到加息的可能，至於下半年是否會加息一次甚至降息還是要看經濟數據的表現。

由於之前政府停擺，不少重要數據延遲發佈。最近的公佈好壞不一，但可以感受到壓力，如零售數據出現10年來最大跌幅，1月CPI增速創19個月來新低。

## 關注資產負債表規模

美聯儲將在周四公佈會議記錄，要關注其對未來政策變化方向的態度，包括對於資產負債表規模的調整。因為目前正處在大趨勢變化的過程中，所以各類資產將相當敏感，也會影響到其他央行的決策。

目前美匯指數的走勢受到各方因素影響。一來，上面所述的貨幣政策改變還是給美元

帶來拖累，令其漲幅有限；二來，美國經濟相對其他國家還是有優勢，美元資產夠吸引，資金有追捧，故而沒有特別急的下跌。反倒是從2月開始，上行動能明顯增強，在企穩200日線之後，不但重返96關口，更是挑戰97一線。不過到了上周尾，美匯指數回吐漲幅，在高位震盪，最終還是收在97以下。後市還看經濟數據的表現和美聯儲的態度，但根本還是經濟數據，至少短期內要再進一步突破比較難。

## 歐元走弱 短期難突破

此外，歐央行也將公佈貨幣政策會議記錄。在此之前，歐洲央行行長德拉吉表示仍然需要大規模刺激政策維持通脹。面對經濟增長疲弱，加上地緣政治風險包括脫歐的干擾，對於歐央行來說恐怕加息遙遙無期。

歐元維持疲弱，從去年4月下旬開始加速回落後，重心就不斷下移，從去年11月開始進行區間上落，保持在1.12至1.16內。上周五倒是先跌後回升，但仍錄得連跌兩周，料短時間內難有突破。



後市表現還看經濟數據和美聯儲的態度。圖為美聯儲主席鮑威爾。美聯社

說到英國脫歐，還是一個大麻煩，距離脫歐期限越來越近，但目前仍未見到曙光。上周四，新脫歐協議又被議會否決。

## 脫歐未明 英鎊回吐漲幅

而在此之前，多次重申不押後3月29日的脫歐期限，也不做第二次公投，故目前無法排除硬脫歐的可能。英鎊保持弱勢，從1月尾的高位開始回吐漲幅，上周跌破50日線後得到支持，好在周五反彈，重拾50日線和100日線，只是在脫歐靴子落地前，恐怕都難有

特別大的上漲空間。

由於近期市場情緒相比之前有所改善，恐慌指數VIX已經連挫八周，跌至15一線下方。避險屬性的日圓從1月初開始不斷回吐漲幅。美元兌日圓在108一線找到支持，隨後不斷反彈，上周重上110一線並站上50日線。日圓目前繼續在108至115的區間內，但由於市場風險仍不小，可能隨時又會大漲，波幅較大。

(筆者為香港證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

## 金融監管政策積極變化 激發資本市場活力

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，金融監管政策出現積極變化，改善了投資者預期。但是，隨着中國經濟增速繼續放緩，上周公佈的部分藍籌股公司業績低於市場預期，對投資者風險偏好形成一定壓制，港股市場先升後抑。回顧上周行情，恒生指數微跌0.16%，收於27,900點，國企指數微跌0.18%，收於10,937點，港股日均成交金額為1,022.5億港元，較前周有所上升，南向資金淨流入12億元人民幣。

行業板塊方面，各板塊漲跌互現。其中，消費品製造業收漲2.49%，表現最好，主要由於豬肉股集體上升以及汽車股走高；電訊業和公用事業也表現較好，分別收漲2.01%和1.52%；資訊科技業下跌1.6%，表現最差，主要由於龍頭科網股大幅下挫；消費者服務業和工業表現也差於大盤，分別下跌1.52%和1.12%。

### 新政頻出台 增市場流動性

金融監管政策出現積極變化，激發資本市場活力。近期，金融監管部門密集發聲，擬出多項新政提高資本市場流動性，鼓勵保險公司和海外機構資金等長線增量資金加快進入資本市場，加大資本市場對實體經濟的支持力度。銀保監會鼓勵保險公司使用長期賬戶資金，增持優質上市公司股票和債券，拓寬專項產品投資範圍，加大專項產品落地力度。

證監會醞釀出多項新政，包括擬取消兩融平倉線不得低於130%的統一限制並擴大擔保物範圍，優化股權質押融資業務風險管理，增加市場流動性；擬鬆綁相關風險指標，鼓勵證券公司進行權益類資產的長期投資；改革QFII、RQFII兩項制度，擬放寬准入條件，擴大投資範圍，引導海外長線增量資金入市；擬重啟證券公司交易信息系統外部接口，提高量化交易效率，提升市場活躍度。

今年以來，在決策部門的穩增長政策集中發力，金融監管政策出現積極變化，美聯儲持續釋放鴿派信號，中國人民銀行貨

幣政策的空間調節進一步增大，人民幣兌美元匯率企穩升值，以及股票估值處於歷史底部區域等多重利好因素支持下，港股市場人氣有所改善，恒生指數由年初至2月14日已經實現了10.3%左右的較大漲幅。不過，宏觀經濟和上市公司盈利增長方面的利空因素尚未緩解，仍對股市形成較強的壓制。

