經濟觀察家

實話世經

「雲黑城欲摧，雨前風滿樓。」昔年英國煤井之下，礦工常以金絲雀伴身，以其驚鳴而預警毒氣之危。今日全球亂局之中，市場緊盯美債收益率這隻「金絲雀」，因其倒掛而深懷衰退之憂。受此牽動，8月中旬至今全球大類資產亦開啟振盪模式。筆者認為，本次美債收益率倒掛固然拉響了衰退警報，但是諸多新因素亦在減弱警報準確性。因此，繼續糾結於這一警報本身，並不能解答「這次是否不一樣」。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理　程實

►分析認為，美國短期內消費引擎仍能保持平穩而不至觸發經濟衰退　法新社

美經濟衰退待驗證 關注消費信心走向

從更廣泛的維度加以審視，或能找到進一步探測風險的下一隻「金絲雀」。橫向來看，不同跨度的多組期限利差蘊含更詳細的風險信息，利差中樞水平和離散度有望對衰退風險進行更精準的測度。縱向來看，沿循「美債收益率倒掛—消費數據走弱—經濟金融危機」的風險傳導鏈條，消費者信心將是下一個關鍵且可行的驗證點。

美債倒掛受多因素影響

基於上述工具，目前美國經濟衰退風險尚未失控，2019至2020年增長「減速不失速」仍是基準判斷。由此，當前市場對利率下行空間的預期可能存在高估，若預期未能充分兌現，或將牽動市場額外變化。展望未來，考慮到貿易摩擦的高度不確定性，仍需以今年四季度、明年一季度作為關鍵驗證期，憑藉上述工具對衰退風險進行持續監測。根據驗證結果的不同，全球大類資產配置亦需走向兩種迥異的長期策略。

美債收益率倒掛：警報嘹亮，疑雲尚存。2019年8月中旬，「10年–2年」美債收益率倒掛猝然而至。作為美國經濟的「金絲雀」，這一現象拉響了衰退風險的嘹亮警報。值得強調的是，這一警報不僅是信號，更可能是誘因，或將通過兩大機制自我實現。其一，從內生增長視角看，收益率倒掛反映出市場對經濟走勢的悲觀預期，一定條件下將惡化居民對長期收入的預期，從而削弱消費引擎。其二，從金融約束視角看，收益率倒掛意味着期限利差收窄甚至轉為負值。受此影響，借短貸長的金融中介將被迫提高信貸投放標準，以維持盈利、降低風險，進而造成信用收縮和經濟放緩。基於上述機制，美債收益率倒掛的警報具有較高的準確性。

基於上述機制，美債收益率倒掛的警報具有較高的準確性。在1980年至今的5次倒掛警報之中，有4次在滯後一至三年的時間內出現了經濟衰退，分別是1982年經濟危機、1990年信貸危機、2001年互聯網泡沫以及2008年次貸危機（下文稱為「衰退組」），而1998年則是唯一一次警報失靈（下文稱為「平穩組」）。

着眼當前，舊警報正在遭遇新挑戰。兩大歷史性變化或已擾亂收益率倒掛與經濟衰退的內在聯繫，「這次不一樣」的可能性亦大幅上升。首先，干擾因素源於內部貨幣政策。一方面，在史無前例的大規模QE（量化寬鬆）之後，至今年9月初美聯儲表內的證券資產規模約為國際金融危機前的4.5倍，導致長端利率的中樞水平下降，而今年8月縮表計劃的半途而廢更是在短期內加劇了這一效應。另一方面，美聯儲違背常規的「預防性降息」導致市場預期雙向失穩，既加重了市場對於長期前景的悲觀情緒，促使長端利率下滑過快，又因為未能明確預示降息長周期的開啟，而致使短端利率下行緩慢。其次，干擾因素還產生於全球金融環境。受制於數十年一見的全球貿易博弈，歐洲、日本等經濟體難以走出負利率困境，加之8月以來貿易博弈強度驟升激化避險情緒，因此兼具正收益和避險屬性的美債成為全球資本的追逐對象，大量流入的資金進一步壓低了美債長端收益率。

留意其他期限利差變化

尋找下一隻金絲雀：循跡而行，雙重檢驗。當經典的舊警報與尖銳的新挑戰激烈碰撞之時，過度糾結於單一的收益率倒掛現象，並不能解答「這次是否不一樣」。在橫向上找到更為全面的風險信息，在縱向上找到下一個關鍵節點，方能對衰退風險的真實性和時序性進行可靠推斷。我們認為，以下兩組工具有望提供重要助益。

