



經濟觀察家



財經洪觀

高水準的金融業對外開放，是推動經濟高質量發展的根本要求。近兩年來，中國自主、有序啟動了新一輪金融業高水準雙向開放。總體上看，金融業開放的路徑是放寬外資金融機構股比限制、股東資質、設立形式等准入條件，以及業務經營範圍，建立健全准入前國民待遇加負面清單管理模式。

中銀香港高級經濟研究員 柳洪  
北京大學 馮惠濤  
中國中醫藥報 柳溪



▶推動人民幣跨境支付系統及離岸即時支付系統，可促進中國與東盟加強本幣使用，甚至建立雙邊本幣結算機制

# 金融開放新階段 外資迎來新機遇（上）

觀察近期中國推進金融業雙向開放的路徑，出現了金融業開放與「穩外資」惠台惠港舉措、「調結構」完善對外開放法律法規體系建設等掛鉤的新動向，金融業開放的深度、高度和廣度進一步拓展，預示金融業開放步入新階段。在當前中國面臨經濟下行壓力較大、世界經濟格局演變加速的新形勢下，金融業開放步入新階段將產生重要影響。

## 新形勢下金融業開放影響

當前中國經濟面臨新的形勢：一方面，國內經濟下行壓力較大，穩增長是經濟工作的重中之重，但金融作為經濟的血液，因競爭不充分導致其發展模式與經濟轉型不匹配；另一方面，國際經濟格局加速演變，國際上單邊主義和貿易保護主義加劇，中美經貿摩擦持久性的態勢並未因中美達成第一階段經貿協定而有太大改變，美、歐、日開始籌建新的共同市場，中美經濟「脫鉤」的風險上升。內外壓力轉化為開放動力，中國加快金融業開放進程將產生重要影響，有助於逐步緩解乃至化解新形勢下的難題。

首先，對中國金融業而言，金融業開放引入更多競爭，將促使現有金融機構改革，優化金融發展模式，提升金融在經濟下行周期服務實體經濟的水準和能力。

一是當前中國金融業供給側結構性改革處於深水區，金融業開放構建公平一致的市場環境，有助於推動金融業改革，提高金融供給對實體經濟的適應性、靈活性和普惠性。1) 中國金融體系龐大，一旦競爭充分，模式匹配，可大幅提升服務實體經濟的能力，包括在內地經營的港資、台資等外資實體企業提供融資服務支援。2) 有助於疏通貨幣政策傳導，減少並規範中間業務環節，降低社會綜合融資成本，緩解融資難、融資貴難題。3) 推動金融業嘗試新的模式，譬如供應鏈金融、投貸聯動、大數據風控等，更好地適應新的經濟活動需求。4) 促進中小金融機構改革，多管道補充資本金，並在改革發展中化解風險，提升服務實體經濟的能力。

二是促進構建完備的現代金融體系。1) 增加高質量外資金融服務供給，形成合理多層次的市場體系。2) 引進先進管理創新機制，增強行業競爭，可激發中國的銀行、保險、券商和其他金融企業進入新的競爭狀態，激發行業活力，並通過市場的力量，促使各類金融機構自覺穩健經營；發展金

融科技，打造高水準金融科技創新載體。3) 打破剛性兌付，推進利率市場化的真正實現，探索建立金融機構主體依法自主退出機制和多層次退出路徑。4) 促進完善現代金融法律法規體系建設，對接國際規則，促進金融業在國際化、市場化和法制化進程中，走出一條中國特色的金融發展之路。

其次，對中國經濟而言，金融業開放將有助於推動形成全面開放新格局，短期助「穩外資」、「穩外貿」，發揮穩增長的作用；長期助推服務業高質量發展，助力經濟「調結構」並跨越「中等收入陷阱」。

一是促進打造公開、透明、可預期的外商投資環境，而營商環境就是生產力。1) 抑制老外資外移。今年中國雖沒有出現大規模外資撤離情況，但部分沿海省份穩定老外資確實面臨挑戰。受中美貿易戰不確定因素影響，部分老外資包含一些製造業大型跨國企業重新思考全球布局策略，加速產業鏈外遷，增加了經濟下行和就業壓力。金融業開放促進化營商環境，有利於增加外資企業盈利空間，老外資冒新風險外移的必要性下降。老外資若有重新布局投資的需求，可在中國內部向中西部轉移，在穩定產業鏈的同時，還可分享中國全產業鏈優勢。2) 穩定新外資的引進。今年1-10月FDI（外資直接投資）為1107.8億美元，按年增長2.9%。金融業開放可提升外資金融機構對外商投資企業的服務能力，增強外商投資企業投資中國的信心，有助於未來繼續將中國作為投資目標市場。

