

「穩就業」「穩預期」「穩增長」的基礎是「穩主體」

財經評述

龐溟 經濟學博士、華興證券(香港)首席經濟學家兼首席策略分析師

5月18日，國務院總理李克強在雲南主持召開座談會，研究部署進一步穩增長穩市場主體保就業，指出，要通過穩市場主體來穩增長保就業保基本民生，更加突出就業優先，着力支持市場主體穩崗，失業保險穩崗返還、留工補助、留工培訓等政策要加大力度，加大雙創支持力度，強化高校畢業生就業創業服務，面向農民工擴大以工代賑。

近期疫情嚴峻形勢對經濟的影響和衝擊，4月份經濟數據的回落與下滑是最為直觀的樣本和最初的反映。市場對總量的下行趨勢並不感到意外，但更為關注的是疫情衝擊背後的結構影響，以及就業市場與消費復甦面臨的嚴峻壓力。

需求加速回落影響就業

根據國家統計局的數據，內地4月份全國城鎮調查失業率以及16歲至24歲、25歲至59歲人口調查失業率分別為6.1%、18.2%和5.3%，相比3月分別上升0.3個、2.2個和0.1個百分點，說明社會有效需求正在加速回落。此外，外來戶籍人口失業

率偏高反映出一二線城市就業機會減少，在今年頭幾個月，外來戶籍人口調查失業率上升了1.3個點至4月底的6.9%，同期本地戶籍人口調查失業率只是上升了0.2個點至5.7%。今年內地普通高校畢業生人數預計達到1,076萬人，相較2021年增加167萬人。根據北京大學盧鋒教授梳理的數據，自2021年年中以來，內地青年失業率則自2021年10月以來持續加速攀升，當4月份青年失業率(16歲到24歲)到達18.2%的歷史新高。

「謹慎性儲蓄」傾向抬升

疫情衝擊導致就業機會的主要提供者和吸納就業的中堅力量——中小企業經營較為困難，4月中小企業發展指數降至88.3，已經連續4個月下降。人民銀行今年一季度的儲戶問卷調查顯示，居民儲蓄與消費之間的差距已經達到近兩年的最高水平，傾向於「更多消費」的居民比2021年四季度減少1個百分點，傾向於「更多儲蓄」的居民比2021年四季度增加2.9個百分點，傾向於「更多投資」的居民比上季減

少1.9個百分點，三者分別佔23.7%、54.7%和21.6%，可見謹慎性儲蓄傾向的抬升，而這可能是拖慢未來經濟復甦步伐的隱憂。

疫情反覆和收入預期趨於謹慎之下，不少家庭和企業的儲蓄和積累被不斷消耗，抗衝擊能力下降，居民的預防性儲蓄意願有所增強，消費潛力、消費意願、消費傾向的減弱，可能導致消費的恢復更為緩慢。本輪疫情對於消費衝擊的底部大致在5月初。未來消費修復進程偏緩，可能在三季度中後才能回到潛在中樞。

疫情衝擊蔓延至製造業

同為本土疫情，去年失業率優於今年。原因在於去年出口和製造業生產較為景氣，製造業吸納了一部分就業，故而去年失業壓力主要集中在非製造業。本輪疫情衝擊供應、工業生產和出口，製造業失業率也在走高。作為印證，今年3月以來，製造業PMI和非製造業PMI雙雙大幅下降。因此，過去四次的國務院常務會議也先後強調，穩就業與穩物價是保持經

濟運行在合理區間的主要支撐，要加大穩崗促就業政策力度，進一步為中小微企業和個體工商戶紓困舉措，以保市場主體穩就業，財政貨幣政策以就業優先為導向。

不過，必須承認內地宏觀經濟在一段時間內仍將面臨較大的就業壓力，主要因為：GDP增速放緩帶來就業崗位減少，就業需求彈性下降(每一個百分點的GDP增長帶來的勞動就業增長)，主要出口國外需疲軟導致就業拉動作用有限，中小企業運營壓力加大，以及高校畢業生人數屢創歷史新高。

