

註銷式回購更值得提倡



熱點把脈 皮海洲

財經評論家

近年來，上市公司現金分紅受到了管理層的高度重視。3月6日，吳清出任中國證監會主席後首次公開露面，在「兩會」上答記者問時表示要推動分紅。隨後在3月15日發布的《關於加強上市公司監管的意見（試行）》裏，進一步提出要加強現金分紅監管，增強投資者回報。

而在4月12日國務院發布的《國務院關於加強監管防範風險推動資本市場高質量發展的若干意見》裏，又明確提出「強化上市公司現金分紅監管。對多年未分紅或分紅比例偏低的公司，限制大股東減持、實施風險警示。」與此同時，滬深交易所也出台了對不分紅及低分紅公司實施風險警示的具體辦法。

上述一系列政策的出台，表明了管理層對現金分紅的重視達到了前所未有的高度，同時也表明了管理層對投資者回報問題的重視。但投資者對於現金分紅，同樣需要以平常心來對待。尤其是對於中小投資者而言，現金分紅的回報意義並不大。對於這個問題，市場參與各方，務必要有清醒的認識。

現金分紅的最大受益者是上市公司的控股股東等重要股東、原始股東。這些股東持股成本低廉，持股數量龐大。也因此，這些股東不僅收益率甚高，而且分得的紅利也是金額巨大。更重要的是，一些上市公司的控股股東本身就是鎖定的，並不能上市流通，無法在市場上賺取差價，分紅是這些股東獲得投資回報的最重要的方式。

而中小投資者不宜對現金分紅的回報過於樂觀。在現行市場的除息機制與紅利稅徵收的背景，不論上市公司分紅金額多少，都不是給予中小投資者的回報。比如，某公司股權登記日收盤價為10元，分紅方案為每股派現1元，次日經過除息處理，公司股價變成前收盤價9元，外加1元紅利，投資者每股對應的財富還是10元，並未因為上市公司分紅而讓投資者財富增加。

儘管如此，現金分紅對於市場本身來說，還是有一定的積極意義的。一是可以起到檢驗企業利潤真實性的作用。對於一個企業來說，利潤如果造假的話，是很難進行現金分紅的。尤其是很難進行高派現，以及很難維持企業長期分紅。所以，現金分紅可在一定程度上

對企業利潤的真實性起到檢驗的作用。

二是可以給市場帶來一定的增量資金。雖然現金分紅因為除息機制的作會讓投資者「無所得」，但上市公司在進行現金分紅的時候，現金分紅的資金還是實實在在流向了市場的，給市場帶來了一定的增量資金，這是市場所需要的。

三是現金分紅作為一個概念也是可以受到市場炒作的。這種對現金分紅概念的炒作，不僅可以在一定程度上增加市場的活力，同時也因為這種炒作帶來了相關上市公司股價的上漲，從而給投資者帶來投資收益的增加。這一點對於個人投資者來說，也是有利的。這種炒作帶來的收益，同樣是一種收益。

不過，從利潤分配的角度來看，現金分紅只是利潤分配的一種方式而已，而且更適合發展相對成熟的企業。對於處於成長階段、尤其是高速成長階段的企業來說，現金更應該跟着企業發展使用，利潤分配的合適方式是送股，對於一些成長性看好的企業可以借此做大公司股本，做大公司規模，讓投資者分享企業高速發展的成果。

建議取消紅利稅收

在現金分紅與送轉股問題上，沒有高低貴賤之分，二者同等重要，不同的企業可以作出不同的選擇，而不能片面強調現金分紅比送轉股更重要，這種觀點是極端錯誤的，是對市場的誤導，也是對企業發展的誤導。

從中小投資者的回報來看，註銷式回購遠優於現金分紅。註銷式回購不像現金分紅，面臨着除息與紅利稅徵收的問題，而是通過註銷回購的股本，讓投資者持有的投資價值實實在在得以提升。在股市行情正常的時候，這將會帶來股票價格的上漲，因此帶給投資者的回報是實實在在的，也避免了上市公司通過現金分紅向控股股東進行利益輸送的行為發生。所以在回報投資者方面，註銷式回購是更值得推薦的。對於一些高派現公司，更應採取「分紅+回購」的方式來回報投資者，將現金分紅的比例控制在利潤的30%甚至20%以內，超出部分，只能將資金用於註銷式回購。