二是金融業加速開放將打開外資更多進入中國服務業領域發展的大門，有助於推動服務業高質量發展。1) 今年前三季度中國服務業佔比為54%，高於第二產業的40%，但從全球橫向比較看仍是一個相對較低的數字，預示服務業仍有巨大發展空間。2) 今年前三季度中國服務業增速為7%，高於6.2%的GDP增速。中國佔全球貿易的11%，但僅佔服務貿易的6%，預示更發達的服務貿易能夠帶來巨大的增長機會。綜觀全球，服務業高質量發展的國家或地區，往往都跨越了「中等收入陷阱」。

再次，對國際經濟金融格局而言，中國金融業開放有助於中國參與全球經濟金融治理，提升中國管理中美關係發展方向的能力，防範並抑制中美經濟「脫鉤」。

一是金融業開放是中國積極參與國際經濟金融治理的重要途徑。1) 金融

業開放將推進國際金融合作，全球配置金融資源。中國完善對外開放法律法規體系建設，構建與國際規則接軌的金融法制環境，在推進國際金融合作的進程中，有機會參與更多國際金融規則、標準的制定，可提升中國對國際金融監管規則的參與度，促進國際金融秩序變革。2) 近年來中國在國際金融機構的份額雖有所提高，但與中國在全球GDP中佔比16%的經濟實力仍不匹配。金融業開放有助於促進中國在現有國際金融機構的份額適應中國經濟金融實力，也助於金磚國家開發銀行、亞投行、絲路基金等金融機構在更高程度上獲國際社會認可，更好地發揮作用。

二是中國金融業開放可擴大中美在金融、經貿上的共同利益，做大「我中有你、你中有我」份額，做強金融國際化、經濟全球化的動力。1) 中美經貿磋商反覆，其中棘手的難題包括中國金融業開放。現中國自主有序擴大金融業高水準雙向開放，積極排除中美經貿談判中的難題，有助於推進中美經貿磋商進程，減少國際商業活動中的重大不確定性。2) 加大國際金融合作的力度，能推進產業鏈融合。新興產業日益體現出全產業鏈、集羣化、融合化趨勢。中國通過輸入中間產品推進全球產業鏈、供應鏈、價值鏈融合。隨着全球產業鏈、供應鏈、價值鏈深入發展，各國經濟金融融合是大勢所趨、開放合作才是正確選擇，可發揮防範並抑制中美經濟「脫鉤」的作用。

最後，對人民幣國際化而言，中國金融業開放不僅對人民幣國際化有重大支撐作用，也有促進作用。

一是金融規則對接便利資金跨境流動，有助於擴大人民幣在跨境投資貿易中的使用。包括取消QFII和RQFII投資額度限制後可便利外資擴大對中國資本市場的投資，國家支持外商投資企業擴大人民幣跨境使用，以及金融機構參與高質量共建「一帶一路」提供更豐富的人民幣綜合金融服務等。

二是推動人民幣跨境支付系統CIPS和離岸市場人民幣即時支付結算系統RTGS等金融基礎進一步完善，可促進中國與東盟加強本幣使用，甚至建立「雙邊本幣結算機制」。

三是從發展趨勢看，中國金融業開放與資本項目開放、匯率形成機制改革、人民幣國際化四者具有較高的關聯度，往往需要相互配合、共同推進，避免「單兵突進」產生風險。金融業擴大開放必然帶來資本項目開放的壓力，自然會推動人民幣國際化進程。（待續）

## 一場提前啟動的春季躁動

西南證券首席策略分析師 朱斌



市場在11月底企穩回升至今，基本上迎來了一個「小陽春」式的上漲：滬綜指上漲5%，中小板指和創業板指分別上漲7.5%和7.7%。創業板指已經突破年內高點，創出新高；而滬綜指也在歷史上第77次站上3000點。筆者認為，這輪行情的性質很清楚：是一輪在兩大信息催化下、提前啟動的春季躁動。當前這一躁動已經行至半程。

這場提前啟動的「春季躁動」，催化因素在於兩個方面：一是12月13日，中美之間達成有關經貿談判第一階段協議，並就文本表述達成一致意見，歷時二十二個月的中美經貿談判取得階段性成果；二是10月份以來多項經濟數據好轉，讓市場認為經濟已現企穩復甦。

對於經貿協議，中美達成階段性協議有助於市場風險偏好提升。北上資金在11月底就開始進行布局。因為此前已經有跡象顯示中美雙方即將達成協議：12月4日，中國駐美大使崔天凱發表對美演說時提到「美國內部一股激進勢力試圖利用這場中美貿易摩擦」，以達到「脫鉤和對抗的目標」，這顯示中方對貿易談判的要求已經從解決經貿糾紛轉化為挽救或者止損兩國關係；12月5日，商務部發言人就第一階段協議做出表述，由此前的「（已經施加的關稅）必須對等取消」變成「應該相應取消」，措辭出現較大變化。在此基礎上，12月2日開始，北上資金開始再度大規模流入：

