▲美聯儲藉大規模「降息＋QE」釋放流動性，在中美利差的吸引下流入到中國，將會產生信用擴張的作用，故此中國的貨幣政策不需要太過主動地放鬆

穩經濟並非需要強刺激

3月26日的G20峰會和3月27日的政治局會議，一個共同的主旨是在全球疫情蔓延的情況下，政策如何應對。G20峰會聲明中提到：「20國將啟動5萬億美元的提振經濟計劃」。粗略估計，其中G7的刺激計劃就有4萬億美元。據外交部發言人耿爽表示，中國的財政貨幣政策合計約3441億美元，包括了之前安排疫情防控的資金約1200億元，再貸款、再貼現1800億美元，還有減稅降費1萬億元。這些錢從哪裏來？我們要從政治局會議等去找答案。

深度濤解
宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

政治局會議原文中提到：「積極的財政政策更加積極有為，適當提高財政赤字率，發行特別國債，增加地方政府專項債規模，引導貸款市場利率下行，保持流動性合理充裕」。財政赤字率屬於一般公共預算，財政收入主要以稅收為主體；專項債屬於政府性基金預算，在一般公共預算之外，原則上要專款專用。

去年的預算赤字率是2.8%，但實際赤字率是4.9%。去年財政收入增速3%，支出增速8%，5%的缺口對應接近100萬億的名義GDP就是4.9萬億元（人民幣，下同）的財政缺口，除去預算赤字以外的財政缺口是2.1萬億元，主要靠往年的財政結轉結餘彌補。

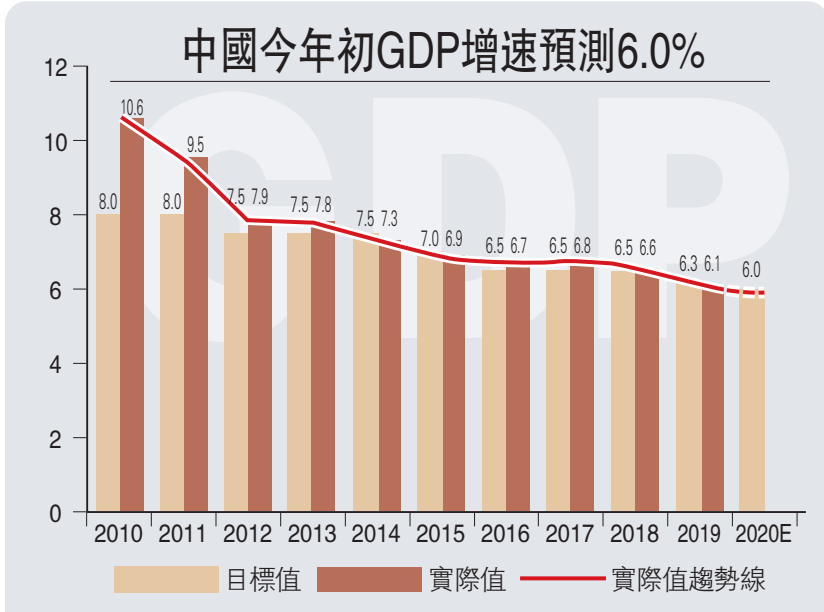
今年的財政收支情況將比去年更加緊平衡，在去年2.1萬億財政缺口的基礎上，今年又疊加了財政收入隨經濟增速下滑、財政支出受疫情上升的雙重影響。今年預算赤字率可能在3–3.5%之間，稍高於3%的隱性約束，但提升空間有限，要兼顧人民幣匯率、通貨膨脹、宏觀槓桿率等多方面壓力。

財政政策應該對症下藥

特別國債第一次在政治局會議上提出。2月以來，吳曉玲、黃奇帆等委員都公開提出過發行特別國債的政策建議。前兩次發行特別國債跟注資四大行和成立中投公司有關。今年發行特別國債，不應用於基建類項目等能夠產生現金流和收益的項目，否則與專項債和政策性金融債的作用重複。針對今年的抗擊疫情特殊需要，特別國債也應該用於特別用途的轉移支付，規模預計有1萬億元。

現在歐美正處於疫情爆發期，中國雖然用了兩個月時間控制住了疫情並開始復工復產，但防疫可能還有下半場。下半場面對的是海外輸入、南半球倒灌和四季度流感季再來等問題。我們提高醫療衛生、疫苗研發、公共服務等方面的投入，就是提高中國面對疫情二次爆發時的免疫力。專項債和特別國債對應的財政支出，也應該向醫療衛生、公共服務、疫苗研發、快速診斷、信息技術等領域傾斜。

基於目前對於上半年經濟增速的預測，實事求是地講，追求5.5%以上的「翻一番」增速目標已經不現實了。中性預測一季度實際GDP增速–4；二季度出口增速–20%，消費服務業未完全恢復，經濟增速在3%左右。在疫情仍然充滿不確定性的情況下，追求特定的經濟增長目標等於是把政策綁在了投資上，也是沒必要的。