穩主體須落實紓困措施

今年各級政府的就業促進、技能培訓、失業補助等資金超過3,000億元。近來各地和各有關部門也不斷加碼穩就業促就業政策，努力擴大就業容量、優化就業服務、為就業創業營造良好環境。

筆者認為，要把圍繞穩市場主體保就業的宏觀政策落實落細，加快落地、把握時機，強化高校畢業生就業服務，暢通農民工外出就業渠道，改進對靈活就業人員的

勞動者權益保障。最為關鍵的是，必須認識到解決就業問題從根本上說要依靠市場主體的穩定和發展，現階段尤其要重視為中小企業紓困解難。

深化改革設資本「紅綠燈」

因此，要落實好減稅降費、減免社保費用和房屋租金等政策，幫助市場主體渡過難關，穩住就業基本盤；要進一步落實保護支持市場主體、激發市場主體活力的政策，持續激發企業特別是中小微企業的發展活力，以穩企業來穩就業；要抓住新技術、新產業、新業態、新模式蓬勃發展的機遇，堅定不移鼓勵創新創造創業，培育發展新的市場主體，不斷提升就業的廣度深度和質量；要必須通過分類指導，精準服務，從體制、機制、法制等各方面為企業創造良好的經營環境，更加重視結構調整，增強企業和經濟發展自身的活力；要深化「放管服」改革，破除制度性壁壘，在為資本設置「紅綠燈」、依法加強對資本的有效監管的前提下，保護企業家精神，激發勞動者創業積極性。

美聯儲未轉軌 市場續觀望

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆ 投資者需持續關注後續公布的數據作為美聯儲立場變化的依據，勿把短期利好帶動的走勢看作中長期趨勢的開始。
資料圖片

隨著美國不少企業業績和數據不理想，投資者擔心經濟前景，關注美聯儲是否會改變加息進程。周三公布的美聯儲議息紀錄，整體論調並沒有太大變化，和之前鮑威爾講話的觀點保持一致，多數官員支持未來幾次會議各加息0.5厘，看來美聯儲還在觀望狀態，維持現有政策態度。

立竿見影，十年期美債收益率再回落。如此一來，對於投資者已是好消息，短期有望略為減輕資產波動性和拋售壓力。

當然，只要一日仍在加息周期，而提速加息，同步有退市縮表等，則大趨勢仍在。舉例而言，匯市方面，美匯指數從今年來表現強勁，5月一度突破105水平，但很快105高位回落。周三守住102支持位，結束兩日連跌，50天線附近還是有支持，並未明顯破壞上行趨勢。

美元短線向好

另一邊廂，歐元在本月止跌反彈，很快重上1.05水平，本周一和本周二受到加息預期的支持，上行動能增強，歐央

行拉加德科9月底退出負利率政策，但歐元在1.1附近有不少壓力。紐央行宣布加息後，外界認為是暗示繼續其鷹派取態，紐元延續升勢，不但企穩0.64水平，更是升至三周高位，或進一步上行。

金價或仍震盪

與貨幣政策相關度較高的金價，今年來表現反覆。年初開始上行動能強勁，地緣政治風險推動避險需求，金價在三月更一度突破2,070美元水平。

但隨着美聯儲加速加息，美元走強，金價很快從高位回落，尤其是從4月下旬開始下行壓力增加，5月一度突破千八支持。但隨着美元軟弱，金價近期重新反彈回1,850美元附近。

金價周三曾一度高見1,868.3美元，但很快跌破5天和20天線，結束五日連陽。現在地緣局勢和通脹還是給金價帶來一些支持，但美聯儲政策前景不明朗，金價波幅可能增加，或維持震盪。事實上，目前若說一切雨過天青，恐怕言之尚早。比方說，商品市場所見，投資者中長期對需求面的擔憂，仍然在升溫。倫銅從4月下旬開始下行壓力增加，5月一度失守九千關口支持，好在很快回升，本周一更是回到9,500美元水平。現在倫銅連跌兩日至9373美元，反彈動能非常有限，繼續回到9,000至9,500美元區間內。