第一，橫向來看，多組期限利差實現更為全面的風險評估。市場通常將「10年–2年」收益率倒掛作為警報，但事實上，多組期限利差的相互關係可以提供更多參考信息。筆者認為，不同時間跨度的期限利差，反映了市場中不同類型、不同風格的投資者預期。由此，較之於單一的「10年–2年」期限利差，多組不同跨度期限利差的中樞水平，顯示了更廣泛投資者對經濟走勢的預期方向。而這些期限利差的離散度，則量化了不同投資者預期的一致程度。

第二，縱向來看，消費者信心是衰退鏈條的關鍵驗證點。作為全球唯一的內生增長型經濟體，美國經濟以消費引擎為動力核心。並且，如上文所述，美債收益率倒掛的警報若要自我實現，消費環節是必經之路。由此，「美債收益率倒掛—消費數據走弱—經濟金融危機」是衰退風險的一般性傳導鏈條。歷史經驗亦表明，對於「衰退組」而言，美債收益率倒掛後的三個季度左右都出現了人均消費增速的大幅下滑。而「平穩組」則因未發生人均消費的明顯減速，避免了經濟金融危機的到來。

更深入地來看，什麼因素導致了收益率倒掛後的消費表現差異？根據學理，消費支出取決於消費能力和消費意願。在消費能力層面，無論是「衰退組」還是「平穩組」，美債收益率倒掛之後，均出現了人均可支配收入增速的大幅下挫，表明消費能力走弱是收益率倒掛後的普遍現象。但在消費意願層面，「衰退組」和「平穩組」卻有着明顯差異。其中，在美債收益率倒掛之後的三個季度左右，「衰退組」開始出現消費者信心的長趨勢下滑，與人均消費增速的下行基本同步，而「平穩組」的消費者信心則一直維持高位。

由此可知，消費能力（當期居民收入）的波動影響有限，而消費者信心（居民長期收入預期）的作用更為重要，主導了美債收益率倒掛後的消費走勢。其深層機制在於，只要消費者信心不動搖，即使當期消費能力有波動，居民也會通過調用儲蓄或跨期借貸以平滑消費。

此外，在實踐層面，消費能力和消費支出數據均為滯後公布，而消費者信心數據則有一定的領先性。由此綜合而言，消費者信心數據有望為評估本輪衰退風險的動態演變提供可行的前瞻指標。着眼當前，雖然各項經濟指標漲跌互現，但是美國消費者信心指數的三個月移動均值維持於較高水平，並顯著高於過去五十年的歷史中樞水平。這表明，美國消費者信心目前保有較為充足的緩衝墊，至少短期內消費引擎仍能保持平穩而不至觸發經濟衰退。

撤QFII限額 衝擊A股有限

西南證券首席策略分析師　朱　斌

斌眼觀市

9月10日，外管局發布消息，決定取消合格境外機構投資者（QFII）和人民幣合格境外機構投資者（RQFII）的投資額度限制，同時也取消單家境外機構投資者額度備案和審批以及RQFII試點國家和地區限制。

限額取消了，外資會瘋狂湧入嗎？對A股的影響會怎樣呢？

實際上，目前的額度，外資都還遠遠沒有用完。本次政策導向的信號意義強於實際意義。QFII實行以來由證監會審核資格、外管局審核額度，此前經歷了五次額度的擴大和兩次監管的放鬆，本次取消限額是動作最大的改革。但截至上月30日，QFII總額度3000億美元，實際使用1113.8億美元（共有322家境外投資機構使用），佔比37.1%；RQFII總額度1.94萬億元人民幣，實際使用6941.02億元（共有260家境外投資機構使用），佔比35.8%。

由於使用額度偏低，取消投資額度限制短期內並不會對A股造成太大衝擊。一些人想像中的外資成為A股接盤俠的狀況也不會出現。

進一步地，由於QFII/RQFII審批手續比較複雜，滬深股通資金也對QFII形成了分流作用。由於滬深股通操作簡單直接、方便易行，每日雖有520億元的交易限額，但總量並不設限，這就使得陸股通成為境外資金進入A股的首選。截至2019年6月，陸股通持股市值1.04052萬億元，約佔外資持股市值64%，遠超QFII/RQFII。這是QFII總額度只使用了35%的一個重要原因，也進一步弱化了限額放開的衝擊。