此外，就回報投資者來說，筆者建議取消紅利稅。尤其是當下管理層非常看重上市公司一年多次分紅，這就更應該取消紅利稅，避免投資者因為上市公司多次分紅而帶來稅賦的增加，造成股票投資價值的降低。

人才湧港 租務市場步入旺季



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁

樓市撤辣至今接近兩個月，其間交投迅速反彈，上月一手交投「大爆發」，二手表現雖略遜色，但同樣快速彈升。值得注意的是，隨着近日多個大型新盤入市，相信持續成為市場焦點，故二手表現難免短暫放緩。

從一手交投中不難發現，市場購買力依然豐盈，惟減價急售極速消化，加上自撤辣後業主信心漸見增強，最近二手放盤的叫價已轉趨硬淨，而且業主大多不肯劈價沽貨。因此，在這段交投價格的「磨合期」，買賣雙方正尋覓一個交投的「平衡點」，令二手短期陷入拉鋸局面。

反映業主持貨信心的「美聯信心指數」最新報65.6點，按周續升1.2%，連升五周，並已連續四周高於平均值，即樓價好淡的分界線。至於樓價方面，「美聯樓價指數」最新報134.49點，按周跌約1%，但仍較四周前升近0.8%。

最近市場聚焦一二手，筆者想談談租務市場的情況。隨着2月份農曆新年租務傳統淡季過去，3月份租務交投增幅雖不如二手般亮麗，但仍然同步增加，並帶動租金回升。美聯「租金走勢

圖」現時，3月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租約35.83元，按月回升約0.6%，連跌三個月後回升，並創四個月新高，而受惠租金回升，帶動首季租金錄得約0.03%的輕微升幅。

租金得以延續升勢的最主要原因，是「專才」湧港。過去一年多，政府推出各項積極「搶人才」計劃，對租買市場均帶來一定助力。展望二季度，隨着愈來愈多地內地生為準備新學年提早來港租樓，加之專才來港工作居住，料次季租務旺季將臨，租金有力進一步向上。

兩類租盤最受追捧

筆者發現，有兩類租盤反彈速度明顯跑贏大市，第一類是流轉率較高的屋苑，如本港十大藍籌屋苑。回顧3月租金按月表現，在十大屋苑中，多達8個屋苑呎租上升。其中康怡花園呎租按月升幅最大，升約4.1%；美孚新邨及沙田第一城呎租按月分別升約3.8%及約3.3%，普遍而言均是跑贏大市。

至於另一類受捧物業就是交通便捷的「鐵路盤」。根據本行資料，不少「鐵路盤」屋苑3月份呎租按月升幅明顯。例如位於九龍的擎天半島呎租按月升幅多達8.7%；九龍塘又一居同期亦錄約8.5%升幅；至於會展站的會景閣及葵芳站新葵芳花園，兩者分別按月升約7%及約6.9%，兆康站壹熈庭亦升約4.6%，表現較「十大屋苑」更勝一籌。

以上這兩類租金回報吸引，而且升值潛力兼備的物業類別，買樓收租者不妨多加注意。



買樓收租者應多加注意物業是否具備升值潛力。

精進人行運用結構性貨幣政策工具，加強對實體經濟的精準滴灌和定向支持，引導商業銀行加大對國民經濟重大戰略、重點領域和薄弱環節的信貸投放。



近，央行買債和中國版QE（量化寬鬆）引起了市場廣泛熱議。中國實施QE需要更加激進的財政政策，同時還要解決一系列技術性問題。目前條件並不成熟，而且中國貨幣政策還處於正常空間，沒有必要求助於QE。

中國推QE條件成熟嗎？



集思廣益 管濤

中銀證券 全球首席經濟學家

國債一直是人民銀行貨幣政策操作的重要工具，只是被當成抵押品沒有併入央行資產負債表。這既有1994年匯率並軌改革以來到本世紀初，外匯佔款是央行基礎貨幣投放主渠道的歷史原因，也有轉軌經濟特徵導致央行對結構性貨幣政策工具的特殊偏好。據人行官網介紹，公開市場操作是多數發達國家央行吞吐基礎貨幣、調節市場流動性的主要貨幣政策工具，通過央行與市場交易對手進行有價證券和外匯交易實現貨幣政策調控目標。中國公開市場操作包括人民幣和外匯操作兩部分，其中人民幣公開市場操作1998年5月26日恢復交易，目前已成為人民銀行貨幣政策日常操作的主要工具之一。

