

金融大開放 我們做好準備了嗎(一)



▲混業經營的金融業務自由化並不是金融健康發展的唯一正確選擇



歐陽先聲

過度超前的金融自由化，我們的財富幻滅，或在一夜之間。放任金融自由化，風險隱患與危機似乎無可避免，風險防範、金融監管不能放鬆。

新城控股高級副總裁 歐陽捷

特朗普一條推特，A股市值大蒸發。如果有人提前反向做空，財富轉移不就是一夜之間的事嗎？

一、放任金融自由化，危機幾乎無可避免。

1985年，全拉美最睿智的經濟學家卡洛斯·迪亞茲－阿萊讓德羅發出「再見！金融抑制；你好！金融危機」的警告。

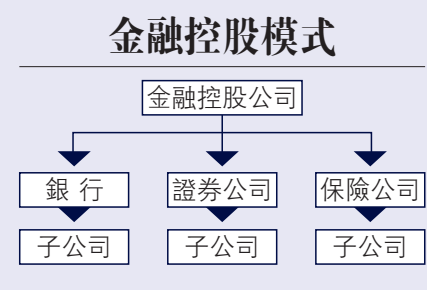
在他發出警告後的10多年裏，金融自由化引發了多國的金融危機。

曾經有28個國家實施了激進的金融自由化改革，其中22個國家的改革以失敗告終。1980至1997年間發生的35個系統性金融危機案例，有24個與金融自由化有關。以阿根廷、智利、哥倫比亞、墨西哥、委內瑞拉為代表的拉美國家的快速金融自由化經歷最為痛苦，無一例外都是嚴重的金融危機，有人說，整個80年代都成為它們「失去的十年」。

1998年的東南亞金融危機是由泰國引發的，當時泰國實行固定匯率、利率高於國際市場平均水準2倍、大規模舉借外債、國際收支經常專案嚴重逆差、國家外匯儲備水準偏低，實行資本專案開放的條件遠未成熟，卻過早取消了對資本流動的管制，銀行業激進開放，引來國際遊資的猛烈攻擊，泰國銖一夜間貶值近20%，股價房價相繼崩潰，金融危機爆發。危機迅速傳導至馬來西亞、印尼和韓國等國，這些經濟體身上，都有泰國金融脆弱性的影子。

即便是成熟發達經濟也都在放鬆金融管制之後出現金融危機。90年代的歐洲貨幣體系危機、日本泡沫經濟誘發的金融危機，2007年的美國次貸危機、2009年爆發的歐洲主權債務危機更是金融自由化和金融創新大氾濫之後的經典案例。

什麼是金融自由化？就是西方國家與新興國家全面或加快放鬆放寬金融價格、金融業務、金融市場、資本市場的管制。



二、金融價格自由化，風險隱患魂牽夢繞。

金融價格自由化主要是指取消利率、匯率的限制，同時放寬本國資本和金融機構進入外國市場的限制。利率價格自由化的本質是利率市場化並且利率得以提高，對應的是過去政府利率管制下的低利率。金融自由化理論認為，利率自由化可以起到兩個作用：即動員儲蓄和提高投資效率、改善資源配置，進而提高經濟增長率。高利率有助於增加儲蓄，但是，儲蓄的決定性因素並非是利率。當日本的利率為負時，依然擁有高儲蓄率。

中國改革開放之後，實際存款利率水準有8年為負值，但同期居民儲蓄一直以30%左右的幅度增長。這是由於政府在抑制信貸市場的同時，還抑制了資本市場，居民因投資管道少而被動選擇儲蓄。

低利率有助於投資並驅動經濟增長，但如果利率提高，勢必抑制企業投資。關鍵是，銀行為了高利率收益會增加高風險專案貸款，這勢必提升銀行信貸資產的風險偏好，一旦遭遇經濟衰退，就可能引發銀行的系統性風險。

顯然，利率自由化不一定會讓儲蓄更多，卻只會讓利率的波動性更強，進而可能導致投資的穩定性更差，經濟增長不確定性更甚，銀行的系統性風險更大。如果取消匯率管制，當遊資在離岸市場做空或做多，都將導致匯率大幅波動，對進出口企業造成難以估量的損失。如果同時取消資本外流限制，當匯率下跌時勢必引發資本外流。

在亞洲金融危機中，韓國外匯空虛、民衆捐金救國的情景，想必大家不會忘記。如果缺少外匯儲備，外債違約將成為最大風險。

法國在外債上的違約不少於8次，西班牙違約13次，新興市場更是沒能逃脫歐洲強國一樣的外債違約覆轍。顯而易見，面對貿易衝突和經濟波動周期，快速的匯率自由化對像中國這樣的進出口大國及企業，或將是魂牽夢繞的巨大風險隱患。