### 經濟增速放緩 港股續波動

2019年開年以來，中國經濟下行壓力仍較大。內地製造業採購經理人指數(PMI)從去年12月的49.4(為2016年7月後首次低於榮枯線)小幅回升0.1個百分點至1月的49.5，但仍處於收縮區間；消費則隨着居民部門槓桿率上升和收入放緩逐漸下行。商務部數據顯示，2019年春節黃金周期間，全國零售和餐飲企業實現銷售額比2018年春節黃金周增長8.5%，增速較去年春節黃金周回落1.7個百分點；中原地產數據顯示，大型房企1月銷售業績呈現下跌態勢，部分龍頭房企銷售同比降幅超過20%；隨着中國經濟增速繼續放緩，近期公佈的部分藍籌股公司業績低於市場預期，市場擔心短期內可能還有其他上市公司公佈較差的業績。

因此，在經濟增速放緩以及上市公司盈利欠佳的背景下，前期港股市場過快上漲積累了大量獲利盤，部分投資者可能會選擇獲利了結，港股市場短期面臨一定調整壓力。當前港股市場信心仍然比較脆弱，投資者預期尚不穩定，如果未來經濟下行壓力加大，2019年上市公司盈利將面臨進一步下調風險，港股市場或將繼續大幅波動。不過，隨着未來內地穩增長政策逐步發力，積極金融監管政策激發資本市場活力以及美聯儲貨幣政策轉向鴿派，港股長期投資價值將凸顯。

(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。)

## 社保降費面臨突破

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

中國近期在穩增長壓力較大的背景下，“寬財政”信號越發明顯。多部委密集發聲降低社保費率，預期企業社保降費將成為下一步“寬財政”的關鍵突破口。企業降費需求與社保收支缺口之間的目標衝突何解？社保降費作為穩增長措施如何落地？

中國的社會保險事實上相當於強制儲蓄，繳納費率過高，抑制了消費和投資。據世界銀行數據，2017年中國企業綜合稅負在189個國家中排名第12，其中中社稅負排名第2；Trading Economics的數據則顯示中國企業的社綜費率高達37%。以北京地區為例，職工1萬元(人民幣，下同)稅前工資中五險一金繳納佔比超過22%；企業則在支付萬元稅前工資的同時，還承擔了4,300元左右的五險一金成本。

許多企業以不繳或少繳社保的方式規避如此高額的成本。為強化社保徵管，2019年起各項社交由稅務部門統一徵收。但在沒有費率調降措施同步跟進的情況下，單方面的社加強徵管將進一步提升企業社保負擔。這些增加企業成本、抑制經營和投資，同時降低居民長期可支配收入的做法，與提振內需相悖。當前為穩定企業預期，企業社保轉交稅務部門統一徵收的工作已暫緩。

### 收入嚴重依賴財政補貼

社保基金確實面臨收支狀況不佳、未來可能存在較大缺口的問題，這是企業社保從嚴徵收的重要考量。2013年至2017年，全國社保基金當年度收支結餘均小於當年度財政補貼收入，意味着社保收入嚴重依賴財政補貼，且收支缺口在逐年擴大。其中，養老金的壓力最大。筆者根據各省財政局網站粗略匡算，在數據可查的24個省份中，2017年僅有7省在扣除財政補貼後收支盈餘為正，其餘17個省份均存在收支缺口。出生率降低、人口壽命延長帶來的人口老齡化問題，還將加速養老保險缺口。同時，不同經濟發展水平的地區之間的保障能力差異加大，廣東、北京等高積累省份的社保基金規模繼續升高，東北、西北部分省份結餘耗盡風險則在加大。

作為穩增長措施的社保降費如何落地？表面來看，企業負擔過重引出的降費需求和緩解社保收支缺口壓力之間存在目標衝突，但矛盾並非不可解，這如同一枚硬幣的兩面，前者減負、後者開源。預期下一步的降低費率政策將同加強徵管措施配合進行。

在社保繳費中佔比六成的養老金繳納費率的降低，將是大概率事件，因為五險中的失業、工傷、生育保險費率已處於較低水平，操作空間不大；而醫療保險未必會進入政策選項；考慮到2016年養老保險費率的階段性調降，將於2019年4月30日結束，預期政策層面將在此之前，以進一步調降養老保險費率來銜接上一階段的政策。

### 宜推國資充實社保方案

筆者測算，假定同時進行費率調降和加強徵管措施，社保費率可在現有基礎上調降5個百分點，同時維持調降前的城鎮基本養老保險基金收入水平及結構。因為企業繳納合規程度的提升，為降費創造了空間；而在總收入不變的情況下，單個企業的費率大幅降低，原本未合規繳費的小部分企業情況可能變差，但原本就合規繳納社保的企業則明顯減輕社保負擔。

儘管如此，社保基金收入如何開源仍是長期命題。除了前文提到的加強徵管，目前看來，加速推進國資劃轉充實社保基金，是較為可行的一個出路。

劃轉國資充實社保的方案在2003年已經討論，直到2017年11月《劃轉部分國有資本充實社保基金實施方案》才得以發佈，其中對劃轉目標、範圍、比例、實施進度安排等作了明確規劃，但由於國資劃轉與國企改革、上市等多方面問題均有交叉，具體落地的考量較為複雜，導致方案落實進度緩慢。

截至2018年底，全國國有企業利潤總額達3.38萬億元，2017年以來連續實現兩位數增長，全國國有企業淨資產總額超過63萬億元。按照10%的比例劃轉，金額將超過4萬億元。作為解決社保收支缺口的長效手段，國資劃轉充實社保方案須加速推進，以實現還富於民。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表香港文匯報立場。