人行不斷創新政策工具

人民銀行公開市場業務債券交易主要包括：回購交易、現券交易和發行中央銀行票據（目前已停止在岸發行）。

回購交易分為正回購和逆回購。常見的回購為人民銀行向一級交易商購買債券，並約定在未來特定期限將債券賣給一級交易商的交易行為，逆回購為央行向市場上投放流動性，到期則為央行從市場收回流動性；正回購則是反向操作。

現券交易分為現券買斷和賣斷兩種，前者為央行直接從二級市場買入債券，一次性地投放基礎貨幣；後者則是反向操作。

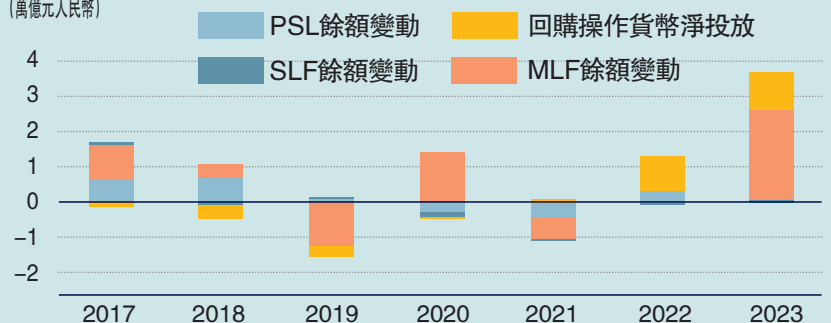
此外，根據貨幣調控需要，近年人行還不斷開展公開市場業務工具創新，如常備借貸便利（SLF，2013年初創設）、中期借貸便利（MLF，2014年9月創設）、抵押補充貸款（PSL，2014年4月創設）等。

前述公開市場操作中，除現券交易外，市場都要向央行提供國債和央行認可的其他高信用等級債券作為抵押品，債券所有權不在央行與商業銀行之間發生轉移。在人民銀行資產負債表中，這類交易在資產方記為「對其他存款性公司債權」，負債方記為「其他存款性公司存款」，國債作為抵押品不「入表」。2023年央行通過逆回購、SLF、MLF、PSL合計淨投放貨幣3.7388萬億元，貢獻了同期央行總資產增加額的93.1%、基礎貨幣淨投放的133.1%。

在2008年11月啟動第一輪量化寬鬆之前，美聯儲資產負債表的資產方「持有證券」中已有「國債」科目，佔到當時美聯儲總資產的80%以上。這意味着，當時美聯儲公開市場操作就是以現券交易為主，國債「入表」了。更不用說在啟動QE之後，每月定期購買國債和抵押貸款支持債券（MBS）成了美聯儲擴表、向市場連續一次性投放流動性的重要手段。連去年底，美聯儲國債和MBS持有合計佔其總資產的93.6%。

歷史上，人民銀行也有過「入表」的操作。2007年8月和12月份，財政部分兩次向商業銀行合計發行1.55萬億元特別國債，注資成立中投

中國主要公開市場操作工具的信貸淨投放



資料來源：中國人民銀行、Wind、中銀證券

公司，其中1.35萬億元由人民銀行從商業銀行買入，導致其資產負債表中的「對中央政府債權」科目同期出現跳升。這意味着，人民銀行買斷了這筆國債，但不是直接向財政部購買，規避了財政不得向央行透支的法律障礙，也屬於非常規貨幣政策操作。不過，因財政部向人民銀行購買中央匯金公司股權，2007年12月人民銀行「其他資產」餘額減少4881億元，部分對沖了前述操作的擴張效應。截至2024年2月底，人民銀行「對中央政府債權」餘額1.52萬億元，佔其總資產的3.3%。

如前所述，由於公開市場操作的交易方式不同，造成了國債「不入表」與「入表」的差異，從而影響了中美兩國央行的資產負債表結構。之所以人民銀行沒有選擇對現券交易作為公開市場操作的主要手段，與1994年匯率並軌以來相當長一段時期外匯佔款是央行擴表和基礎貨幣投放的主要渠道有關。