12月2日至（19日），北上資金日均流入42億元（人民幣，下同），累計買入585億元。市場風險偏好提升的第二個催化劑，則是經濟數據的階段性好轉。12月16日統計局公布11月經濟數據，工業生產和零售數據均表現出明顯改善。11月工業增加值同比增長6.2%，增速較上月提升1.5個百分點，較Wind一致預期高1個百分點；社零總額同比增長8%，較Wind一致預期高0.2個百分點，限額以上零售總額同比增長4.9%，創下半年新高，這其中既有雙十一拉動作用，也有汽車等可選消費增速普遍回升，需求面壓力

減輕。相應地，11月新增社融規模達到1.75萬億元，也較預期高近2000億元，而新增貸款達到1.39萬億元，較預期高1500億元。筆者認為，當前經濟的回升，與國家將明年的地方債額度提前下放、貨幣政策與財政政策在近期有所發力有關。當然，類似於今年一季度，政策的發力，對經濟的托舉作用雖然提前，但在政策效力褪去後，經濟也將回歸原先的軌跡。四季度的經濟增速預計將與三季度持平，但2020年一季度經濟就面臨着下行壓力。

### 周期科技板塊輪動

在兩大催化劑帶動下，春季躁動提早萌芽，行業輪動迅速展開。從11月中旬至今的1個月內，整體漲幅居前的行業為傳媒、電子、有色、通信、汽車、建材、鋼鐵、房地產，漲幅分別為14%、13.7%、11.1%、10%、9.6%、9.5%、9.4%和9%。主要分布在科技板塊和新能源汽車、房地產上下游。

從具體的行業表現來看，此次行情亦呈現出周期股、科技股輪動的情景。

先看周期股。自2015年牛市以來，周期股持續弱於大盤，周期／全A一路從2015年6月的0.95下滑到2019年11月上旬的0.71。在基建投資保持穩定、中央經濟工作會議定調「引導資金投向基礎設施」的前提下，周期股或因此階段性見底，鋼鐵、煤炭、石油石化等先行上漲。

再來看科技股。此前，科技板塊的上漲背後既有MSCI擴容的影響，也有以電子為代表的科技產業景氣開始向上的支撐。一方面，MSCI在三季度的擴容，新增了189隻中盤股，這使得納入因子直接從0提升到20%。

另一方面，全球科技周期正在加速上行，5G手機面世，換機潮啟動，滲透率開始提升。

而中美所達成的第一階段貿易協議帶來了新的利好，刺激科技板塊持續提升。貿易協議公布後的三個交易日內，傳媒、電子、通信和計算機指數漲幅分別為6%、5.3%、3.3%和3.4%，領跑行業。

## 新按保的保費如何計？

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



現時按揭保險計劃分為新按保和原有按保範圍，所收取的保險費

用有所不同，新按保的保險費較原有按保增加15%，按證公司提供的保費類別分四個，類別一、類別二為原有按保的保費率，類別三、類別四顯示新按保的保費率，保費依據所選的按揭成數、按揭年期、繳付方式（一次

性或每年支付）及保險範圍而釐定。以一次性支付保費為例，選用八成按揭25年期，原有按保的保險費為按揭額之2%，若屬於新按保例如是超過600萬物業承造八成按揭，保費率提高至2.3%，即15%增幅。

類別三、類別四的分別在於保險範圍，若果銀行提供的基本按揭成數達六成，新按保之保費可參考類別三（保險範圍由按揭成數60%以上計）

；若果銀行提供的基本按揭成數不足六成，新按保之保費便依據類別四（保險範圍由按揭成數50%/40%以上計），按照現行措施，若單位價值超過833.33萬；按揭成數已不足六成，例如850萬元之按揭額上限為500萬元，按揭成數是58.8%，保費表便依據類別四，同樣是八成按揭25年期之保費率調高至2.62%。

由於保險範圍略為增加，保費率亦會稍為調高。根據現時樓按規定，如已有未供滿之物業或已就其他按揭作為擔保人，有關樓按申請便會列為二套房按揭，基本按揭成數會被扣減一成至五成，這類情況之保險範圍亦是由按揭成數五成計，保費率以類別四計算。例如申請人已是兒子物業的按揭擔保人，他購買一個700萬元單位承造八成按保，保費率同樣以類別四計之2.62%。

八成與九成按保之保費差幅頗大，透過新按保承造八成按揭、30年供款期，保費為貸款額之2.47%；若轉為九成按揭，保費率增加一倍至5%。保費看似相當高昂，事實上，按揭保險公司會因應申請人的信貸狀況及風險評估而提供保費折扣。用家普遍選擇一次性付款方法支付保費，原因是可獲保費折扣及加借入按揭額一併供款。

以中原按揭近日成功批出按保客戶個案為例，保費折扣以介乎六折至七折為主。以某一個案為例，買家購買一個750萬元單位申請九成按保、30年供款期，保費率獲成功批六折降至貸款額3%，由於壓力測試下之供款佔入息比率達62%，高於既定要求之60%，保費增加10%至3.3%，但仍較原訂保費率5%為低。