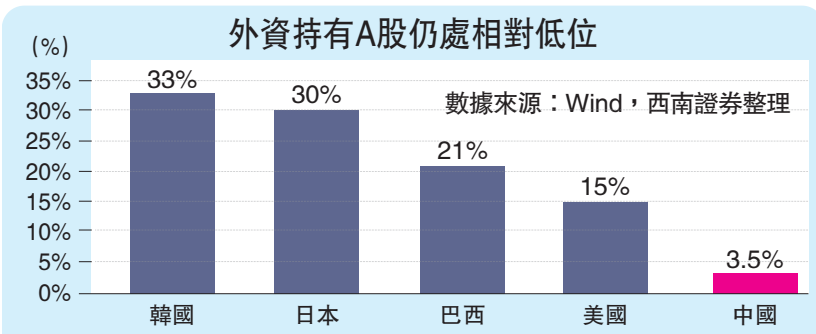
從短期看，通過陸股通進入A股的北上資金對於市場階段性行情起到了至關重要的影響作用。今年一季度轟轟烈烈的「春季躁動」，滬綜指上衝3288點，創業板上攻1798點，北上資金在其中起到了至關重要的作用。在1月份、2月份，北上資金連續兩個月大規模淨流入，歸母達到1200億元，平均每個交易日30億元。類似的，在8月中旬以來的這次反彈中，北上資金也淨流入450億元，平均每個交易日也接近30億元。兩次大規模淨流入，兩次都形成了A股的階段性行情。

外資佔比仍處低位

當然從長期來看，隨着中國金融市場國際影響力和對外開放程度的提升，QFII直接用美元結算的好處，可能有利於進一步吸引更多長線外資進入。隨着中國資本市場對外開放步伐越邁越大，外資流入已是大勢所趨。中國於2002年和2011年先後實行了QFII和RQFII制度試點，又在2014年和2015年分別開通了滬、深股通。外資隨之不斷湧入，在2019年6月末持股市值達1.6473萬億元，較2013年底翻近四倍。8、9月MSCI、標普道瓊斯、富時羅素三大指數擴容相繼落地，近期外資流入迎來高峰期。

與此同時，中國外資佔比仍處於低位，長期提升空間仍然很大。截至2018年底，中國外資持股佔比境內流通股票市值3.5%，不僅遠低於美國和日本等發達國家，比起韓國、巴西等新興市場國家也遜色不少。外資的流入將會是長期的過程，有相當大的空間，也會加快市場風格的轉換。

從投資策略上看，外資湧入必將加快推動市場估值體系重塑，對核心資產更加利好。建議持續關注外資重點布局的核心資產板塊，主要是推薦TMT（科技、媒體和電信）、醫藥與白酒龍頭。



港人齊心重建民生

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

香港人要齊心合力重整民生和市場分配財富的機制，其中樓市正正是重中之重，但在過去很長時間，政府處理樓市都沒有完整計劃，甚至乎只是去「頭痛醫頭，腳痛醫腳」。不完整的計劃不單止解決不到問題的重心，更會衍生出新的問題來，因為樓市問題有如洪水只可疏導不可堵塞，只向單一環節施壓會令到問題在其他環節上變得更嚴重。最佳例子就是本來能有效令到金融市場更穩定的「樓市辣招」，在2010年首次推出到現在，因為增加的再置業成本及繁複的手續，所以令到二手放盤量至今最少大減65%以上，這種變化反而成為樓市上升的新動力。

如用簡單的方法去描述複雜的樓市的話，筆者希望大家明白樓市起碼分四大環節並互相影響民生與財富分配：1、一手樓供應。與90年代比較，粗略估計香港少興建50萬個單位。

2、二手樓供應。即是二手市場放盤量，不單止在樓市辣招後大量減少，而且大家都忽略了二手放盤量才是樓市的最大供應，這種忽視令到樓價升得更快、更銳。

3、入市門檻。就算樓價便宜了，供應量多了，但是因為按揭太嚴苛，新生代一樣難以上車，令到社會進行不到合理的財富分配。本港按揭證券有限公司的九成按揭，由2002年政府退出市場以來，接手背負了提供上車人士低上車門檻的功能，但起碼2015年之後仍然有大部分年輕人不知道可以借九成按揭，這正正是香港近十多年來政客與公務員「多做多錯，少做少錯，唔做唔錯」文化下的效率，我們應該要一起努力改變。

4、正確的置業概念。在樓價便宜一半的數年前，年輕人多是提倡「樓奴」理論，當買樓的需求成為了道德觀下的宣示，會進一步令到大量人士錯過了上車良機。當然近二十年來都有一些錯誤的概念，就是上車盤是要買市區，很多律師或專業人士更覺得自己地位尊貴，所以上車盤是可以買九龍區等地，這是「錯到飛起」的概念。其實以預計的2019年入息中位數1.96萬元計算，兩個年輕人（25至34歲）每月儲蓄收入的3成，假設每年人工的加幅是5%，儲蓄3.58年可支付400萬物業的首期連雜費。而年長一輩這也是支持着有關錯誤的觀念，也是比例上少了人買樓或「覺得買不到樓」的原因之一，因此要解決房屋問題，香港人自己的觀念首先要回到過去數十年前的才對。

筆者絕對同意最近民建聯提出引用「收回土地條例」及重推「租者置其屋計劃」，任何行政困難公務員都應解決，沒什麼比公平分配利益更重要，我們再不做好以上兩項建議，香港政治爭拗將難以根治。