2008年底至2015年底，央行外匯佔款平均佔到央行總資產的79.2%，其中2013年底最高佔比83.3%。2014年以來，隨着國內外匯形勢變化甚至階段性逆轉，外匯佔款不再是央行貨幣投放的主渠道後，人民銀行又通過一系列貨幣政策工具創新來豐富流動性調節。除前述公開市場操作工具創新外，還有一系列結構性工具創新。相比於過去因外匯佔款變化被動投放，現在央行貨幣政策自主性得到改善。到2023年底，央行國外資產佔到央行總資產的51.1%，較2013年底高點回落了34.7個百分點。

貨幣政策仍有擴張空間

全球金融危機爆發後，各國貨幣政策工具都進行了一系列創新，發揮貨幣政策的結構調節功能也是主攻方向。美聯儲資產方就列示了工資保障流動性貸款工具、持有TALF LLC 一二期投資組合淨額、持有貝爾斯登和AIG相關投資組合淨額、銀行定期融資計劃等十多種結構性工具，這些都用於定向解決某些經濟金融問題。

中國經濟的總量和結構性問題並存，故人民銀行在結構性貨幣政策工具的探索方面走在了世界前列，加強對實體經濟的精準滴灌和定向支持。到去年底，人民銀行創設了三項長期性工具、十四項階段性工具，合計餘額為7.5106萬億元，較去年底增加1.0641萬億元，貢獻了同期央行總資產增加額的26.5%、基礎貨幣淨投放的37.9%。這些結構性工具根據激勵相容性原理，引導商業銀行在自主決策、自擔風險的前提下，加大對國民

經濟重大戰略、重點領域和薄弱環節的信貸投放。同時，這些工具大都要求金融機構提供國債及其他高信用等级債券作為抵押品。

如今年4月7日人民銀行宣布，為做好金融「五篇大文章」，落實關於推動新一輪大規模設備更新和消費品以舊換新的決策部署，設立5000億元科技創新和技術改造再貸款額度，利率1.75%，期限1年，可展期2次、每次1年。21家有貸款發放資格的銀行根據企業申請，參考主管部門提供的備選企業名單和項目清單，按照風險自擔的原則，自主決策是否發放貸款及放款條件。銀行放款後可向人民銀行申請再貸款，人民銀行對貸款台賬審核通過後，按本金的60%向銀行發放再貸款。相關貸款主要投向處於初創期、成長期的科技型中小企業，以及向重點領域的數字化、智能化、高端化、綠色化技術改造和設備更新項目提供信貸支持。

結構性貨幣政策工具往往做總量工具難以企及，同時也是商業銀行通常不太會做的事情，有人稱之為準財政工具。但這畢竟還不是財政工具，因為這些貸款利率再低、條件再優惠，企業也是要還的。如果貸款收不回來，金融機構也要自擔風險，並納入監管考核。

中國會不會QE，關鍵在於財政政策會不會像美國那樣搞「直升機撒錢」，直接給企業補貼和家庭發錢。不過，最近美國經濟「不着陸」概率上升，加大了美聯儲緊縮退出的不確定性，甚至有人悲觀地認為美聯儲或需要人為製造衰退才能擊退通脹。同時，美國政府債務滾雪球式的膨脹，在高通脹、高利率環境下也引發了各界對於美國財政可持續性的擔憂。

即便人民銀行擴大公開市場操作的現券交易規模，將國債買賣作為重要的流動性調節工具，還需要進一步加強財政貨幣政策的協調。一是增加國債市場規模，截至去年底，美國未償還國債相當於美聯儲總資產的4.30倍（2002至2007年為9.27倍），中國該比例僅為64.7%，但這又涉及中國會不會和能不能實施美國那樣激進的財政政策的問題。二是增加國債交易的流動性，國內投資者大多採取持有到期的策略，市場國債交投不活躍，在「資產荒」的情形下更是如此。三是財政部門發債不只要滿足赤字融資需要，還要配合央行貨幣政策操作增加短期限國債的發行。

目前看來，上述條件都不具備，況且，與美國存款準備金率大都降至零，甚至取消不同，中國的準備金率還有7%，仍有總量擴張的空間。