油價料續上行

此外，倫鋁仍維持弱勢，缺乏動能。

雖然從5月低位反彈，但還是遇阻三千關口未能突破，現在連跌兩日至2,874美元，繼續運行在200天線下方。在基本本面沒有明顯改善前，倫鋁暫仍維持弱勢震盪。

同樣弱勢震盪格局為主的有油價。紐油圍繞110美元區間震盪，周三反彈0.51%至110.33美元，現在對供求雙方非常敏感，正在等待方向，後市大概率延續上行趨勢。

整體而言，投資者有必要持續關注後續公布的數據，以作為美聯儲立場變化的依據，但要小心別把短期好消息帶動的走勢，看作中長期趨勢的開始。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

越早實現正常通關越好

史立德 香港中華廠商聯合會會長

國務院前日召開「全國穩住經濟大盤電視電話會議」，國務院總理李克強表示「要在防控好疫情同時完成經濟社會發展任務，防止單打一、一刀切」，要求努力實現「第二季經濟正增長」及「失業率盡快下降」兩大目標。面對世紀疫情，即使內地擁有龐大經濟實力，仍需努力利用內循環維持一定經濟水平。

香港作為細小外向型經濟體，只有有限內需，如果再不正常通關，繼續內出血，假設最後疫情可以完全消除，經濟亦不會復甦。香港要爭取全面開放，實在刻不容緩！

入境限制缺乏便利政策

說回香港的情況。由2020年初至今，我們已經抗疫了兩年多。過去曾經有一段時間，全球各地均採取封關策略，以防止病毒輸入。不過自從出現疫苗，及大家明白生活需要繼續，否則「唔病死都會餓死」，令跨地區的往來逐漸恢復。

然而，香港雖然已經放寬入境限制，但來港人士仍需要進行至少7日的防疫隔離，與其他已經重新實行正常及無須入境防疫隔離的地方相比，香港的政策不夠便利，國際投資者亦沒有耐性再等待。

引「活水」須早日正常通關

事實上因應長時間抗疫，香港多年建立的優勢，包括航運中心、物流中心、金融中心等，有可能白白拱手讓予競爭對手。香港回歸後的「一國兩制」安排是為了保持香港作為世界交往窗口的獨特性，並維持香港的競爭力。正如先所說，香港是外向型經濟，與外往返非常重要，才能帶來「活水」。不論是內地或國際，只要條件許可，香港便要立即開放，不能再拖拖拉拉。

違約債券應當如何估值？

汪心浩 華坊評估董事

自去年下半年以來，由於宏觀經濟環境的轉變以及監管政策的收緊，一些內地房地產企業紛紛出現美元違約的現象，其中不乏知名的大型企業，一時間給市場帶來震動，成為熱點話題。違約債券的估值是個頗有學問的話題。普通人容易將違約債券理解為分文不值，但實際上並非如此。恰恰相反，當企業宣布債券違約時，違約債券仍然有可能具有相當的價值，風險容忍度高的投資者甚至有機會從中獲利。

債券違約仍有價

準確來講，債券違約只代表企業在當下無法籌措到足夠的資金來進行債券的償付，資金流動性陷入困境，而並非代表債券持有人終將血本無歸。由於債權人的利益受到法律保護，即便進入企業破產清償程序，企業變賣資產獲得的資金，通常會優先償付給債權人。而在更多的情況下，企業仍可以通過債務重組、出售非核心資產、改革業務等多種方法擺脫違約的困境。實際上，一個本金為100元的債券，當違約後，亦通常會以20多元的價格在市場上進行交易，原因就是投資者認為此類債券仍有可能收回資金，獲得回報。

以可回收率估值

從技術層面來講，在違約債券的估值中，通常使用可回收率來計算違約債券的潛在價值。在確定可回收率時，需考慮以下幾個方

面：評級機構之長期追蹤統計。如穆迪公司每年均發布違約債券回收率的更新統計。從全行業來看，穆迪發布之違約債券可回收率常年約在40%左右，即債券持有人在違約情況下仍能收回40%的債券本金。

留意政策變化

宏觀經濟政策的轉變。就內地房地產企業來說，由於今年內地經濟下行刺激經濟的必要性增加，市場通常預計針對房地產的嚴格監管將有所放鬆。對於陷入資金困境的房地產企業來說，從銀行系統得到額外資金成功償付違約債券的預期亦有所增加。在如此的預期下違約債券的可回收率將會相應上升。

