

# 金融委維穩債市 增優質資產吸引力

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，國務院金融穩定發展委員會（金融委）召開第43次會議，研究規範債券市場發展、維護債券市場穩定工作，增強資本市場投資者信心。同時，10月全國規模以上工業企業利潤總額同比增長28.2%，增速比9月加快18.1個百分點，連續6個月實現同比增長，前10個月累計利潤同比增速年內首次由負轉正，顯示中國經濟復甦步伐有所加快。

回顧上周行情，恒生指數漲1.68%，收於26,895點；國企指數漲2.25%，收於10,790點；恒生科技指數漲1.16%，收於8,090點。港股日均成交金額為1,399億港元，較前周上漲1.82%；南向資金淨流入126億元人民幣。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。其中，能源業上漲7.12%，表現最好，主要是受益於疫苗研發取得積極進展，全球經濟復甦預期上升推動國際油價大幅反彈；金融業上漲3.71%，原材料業上漲2.84%，表現均好於大盤；醫療保健業下跌4.15%，表現最不理想，主要是由於醫療器械集中採購令醫藥股估值承壓；必需性消費業和非必需性消費業分別下跌2.27%和

1.40%，表現均遜於大盤。

## 債券違約規模並未見上升

近期，個別國企信用債違約事件引發債券市場大幅波動，同時也引起金融監管層的高度關注。筆者認為，與2018-2019年相比，2020年債券違約規模並未上升，而且債券違約數量以及民企業違約數量也出現下降。2020年整體信用違約狀況並沒有明顯惡化，但是債券違約結構出現從民營企業向國有企業蔓延的變化，「國企剛兌」被打破。在中國信用體系中，政府部門信用最高，國有企業信用包含政府股東隱性擔保，大型企業信用包含大而不能倒的政府救助預期，其他部門信用則高度依賴房地產等高等級抵押資產，中小私企和低收入家庭由於缺少政府隱性擔保和高等級抵押資產，是金融市場信用擴張中的邊緣部門。

## 「零容忍」態度維護公平秩序

筆者認為，投資者更擔心的是潛在的「逃廢債」（編按：指企業具備履行債務能力，卻不盡力履行行為。如果允許個別企業通

過「逃廢債」行為來違約，可能會導致更多企業主動違約，從而引發流動性風險並傳導到股票市場，這將對資本市場信心和金融生態造成嚴重的打擊，或將引發金融市場系統性風險。因此，為了維護債券市場穩定工作，近期金融委召開會議，要求秉持「零容忍」態度，維護市場公平和秩序。金融委表示，近期違約個案有所增加，是周期性、體制性、行為性因素相互疊加的結果，要按照市場化、法治化、國際化原則，處理好促進發展與防風險的關係，推動債券市場持續健康發展。

金融委及時出手切斷信用債市場風險傳導鏈，守住不發生系統性金融風險的底線，有助於穩定資本市場預期。本次個別國企信用債違約事件對股票市場的短期影響有限。回顧歷史，自2014年首隻信用債違約後，信用債市場剛兌預期已被打破。過去幾年發生的信用債違約事件主要集中在產能過剩行業和傳統行業，以民營企業違約為主。2017-2018年，隨著去槓桿和強金融監管的實施，中國企業部門，特別是民營企業部門的融資條件逐漸趨緊，廣義信貸增速放緩，

部分競爭力弱、債務負擔大、多元化經營的大型民企出現違約。這些信用債違約事件基本按照市場化方式處理，其影響主要體現在債券市場上，對股市的影響較小。

## 資本市場改革進一步深化

個別國企信用債違約事件或將推動部分資金轉向股票市場。展望未來，隨着金融委及時出手推動債券市場持續健康發展，本次個別國企信用債違約事件將推動國資國企和債券市場改革深化，加快國有經濟布局優化和結構調整，重塑債券市場定價機制，或將推動部分資金從信用債市場轉向股票市場，加大優質核心資產的吸引力，隨着資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，未來中國會加快構建雙循環新發展格局，重塑中國經濟發展模式，科技創新戰略地位將處於最突出的位置，內需對經濟增長的作用日益凸顯。因構建國內大循環和推動科技創新需要高度依賴資本市場的高質量發展，資本市場改革開放將進一步深化，邁入高質量發展階段，股票市場的風險偏好有望改善。