更重要的是，我們現在面臨的是一場公共衛生危機，財政支出應該對症下藥，解決當前最急迫最重要的問題，就是防疫、就業、民生。一是疫情二次爆發、捲土重來的問題；二是大量消費服務業的勞動人口因疫返貧、因疫失業的問題，中小微企業現金流斷裂、倒閉破產的問題；三是受疫情影響，出口企業上半場停工停產、下半場客戶砍單，特別是消費電子、紡織服裝等可選消費品行業的經營問題、就業問題。

對於疫情二次爆發，需要大規模投入快速檢測、隔離病房、呼吸機等醫療基礎設施，提高醫護人員待遇，完善醫療信息基礎設施，不能把全部希望都寄託在疫苗研發上。對於消費服務業，需要刺激消費特別是出口依賴度較高的可選消費，宣傳科學防疫理念，提振民眾消費信心。對於失業返貧，需要建立失業救濟基金，增加教育培訓的機會，利用大數據畫像給失業人群定向發放消費券補貼。對於出口，需要通過減稅免稅退稅、發放政策補貼等手段，盡量少裁員、不裁員，延緩失業高峰的來臨，把時間拖到海外疫情逐漸穩定之後。

這些都不是靠鋼筋水泥可以解決的。從投入產出表計算，建築業和出口行業的重合度很低，也很難讓服務業勞動人口轉行去從事建築業。當然適度有效的投資托底對經濟增速是必要的，但不能刻舟求劍地認為就業要靠增速，增速要靠投資。

貨幣政策毋太過主動放鬆

貨幣政策應該扮演什麼角色？首先是避免恐慌情緒在金融市場上的蔓延造成流動性危機和信貸危機，所以節後貨幣政策的第一步就是注入大量的短期流動性，穩住市場預期，避免出現恐慌導致的信用緊縮和流動性緊縮。當疫情結束、經濟恢復時，財政政策發揮主力作用，貨幣配合財政發力，如政治局會議所說，「保證流動性合理充裕，引導貸款利率的下行」。

到了這個階段，貨幣政策就成了結構性政策，而不是總量性政策。主要靠定向降準和價格型工具，疏通貨幣到信用的傳導機制，引導貸款市場利率下行。公開市場和存款基準利率降息是主要的手段之一，但也還有其他工具，比如壓縮結構性存款的規模、推動存量貸款定價機制轉換與LPR（貸款基礎利率）掛鈎等。所以降息在方向上、概率上是肯定的，但在時間上有兩個關鍵的因素需要考慮。

對外，央行要觀望海外疫情。只要國內保持復工復產和經濟恢復，美聯儲大規模的「降息＋QE」釋放出的流動性，在中美利差的吸引下流入到中國，這會產生信用擴張的作用，貨幣政策也不需要太過主動地放鬆。

對內，央行在與市場預期博弈。現在短端利率非常低，市場利率跟政策利率持續倒掛，對央行來說，在利率水平如此低的情況下，要盡可能把利率波動性提高。所以往往當市場覺得要降息，降息沒有出現，當市場覺得降息無望了，降息概率反而上升。市場的預期可能會影響央行的決策，類似於「薛定諤的貓」。

A股至暗時刻已過

斌眼觀市
朱斌
西南證券首席策略分析師

疫情下的停工停產帶動了人們對經濟的擔憂。在3–4月份的業績真空期，這種擔憂情緒也很難得到驗證和化解。但筆者認為，過度憂慮是不必要的。當前市場已經進入持續磨底階段，A股的走勢充分反映了源自情緒面和基本面的衝擊。在復工潮的拉動下，1–2月的至暗時刻已經過去。

但立足當下，一個值得探究的問題是，至暗時刻經濟究竟受到多大衝擊，各行各業又表現如何。結合統計局和工信部公開數據，我們可以得到以下幾個認知：

總體上看，疫情對經濟衝擊十分嚴重。工業企業營收和利潤都出現了顯著下滑，周轉明顯放緩。1–2月份，全國規模以上工業企業實現營業收入11.6萬億元（人民幣，下同），同比降17.7%；實現利潤總額4107億元，同比降38.3%；產成品存貨周轉天數為26.1天，同比增加6.4天；應收帳款平均回收期為71.3天，同比增加19.1天。

從企業屬性上比較，私營企業和外資企業所受衝擊更大，國有企業情況相對較好。1–2月份，規上工業企業裏國有控股企業、股份制企業、外商及港澳台商投資企業和私營企業的營業收入分別降低了11.5%、16.9%、21.7%和20.5%，利潤總額同比下滑32.9%、33.6%、53.6%和36.6%，可以明顯看出私營企業和外資企業受到了更大的衝擊。結合小型企業與大型企業PMI數據的持續分化，筆者推測，整體來看民營小型企業承壓更深，行業集中度或將進一步加大。