關注企業重組

個體企業重組方案。由於個體企業的融資渠道、過往信譽、經營狀況各有不同，對於業務基本較為健康，但一時間陷入資金困難的企業，比較容易和債權人達成債務重組或者債務展期等方案，從而避免清盤。相對來說，這類企業的違約債券可回收率亦會較高。而對於本身就經營不善的企業，則重組亦較為困難。

總結來講，在針對違約債券進行估值時，由於市場交易信息已經失真，評估師或投資者必須更深入地進行調查，掌握更多的公司營運信息以及重組進展信息，方能對其價值進行準確的估計。

債券孳息率飆升 關注短期債機遇

Duncan Lamont 施羅德研究及分析主管，特許財務分析師

政府債券孳息率飆升，而且相關影響已波及其他固定收益市場。然而，孳息率的升幅將視乎投資者關注的領域而有所不同。由於債券市場所發生的重大結構變化，只要長期債券孳息率稍為出現額外升幅，投資者便難免要蒙受損失。即使孳息率上升，其抵消損失的緩衝作用仍然極其薄弱。不過，相對的價值機會或許正在其他領域形成。

近期孳息率大幅上升

去年此時，短期美國國債孳息率僅為0.1厘。由於市場對美聯儲將實施一系列激進加息措施已有所消化，現時短期美國國債孳息率處於2.7厘的水平。雖然長期債券孳息率亦有所上升，但只是從2.1厘升至3.1厘，幅度並不算大。上述數字分別為1至5年債券及15年以上債券的孳息率。

此外，信貸息差正持續向上發展，企業債券孳息率的升幅甚至超越政府債券。新興市場債券(硬貨幣債券、本地貨幣債券及企業債券)的孳息率亦全線上升。但需留意債券價格對孳息率變動的敏感度增加，在近數十年，債券價格對孳息率變動的敏感度增加是債市最重要的趨勢之一。假設整個美國國債

孳息曲線於2008年上升1%，普遍美國國債市場投資者的投資價值即下跌約5.6%。若現時發生同樣的情況，該數字將會是7.0%。

債券價格敏感度續增

這令長期債券投資者極為不安，因為長期債券價格對孳息率變動的敏感度更高，而且現時的情況已變得更為嚴重。需要注意的是，這種敏感度是把雙刃劍。若孳息率從現在開始下降，長期債券價格將錄得較其他債券及過往水平更大幅度的上升。

儘管孳息率有所上升，但升幅仍然較低，加上債券對孳息率變動的敏感度增加，只要債券孳息率再略為向上發展，不少投資者便將蒙受損失，特別是長期債券更是如此。就長期美國國債及長期企業債券而言，它們的孳息率分別只需上升0.2厘及0.3厘，投資者便要損手了。

不過，短期債券因其孳息率急劇向上而成為了目前具吸引力的投資對象。短期債券孳息率升勢凌厲，以致短期美國國債與長期美國國債的收益率已相差無幾。

市場目前亦正積極消化美聯儲將有逾七成機會於2022年底前至少加息2.5厘這項因素。如果實際情況與該預

期不符，對政策較為敏感的短期債券孳息率則有可能會下降，繼而推高價格。

另一方面，孳息率必須大幅上升才會導致投資者遭受虧損。相對於長期債券及現金而言，短期債券的投資理據已明顯改善。

短期債券抗壓力強

雖然長期企業債券比短期企業債券仍具備更多優勢，但這些優勢已大幅收窄。就目前的水平而言，短期債券可承受更大幅度的孳息率上升亦不至於錄得虧損。儘管高收益債券及新興市場債券或需面臨額外的信貸及貨幣風險，但這兩類債券的情況也是如此。

很多人購買長期債券並不只是出於對獲取回報的考量，例如，退休基金及保險公司會以此方式管理其債務風險，而投資者則期望在股票遭到拋售的情況下，長期債券能夠取得良好表現。然而，對於那些更注重回報，以及已準備好採取相對靈活的投資策略的人而言，投資機遇似乎正在別處形成。

題為編者所撰。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。