

降息背後的「黃金法則」

【一點靈犀】周二人民銀行調降5年期以上LPR（貸款市場報價利率）25個基點，創下2019年報價機制完善以來最大降幅。外界多以「穩樓市」角度進行解讀，但參考當局貨幣政策的「黃金法則」（Golden Rule），面對實際利率的不斷攀升，降息操作已成為「必選動作」。

李靈修

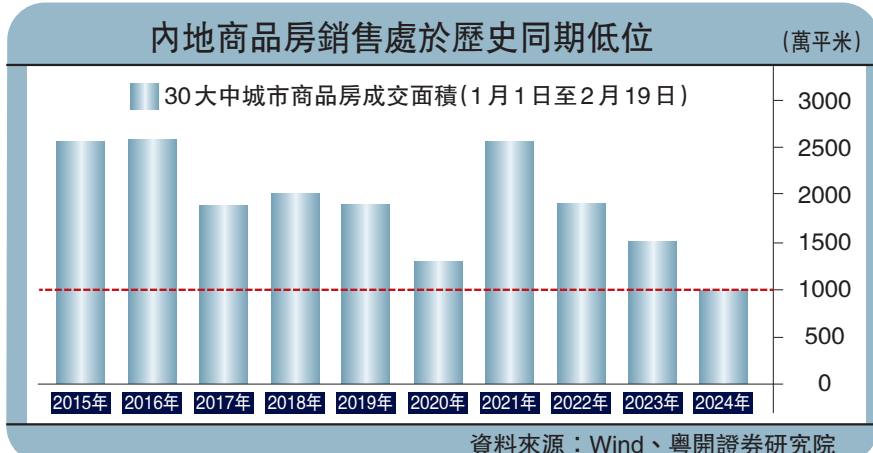
早在2021年，前人行行長易綱發表的《中國的利率體系與利率市場化改革》一文中即提出，按照國際慣例，國內利率水平須遵循「黃金法則」。在該法則要求下，實際利率（r）應與潛在經濟增長率（g）大體相等。若r持續高於g，會導致社會融資成本高企，企業經營困難，不利於經濟發展。

壓低社會融資成本

去年易綱又在《經濟研究》上刊載論文《貨幣政策的自主性、有效性與經濟金融穩定》。文章指出：「盡量將實

際利率保持在約等於潛在經濟增速這一黃金法則水平上，由此使利率水平與潛在經濟增長和保持物價基本穩定的要求相匹配。」

由於中國通脹數據持續低迷，若政策利率不能及時調降，市場等同於「反向加息」，不僅增添了居民的房貸壓力，亦加重了實體經濟的融資成本。今年1月份，CPI較上月再度回落0.5個百分點，錄得同比增速為-0.8%，而同期一般貸款名義利率為4.35%，其對應的實際利率（名義利率-CPI）為5.15%，已經超出當前中國潛在GDP增速，明顯違



背了「黃金法則」。熟悉本專欄的讀者知道，筆者自去年年底多次撰文呼籲降息。但直至年初，LPR都未做出調整，背後最大掣肘就是銀行淨息差過低，自去年三季度以來就處於1.8%的「警戒線」以下，因此無法向實體經濟進一步讓利。不過隨著上月25日人行下調支農再貸款、支小再貸款

LPR單獨下調。自2019年以來，中國已形成一套穩固的降息傳導路徑，即「7天逆回購利率—1年期MLF利率—LPR—銀行貸款利率」。通常是MLF下調在前，LPR緊隨其後。

在這裏需要講明的是，MLF偏向金融市場的利率和流動性，對人民幣匯率影響較大，而LPR利率與實體經濟的信貸規模和融資成本關聯度更高，對金融市場的影響相對有限。眼下美聯儲降息節奏出現變化，CME（芝加哥商品交易所）數據顯示市場預期已從全年降息5次調整為3.9次。在此背景下，美匯指數一度升至105，而短期內保持MLF政策利率不變，有助於維持人民幣匯率穩定。