個別國企信用債違約事件可能會提高市場對優質核心資產的風險偏好。隨着資本市場風險偏好重塑，優質核心資產的稀缺性和投資價值凸現，有望吸引中長期資金加大配置比例。行業板塊方面，筆者建議長期關注信息科技及高端製造和消費行業的投資機會。截至今年11月27日，今年恒生科技指數上漲71.6%，跑贏恒生指數76個百分點左右，今年恒生資訊科技業上漲72.8%，位於恒生行業指數漲幅首位，跑贏恒生指數77個百分點左右。同期，恒生非必需性消費業上漲27.1%，位於恒生行業指數漲幅第三位；恒生必需性消費業上漲17.2%，位於恒生行業指數漲幅第五位，均大幅跑贏恒生指數。同時，隨着資本市場改革開放持續深化，行業表現將進一步分化，未來金融監管層將以註冊制和退市制度改革為抓手，全面加強資本市場基礎制度建設。投資者應注意問題公司和高風險公司加快市場出清的風險。

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。

# 市場情緒改善 避險資產走低

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

雖然疫情還未過去，但政治風險減少尤其是美國大選基本落地，疫苗又時不時傳來好消息，令市場情緒明顯改善。恐慌指數VIX在今年3月一度高見85.47，避險情緒佔據市場，疫情影響經濟增長。好在各央行各政府積極採取行動，各類資產作出反彈。VIX從5月開始主要在20至40區間上落，其間也一度突破40，但未能企穩。

從11月開始，市場情緒進一步改善，主要是疫苗有好消息，美國政治風險下跌，VIX加速回落，11月27日低見19.51，是3月來低位，全周累計12.07%的跌幅，全月至今已跌逾45%，或能很快回到疫情前10至20的運行區間。

感恩節假期的緣故，上周美股只有三天半交易，整體向上，納指創歷史新高，道指一度突破三萬關口。美元已經跌破92的區間支持，金價失守1,800美元。原本預期12月美聯儲會有大的行動，現在看可能按兵不動概率大，但對經濟前景還是保持謹慎的態度，當然目前要關注更多經濟數據，包括本周的非農報告等。

市場風險偏好升溫，投資者對疫苗充滿期待，憧憬經濟能夠快些重啟和修

復，投資者將資金從避險資產中轉出，更傾向持有風險資產。

## 美元金價俱失守

美匯指數從3月突破100後逐漸回吐漲幅，8月開始主要在92至94區間上落，上周反覆測試區間支持，最終還是失守，連續下跌兩周，收在91.79，跌至3個月低位。

黃金和美元共同走軟。金價原本在8月創新高，隨後回吐漲幅，10月開始主要圍繞千九美元震盪，但從本月開始下行壓力明顯增加，目前連續下跌3周，失守千八美元支持，創下6月以來最低，跌穿主要均線支持，料短線還有進一步下探空間，但也不代表就會一蹶不振，畢竟主要央行對經濟前景謹慎，繼續保持寬鬆的貨幣政



■上周納指創歷史新高，道指一度突破三萬關口。美聯社

策。短線要繼續關注經濟數據，包括本周的非農報告，畢竟現在擔憂疫情還是很嚴峻，利好黃金。

白銀也跟隨黃金作出調整，已經連續下跌三周，目前隨時考驗22美元的支持，不過整體調整幅度遠遠小於黃金，未完全破壞趨勢，畢竟經濟復甦憧憬利好白銀的工業需求。

金銀下跌之際，鉑金和鈀金倒是震盪走高。拜登承諾在節約能源領域加大投入，給鉑金也帶來支持。鉑金連續上漲兩周至964.8美元，或有機會挑戰1,000美元阻力。鈀金在上周五大漲3.17%至2439.7美元，全周累積4.22%的漲幅。