三、金融業務自由化，混業必亂已成明鑒。

這是回應金融機構多元化、綜合經營的訴求，允許各類金融機構交叉業務、混業經營。但是，失管的混業造成一系列金融亂象，名目繁多的衍生品令人眼花繚亂。當年，美國的金融創新使得

不受監管的表外業務迅速膨脹、放大了債務槓桿，最終引爆了全球銀行危機。

原財政部長樓繼偉曾經指出：「同業、通道、嵌套、資金池、龐氏融資性的萬能險、P2P、非標、現金貸等等層出不窮、相互疊加，結果是不斷抬高資金成本，加劇實體經濟困難。同時，風險傳染的管道極不透明」。他還提到了上世紀90年代整頓金融秩序時，朱鎔基總理堅持分業經營，總理認為，現階段公民規範守法意識不足、機構監管能力不足，混業必亂。可見，金融業務自由化是需要隨着公民素質、依法治理、金融監管水準提升而循序漸進的，過快推進金融業務自由化勢必放大金融機構和社會投資人的財務風險。

加拿大金融當局嚴格規範控制混業，限制衍生品產生和交易，防範金融風險交叉傳染。全球金融危機後，唯有加拿大的銀行系統被標普和IMF評為世界上最健康的銀行體系。可見，混業經營的金融業務自由化並不是金融健康發展的唯一正確選擇。

四、金融市場自由化，監管真空衍生幻滅。

金融市場自由化就是放鬆各類金融機構進入金融市場的限制，完善金融市場的融資工具和技術。近幾年的金融亂象，顯示中國也無法逃脫金融市場自由化的痛苦，網貸P2P的無序發展，更是印證着朱鎔基總理當年的英明預見。

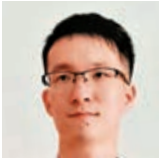
有統計數據顯示，2013年，P2P開始爆發增長，2014年底，網貸運營平台數量激增到2290家，貸款餘額1000億規模，到2017年貸款餘額更是突破萬億元關口。2014年遇到第一個爆雷年，截至2018年12月底，全國累計有5409家平台停業及出現問題，有577家剛性兌付、高息攬儲的P2P龐氏騙局爆雷，上千家平台從行業消失，數百萬投資者損失慘重。最典型的是雲南泛亞有色金屬交易所，用各種手法變態吸金，2015年8月資金鏈最終斷裂，20多個省份的22萬投資者受害，430億元資金難以討回。

有人說：「網貸行業，是2013年以來最神奇的行業之一，幾乎一直在『監管真空』的環境下一路狂飆」。還有人說：「自2018年6月起風雲突變，從個案爆雷，到連環爆雷，到五雷轟頂，再到天雷滾滾」，短短幾年，整個行業幻生幻滅。在人性貪婪利益驅動面前，不加管制的金融市場自由化是極為恐怖的。

（未完，待續）

A股業績階段性見底

西南證券策略首席分析師 朱斌



斌眼觀市

隨着2018年年報以及2019年一季度報的公布，A股的業績增長情況已經比較明確地呈現在投資者面前。從目前的情況來看，A股各個板塊都已呈現業績階段性見底的狀況，未來更需要關注業績增長的可持續性。

2018年，全部A股近3600家公司，實現主營業務收入45萬億元（人民幣，下同），較2017年增長12.3%，實現歸母淨利潤3.4萬億元，較2017年減少1.5%。從各個季度的增速來看，2018年四季度歸母淨利潤增速大幅下行是全年業績增速呈現負值的主要原因。但2019年一季度，不論是營收增速還是歸母淨利潤增速，均較2018年四季度提升：其中，營收增速從10.8%增長到11.8%，改變了2018年二季度以來的增速下滑趨勢，而歸母淨利潤則從-44%一舉上升到9.9%，出現明顯回升。