此外，人行維持1年期LPR報價不變，旨在防止資金空轉，因此在長短利差較大的情況下，金融機構與企業都存在「借短買長」的套利衝動。今次僅降5年期以上的LPR利率，保證了金融對實體經濟的有力支持。

心水股 滙控 (00005) 中銀香港 (02388) 恒生 (00011)

滙控現價物有所值 建議吸納

【頭牌手記】沈金 港股昨日先跌後揚。恒指初段低見16138點，跌109點，然後掉頭推升，在大量資金追逐強勢股的氛圍下，指數出現爆升場面。最高時見16756點，升509點，由於大市進入預期的「深水區」，獲利回吐是正常現象。指數開始回落，升幅收窄，收市報16503點，升255點（1.57%），是第二日上升，兩日共進賬348點。

成交額讓人眼前一亮，達1224億元，較前日多481億元，反映了新資金正源源注入，「彩池」在擴闊中，「餅」也開始造大，這是大家喜見的情形。因為大資金入市，應不會只是一兩日貨色，若市場真的回復過去的每日成交千億元水平，則後市將可肯

定會繼續「風光無限」。滙控(00005)和恒生(00011)齊齊宣布業績，但市場反應就南轅北轍。滙控在升上63.45元之高位後就回落至60.25元報收，跌3.8%，恒生則由頭升到尾，收89.3元，升9.1%。滙控之跌跌在「派息遜預期」，而恒生則勝在「派息有驚喜」。由此可見市場對派息多寡是如何的重視了。不過，我認為滙控回到60元或59元水平，已是物有所值，建議低位吸納。

關注中銀香港業績 此外，大家無妨關注中銀香港(02388)的業績，相信在恒生大升的刺激下，中銀料可與恒生比肩。現價的中銀周息率遠高於恒生，貨比貨、價比價，均值得留意。

內銀股一如我所講的，屬投資的「鎮山之寶」，比對之下，內險股落後較多，值得在低位吸納。

大市「進三退一」向前邁進

從走勢看，整個大市反覆推進的形態已確立，恒指可能繼續以「進三退一」的方式向前邁進。以近期的走勢看，先是衝越16300水平，然後整固力守16000關，接着一躍而起，衝上16500-16700區間而受阻於16800點。我相信恒指有可能作適度整固，回到16300-16400水位，證實守住了，於是又會發動新的攻勢，挑戰17000關。今日不排除借勢調整，並作個別發展，以鞏固既得的成果。投資者留意接近16300-16400的吸納機會。

「三聯通三便利」助深化金融合作

【工銀智評】中國人民銀行和香港金管局今年1月公布六項措施，可概括為「三聯通、三便利」，有助深化內地金融市場開放，鞏固提升香港國際金融中心地位，為灣區建設提供民生金融便利。

提振北向債券通交投規模

「三聯通」中有兩項與債市高水平開放相關，一是首次正式在離岸市場確認在岸債券的抵押品功能。自2月26日起，與金管局簽訂回購協議的認可機構可通過抵押在岸國債和政策性金融債，使用金管局的人民幣流動性安排獲得不超過7天的人民幣資金。後續將探討使用在岸債券作為「北向互換通」交易或離岸國債期貨交易保證金的可能性，持續推動在岸債券成為國際市場常用抵押品。短期內，由於離岸市場人民幣流動性充裕、且主要銀行現有合資格抵押品相對充足，使用在岸債券獲取流動性的實際需求較小。中長期看，新政有助提振債券通「北向通」交投規模，持續優化離岸市場人民幣的流動性供給機制。二是進一步開放銀行間市場債券回購業務，境外參與機構由主權類機構拓展至各類商業機構，支持通過「債券通」渠道開展銀行間債券市場債券回購，支持境外機構投資者採用抵押品過戶的形式完成交易。此舉是滿足境外投資者流動性管理需求的重要創新舉措。值得進一步探討的是，如若後續政策細則支持境外投資者之間開展內地債券回購交易，除了為完善離岸人民幣利率定價和流動性供給機制提供動力，也有助增強國際投資者配置人民幣債券資產的意願，提升香港離岸人民幣樞紐地位。