## 憧憬復甦帶起鋁鉛價

相比之下，反映實體經濟的商品價格

造好。倫銅受到疫情影響有限，主要是中國經濟很快修復。3月倫銅曾低見4,371美元，好在很快從低位反彈，收復主要均線，現在保持在升勢中，上周五更是再創新高至7,520美元，從3月低位至今已反彈超過七成，或將考驗8,000美元。倫鉛從4月低位1,455美元反彈，現在已經修復近四成，上周幾次突破2,000美元，升空概率大。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無直接持有或管理，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF(2840)/招金(1818)/紫金(2899)/江銅(0358)，港股市場以外的黃金ETF/白銀ETF/礦業股，以及港股及美股市場的科技股之財務權益。）

# 中國新「3D」投資方向

鄧偉志 施羅德投資北亞地區多元化資產產品副主管

中國就「十四五」規劃定調，預料投資市場主題將從數字化(Digitalization)、去全球化(Deglobalization)，以及違約(Default)的舊「3D」方向翻開新一頁，邁向分散風險(Diversification)、雙循環(Dual-circulation)及去槓桿化(Deleveraging)的新「3D」方向。

## 分散投資 捕捉舊經濟復甦

「十四五」規劃主軸著墨於加大自主可控及創新科技等領域的投放力度，在新冠疫情促進網上消費習慣下，數字化轉變更覺明顯，預料內地經濟在未來二三十年都

將朝着這方向發展。事實上，半導體、互聯網及科技等板塊均已累積不少升幅。若從估值角度來看，投資者在「數字化」的大前提下亦可考慮「分散風險」。舉例，雖然傳統經濟在過去9個月大幅放緩，但相信這並非持久現象，投資者可視乎疫情及經濟發展，逐步加入舊經濟股，以捕捉舊經濟一旦復甦的勢頭。

## 轉「雙循環」審慎「去槓桿化」

五中全會亦明確指出要暢通國內大循環，促進國內國際雙循環，以全面促進消費，拓展投資空間，正式為「雙循

環」概念定調。預期這將成為市場新焦點，投資者在配置資產時可考慮逐步加入外循環概念。

早前在疫情下，包括房地產等行業的債項及股息都大幅上升。考慮到違約(Default)風險問題，當局可能會重新執行去槓桿化(Deleveraging)等措施。不過，房地產始終對內地經濟起着重要作用，預期措施不會一刀切，反而將逐步收緊政策，讓市場出現次弱留強情況。

在目前環球近乎零息環境下，內地企業債仍具投資吸引力，但選擇時必須盡量避開債務壓力沉重，或者透過高息發

債以支持整個現金流的公司。

中國10年期國債息率現時已達3厘以上，算是吸引。此外，鑑於中國國債將被納入大型指數，加上當局已推出相關措施，方便國際投資者以其作為管理風險的外匯對沖工具，吸引力亦有所提升。所以，除企業債外，投資者亦可略為增加國債投資作避險之用。

不過，歐美疫情持續，加上美國總統選舉可能牽涉訴訟，中美關係仍存在不確定性；人民幣匯率亦可能因局勢變化而大幅波動，所以投資時應密切留意時局發展。（錄錄）

# 香港砥礪前行 三點重新出發

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

11月25日，香港特區行政長官林鄭月娥宣讀2020年施政報告。於前言部分，特首已說明施政報告之首要目的是如何令香港早日走出困局，令市民恢復信心。這是本屆特首的第4份施政報告，整本報告35萬字、200多項措施、分為10項主題於167段落。如果以段落數目反映重要性，筆者分析為「注入經濟新動力」（37段）、「增加房屋與土地」（24段）、「建設宜居城市」（23段）、「堅持一國兩制」（21段）、「持續改善民生」（18段）及「培育人才及青年發展」（17段），都被列為本份報告重點部分。

## 着重助港青年灣區就業

如果要具體內容再瓜分，筆者感覺重點實是青年就業、經濟新政策和房屋/土地三個類別，本文試以上列三點再詳細分析及表達。

先說青年就業。面對經濟低潮，香港失業率持續走高，青年人就業情形非常不理想，報告提出聘請香港本地大學生到大灣區工作及資助青年於大灣區創業。前者初期2,000名額，工資水平不俗，部分由政府補貼。後