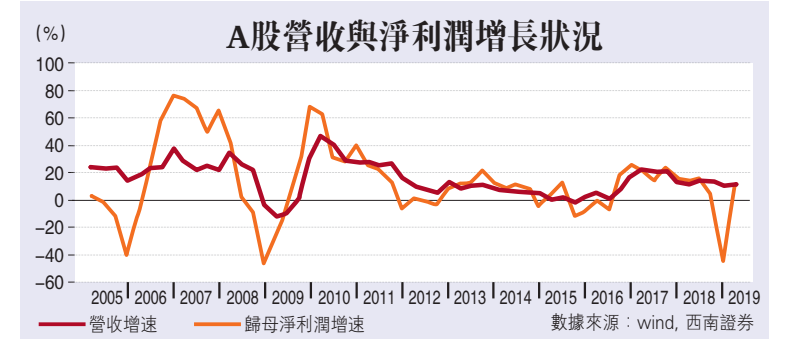
從各個板塊表現來看，主板不論是營收增長還是淨利潤增長均較中小創更為強悍。主板的歸母淨利潤增速在2018年三季度就已經見底，為5.6%，其後兩個季度依次提升，為10%和11.9%。而中小板和創業板的歸母淨利潤增速則在2018年四季度才見底，其中中小板四季度的增速為-150%，而創業板增速為-800%，比2017年四季度的84億利潤整整減少了660多億元。利潤減少的主因是中小板和創業板公司都在2018年四季度計提了大量的商譽減值，次要原因是去年以來中小企業面臨着較大的業績下行壓力。

2019年一季度，雖然中小板與創業板的歸母淨利潤增速出現明顯反彈，但依然呈現負增長態勢。其中，中小板歸母淨利潤增速為-4%，而創業板歸母淨利潤為-13%，均略微不及預期。2019年二季度，筆者預期中小板歸母淨利潤增速為5%至10%，而創業板歸母淨利潤增速為0%至5%。

慢牛行情仍待觀察

從具體行業來看，29個中信一級行業中有19個行業歸母淨利潤在2019年一季度呈現正增長，餘下10個行業為負增長。其中，增速最高的五個行業為通信、非銀金融、餐飲旅遊、國防軍工、計算機，增速分別為310%、72%、54.7%、53.7%和53%。其中，通信高增速來自於去年一季度的低增速，而非銀金融的高增長來自於一季度市場火熱的表現。增速最低的五個行業為傳媒、汽車、有色金屬、鋼鐵、農林牧漁，增速分別為-21%、-24.8%、-34.8%、-40%和-70.4%。其中與經濟周期性相關性較強的汽車、有色、鋼鐵等仍然較低迷，而傳媒則來自於行業整體增速放緩，農林牧漁的增速低則來自於周期性原因。

隨着2019年上半年宏觀經濟呈現較強走勢，筆者預期A股的盈利回升仍然將持續兩到三個季度。後續進一步的增長有賴於改革的推進以及「體制性」、「結構性」問題的解決。從歷史上來看，強力的政策刺激下，雖然會帶來A股的盈利回升，但是市場對於這種回升並不會特別認可，如2012年的經濟刺激帶來了2012年三季度到2013年三季度整整一年的盈利回升，但是市場並沒有呈現持續上行。同樣，這次盈利回升能否真正帶來「慢牛」，也需要依靠改革措施的推進。



▲A股企業盈利回升，能否真正帶來「慢牛」，需要依靠改革措施的推進

近親轉讓物業影響按揭嗎?(下)

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說按

（文接4月29日A13版）

政府2016年11月起提高住宅買賣印花稅至樓價15%，由於稅率偏高，措施推出後，市場關注的是什麼情況下可豁免繳交新稅率。當中香港首置人士仍可以舊稅率支付印花稅，即第二標準稅率；而對於近親間轉讓物業，不論近親是否已持有物業，不但豁免額外印花稅，亦只需繳交稅率較低之舊印花稅。

上期提及了近親轉讓物業對按揭之影響，新購物業亦可能涉及降低按揭成數及壓力測試要求提高的問題。事實上，近親轉讓物業亦涉及家庭成員的共識及對他們的信賴，買家亦需承擔相關風險，例如家庭糾紛、真正收益分配等問題。由於新舊印花稅率的差距確實太大，故此在某程度上透過此方法減省稅項亦似乎是無可厚非。而此方法更加有利於資金財力雄厚的買家，故

此亦開始有人提出是否應在豁免方式加以修訂，例如是限制次數及轉讓時間等。

近年除名個案增多

另一款近親轉讓方式涉及除名，印花稅措施推出前，夫婦愛聯名買入物業以共同擁有業權，但現時來說便等如少了一個首置買家的身份配額。故此，近年漸多除名個案出現，即是原本是夫婦或近親聯名的物業，透過轉讓一半或有關份額的業權，將單位轉為一人名持有，例如太太買入丈夫佔50%的業權，物業由太太持有，丈夫則回復首置身份。

由於除名只涉及轉讓一半或有關份額的業權，故此印花稅的計算方式只是以有關業權份額的市值計算舊印花稅，例如物業市值600萬，夫婦轉讓一半業權即只需以300萬計算較低之舊印花稅率1.5%，繳付4.5萬便可讓丈夫回復首置身份再入市。這種近親轉讓除名方式在市場上之個案較多，因為主要涉及夫婦之間決定，較為容易處理，印花稅亦只需一半。