此外，跨境理財通優化措施（《理財通2.0》）亦將於2月26日正式生效。2023年，跨境理財通「南向通」內地投資者人數同比增加1倍至2.38萬人，投資「南向通」產品市值餘額增長11.5倍至48.7億元人民幣，佔總額度1500億元的3.2%。《理財通2.0》主要從四個方面推動擴容：一是參與機構從試點銀行擴至銀行以及券商；二是提高個人投資者額度；三是降低內地投資者准入門檻，從連續繳納社保或個人所得稅滿5年降低至2年，金融資產門檻新增「近三年本人年收入不低於40萬元人民幣」的可選條件；四是擴大互聯互通投資產品範圍。

另一方面，「三便利」中有兩項聚焦民生金融便利，一是自2月26日起，為港澳居民在大灣區內地城市購房資金匯入提供便利化安排，向內地匯入購房款或按揭不受限額管理，及時滿足港澳居民在大灣區購房、養老置業的需求。二是擴大數字人民幣在港跨境試點，助力大灣區「一小時生活圈」建設。最後一項是建立跨境徵信互通業務試點的合作安排，有利於銀行更便捷開展跨境企業授信、貸後信用風險管理等工作，便利企業跨境開展融資。

推動人民幣國際化發展

總括而言，「三聯通、三便利」措施是鞏固提升香港國際金融中心及離岸人民幣業務樞紐地位的新舉措，不但為大灣區一體化發展提供更多民生金融便利，更協助促進內地債券市場開放、創新推動人民幣國際化發展。（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

地緣局勢緊張 油價挑戰86美元

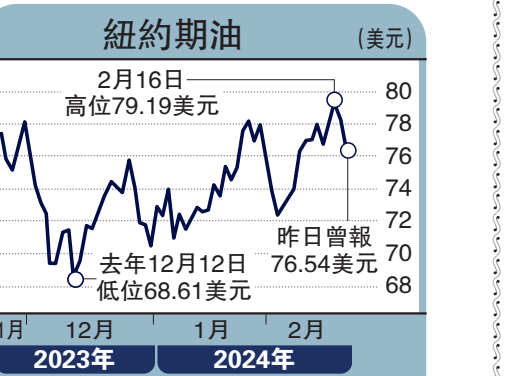
【實德攻略】鄭振輝 首先祝大家龍年行好運！內地上月推出多項措施穩定市場，恒生指數逐步站穩在一萬六千點以上水平，可惜終究市場信心不足，加上步入3月為內房債務到期的高峰開端，因此大部分投資者仍然抱觀望態度，欠缺大舉入市的信心。

踏入3月筆者建議大家以觀察為主，因為連環推出多項措施後，市場效應需要時間逐步反映，假如短期再有內房出現違約，那麼反而會加強投資者對前景的負面預期。

過去一個月，美元走勢便明顯走強，美匯指數由1月中102.4水平持續上升至昨日的104.2附近。原因包括：1月中後多名聯儲局官員發言，其中更包括重量級人物，例如鮑威爾，聯儲

局副主席以及紐約聯儲總裁，但他們的言論均一致地嘗試淡化市場的「減息預期」，而且非常成功，還記得元旦前市場大多相信2024年3月便會開始減息，當時百分比更超過9成。但在他們發言後，現在市場投資者已經有共識，即5月後才有可能減息。高息環境維持更長時間對美元當然有推動作用。在美匯指數中比重最高的歐元，因為經濟增長數據明顯落後，令歐元明顯受壓，從1.09以上水平跌至現在1.07附近，在天秤效應下推高美元。

地緣政治緊張化，以色列軍隊已經說明3月10日齋戒月前，假如哈馬斯不釋放所有人質便會直接大舉攻擊加沙南部重鎮「拉法」。相信以上危機有機會繼續讓美元保持強勢，但是筆者要提醒大家，美匯指數技術上在



105.8水平附近有重大阻力。根據上述同一理由，國際油價在過去一個月雖然已經上升約10%，在78美元附近徘徊，昨日紐約期油首報76美元，趨勢上有機會挑戰86美元水平。（作者為實德金融策略研究部高級經理）