者由特區政府推行「大灣區青年創業資助計劃」，名額4,000個，投資約1億元。內地及香港兩地文化存在差異，港府提出推動香港眾多大專學院在大灣區建設分校，促使兩地年輕人文化交流融合。

## 四大領域鞏固金融中心

涉及共37段落，「注入經濟新動力」肯定是協助特區走出經濟困局的主要工具。具備先進性的經濟新政策可以歸納為鞏固香港國際金融中心地位和國際航空樞紐地位、發展香港成為國際創新科技中心、投資基建和創新建造、開拓市場和振興經濟及扶助旅遊會展、創意、法律等產業。為求鞏固國際金融中心地位，報告書於第43至46段點出四大重要領域，包括深化香港和大灣區的金融互聯互通、推動香港房地產投資信託基金、促進香港為亞洲領先的私募基金樞紐及壯大香港的家族辦公室業務。

在房地產投資信託基金和家族辦公室業務上，香港會遇上新加坡。先分析房地產投資信託基金：香港6月時市值是2,500億港

元，而新加坡於現在總市值約950億新元（約5,500億港元），而平均股息收益率是香港6%和新加坡7.2%。

兩個指標看出現時新加坡的房地產投資信託基金體量較大、回報率較理想。新加坡總市值較巨大，主要是涉及多個行業，例如房地產、醫療保健、科技、能源、物流、數據等等。如果香港要搶佔成為亞洲區主要房託市場，則如施政報告第44段所說明必須放寬投資限制、擴闊投資者基礎、改進立法和規管架構及吸引於國內股票市場運作的信託基金在香港第二上市。內地基建、物流、數據、醫療及養老業務龐大、前景亮麗，如何吸引這些具穩定收益企業來香港上市，則是強化本地房地產信託基金投資市場的最直接方法。

## 致力持續多建公營房屋

最後論及房屋/土地。報告書主要是多建

公營房屋，準備未來十年建31.6萬伙，供應土地主要來自東涌填海、古洞北/粉嶺北和洪水橋/廈村等新發展農地和棕地、啟德/安達臣道石礦場更改用途的熟地。明年起，政府再推出4,700伙「綠置居」和260伙「首置盤」，以補足資助房屋供應量。

另外，政府更加開拓新型公營房屋供應源，包括拆建三幢政府舊有工廈建成3,000伙單位及清空石籬中轉房改建成1,600伙單位，還有重建大坑西、茶果嶺/牛池灣/竹園聯合村，再增加約9,600伙公屋。上述多項項目，未來三年內已提供14,200伙單位土地，距離政府承諾供應土地量只差12%。

應對私樓市場，政府只擔任土地供應者和市場政策調控者角色。未來土地供應源包括鐵路沿線、港鐵小蠔灣車廠、龍鼓灘近填海/屯門西沿海等等。不過，最龐大供應源頭要數「土地共享計劃」和世紀性的「明日大嶼願景」。政府已於今年5月啟動為期3年的「土地共享先導計劃」，正與有興趣的私有土地擁有人探討如何落實共享土地為公營+私營房屋開發。「明日大嶼願景」主要

滿足中、長期市民的住房需求，包括七成公屋及三成私樓。

作為私人物業市場政策調節者，特首採納市場人士廣泛意見，在第70段落實於11月26日起撤銷非住宅物業雙倍印花稅，利便企業出售物業套現，以解財政困難。但也於第71段重申政府現時無計劃調整住宅物業的各項印花稅安排，令眾多私樓一二手業主「空歡喜一場」。

在施政報告第二本宣傳小冊子中，「樂在區區」成為冊子題目，也引領未來物業投資地區方向，如屯門西、新界北、北大嶼山、「躍動港島南」和「西九文化區」附近。筆者推介「北大嶼山」及「躍動港島南」，取其環境優美、交通便利及發展潛質巨大。經過通時超過一年半的社會動盪和經濟衰退，香港社會必須「砥礪前行、重新出發」，祈望2020年特首施政報告可以達到目的，香港社會穩定、經濟恢復。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。