善用自願醫保 填補團體醫保缺口

【保險宏圖】李旭明 根據政府統計處的數據，本港有370萬就業人士；在2022/2023年度，約有115萬人只享有僱主或機構所提供的醫療福利，僅佔就業人口約三成。這三成在職人士雖然享有團體醫療福利，但單靠這份保障是否足以應付醫療需要，值得我們加以討論。

團體醫保的保額一般未必足夠支付所有住院時產生的醫療費用。根據香港保險業聯會的醫療索償數據調查顯示，在2021年團體保單住院的償付比率，即平均賬面金額與實際償付金額之相對比率，平均只有64%-72%，反映團體醫保很多時只能補貼部分住院開支。若不幸入院，受保人或需自付不少醫療開支。

另外，公司難保不會裁員，而大家亦有機會離職轉工。一旦離開公司，團體醫保便不會再提供保障。假設在轉工或待業的「保障真空期」患上大病需要住院，在既失去團體醫保又沒有個人醫保的情況下，市民可能需要動用儲蓄應付其醫療開支。

不少在職人士都意識到團體醫保的局限，因此會選擇個人醫保來填補保障的缺口。政府統計處數字顯示，同時擁有團體及個人醫保的人士也佔就業人口近三成。目前，自願醫保成為不少市民個人醫保的選擇。自願醫保產品受政府規範和認可，有標準化的保障條款，部分保障範圍甚至超越一般醫保，例如承保未知的投保前已有病症。更吸引打工仔的是該計劃所提供的稅務優惠，即投保人可就購買

的每份自願醫保單享有每課稅年度最高8000港元的可扣稅保費額。

醫務衛生局亦建議已擁有團體醫保的在職人士可根據醫療保障需要及財政狀況，考慮選購一份設有「自付費」（俗稱「墊底費」）選項的自願醫保計劃認可產品。一般來說，「自付費」越高，受保人所需繳付的保費相對較低。當需要索償時，受保人可運用團體醫保的賠償來抵銷自願醫保計劃所需負擔的自付費，為自己增添保障。

如果大家只擁有團體醫保，不妨先仔細了解保障範圍，以評估保障是否足夠。當然，較穩妥的做法是考慮加購一份自願醫保，在團體和個人醫保兩者互補之下，獲得更周全的醫療保障。（宏利香港及澳門首席產品總監）

都市麗人擬恢復派息 股價看漲

【股壇魔術師】高飛 在內地經營內衣品牌的都市麗人(02298)可說是「中國內衣第一股」，對於其主席兼行政總裁鄭耀南這位創始人而言，可說是回歸公司作「等二次創業」，目前而言，對線下渠道加盟商和消費者的認知，以及品牌市場定位來看，似乎正在「撥亂反正」，前景可期。

鄭耀南表示，將優先集中資源發展大省策略，把大省策略及區域縣城戰役相結合，發揮當地優勢。以大省布局1000家門店為目標，打造結構良性的強省渠道。目前河南已突破300家，山東、四川、重慶持續突破，廣東已突破500家。同時，持續堅持渠道下沉策略，在低線城市探索空白市場增長點。年內的開店目標為1100間，當中約100間為直營店，加盟店將達1000家，並將主要覆蓋於廣東、四川、重慶、河南、湖北等地。而且，集團持續圍繞品牌、產品、渠道、數字化進行變革，從而進一步提升競爭力及結構良性，庫存維持健

康水平，強控存貨，例如目前的常規產品的訂貨比例為60%，訂貨由每年4次改為每年2次，以降低存貨風險。另外，今年內旗下產品不會加價，相反更會調低價格，減幅5%以內，另一方面折扣率會減少。因應上游原材料成本的下降等因素，預計年內的毛利率表現將提升。

他透露，公司的現金流持續改善，主因成交量以及貨單價上升；適逢公司上市10周年，或於今年下半年考慮派發股息。筆者相信公司如重新派息，這個消息有機會成為股價催化劑。