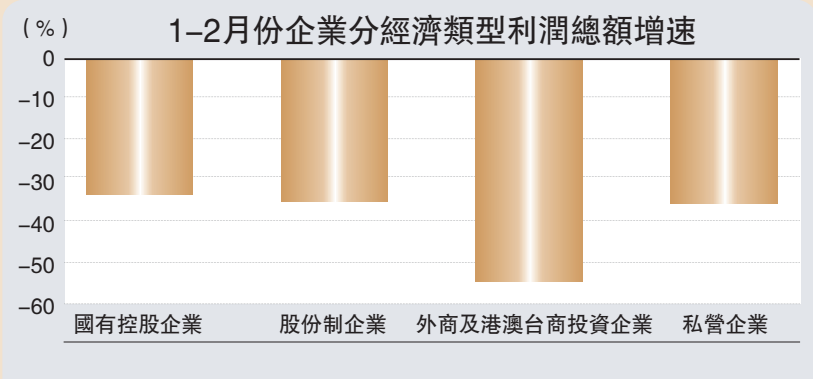
從分行業來看，製造業受衝擊極大：電子設備製造業（包括計算機、通信）、汽車製造業和電氣設備製造業利潤下滑皆在70%左右，而有些行業仍然保持正增長：煙草、有色冶煉、農副產品加工和石油開採行業利潤不降反增。1–2月份，41個工業大類行業中有4個利潤總額同比上升，37個同比下降。煙草製品業、有色金屬冶煉和壓延加工業、石油和天然氣開採業和農副食品加工業分別創下了31.5%、28.3%、23.7%和2.2%的利潤增速。而計算機、通信和其他電子設備製造業1–2月份利潤總額25億元，同比下降87%；汽車製造業利潤總額100.2億元，同比下降79.6%；電氣機械和器材製造業利潤總額88.8億元，同比下降68.2%。化學原料和化學製品製造業、通用設備製造業、紡織業、專用設備製造業等也都出現了利潤的明顯下滑，石油、煤炭及其他燃料加工業更是由同期盈利轉為虧損。

其中，汽車製造業的去庫存在持續進行中。在1–2月份，中國汽車的產銷量分別為204.8萬輛和223.8萬輛，同比下降45.8%和42%；乘用車產銷量分別為163.1萬輛和183.1萬輛，同比降48.1%和43.6%；新能源汽車產銷量分別為5.4萬輛和6萬輛，同比降63.8%和59.5%。三個口徑的銷量均高過產量，顯示需求較為旺盛。

在線業務逆勢上揚

此外，疫情期間在線娛樂和在線辦公等板塊相對受益，互聯網企業壓力不大。1–2月份，規模以上互聯網企業完成業務收入1311億元，同比增長4.5%；實現營業利潤95.1億元，同比下降19.7%。在線遊戲和音頻視頻的需求帶動互聯網企業創下了966億元的信息服務收入，同比增長4.5%；在線辦公、教育的需求帶動互聯網企業實現了232億元的平台服務收入，同比增長10.6%；兩者的流量大增又引發了對大數據的資源需求，帶動數據服務收入增長23.5%，達17.4億元。筆者預計疫情得到完全控制之前，信息、平台和數據服務都將繼續面臨旺盛需求。

總體而言，疫情對一季度經濟造成了較大衝擊。但在疫情逐步控制和復工逐步推進的拉動下，3月份的製造業PMI（採購經理人指數）已經回升到了52，重回榮枯分界線之上，1–2月的至暗時刻已經過去。在當前經濟逐漸復甦、疫情拐點將近的背景下，股市也將在持續磨底後逐步開啟向上態勢。



樓價無懼震盪自有因

樓市強心針
廖偉強
利嘉閣地產總裁

過去一段短時間，環球股市自高位急瀉三成，而本地樓價相對企硬，只有輕微的跌幅。筆者很多朋友都關心樓價的走勢，詢問筆者意見，從數據及買家入市意欲等因素分析，結論是「各行皆蕭條，唯獨地產旺」。

大家都認為經濟轉差，為何有買家主動入市？筆者的分析很簡單，現時有很多人有置業的剛性需求，例如結婚、生仔或想獨立離家居住等。同時，有實際需要的市民在任何市況下，只要計算清楚自己有能力應付，順理成章就會入市。全港有750萬人，只要每年其中1%有能力的人參與房地產市場，就足以消化市場的供應，而且那批參與者，大多數早前已累積一定程度的財富，手持足夠現金，所以不會擔心經濟短期的震盪。

年初時，樓市成交量開始回升，樓價亦自低位反彈，但也敵不過肺炎疫症。當香港首宗確診個案出現，整個社會即時停頓，部分業主擔心疫情發展而減價求售，樓價再度調整。今次的疫情，嚴重打擊各行業的生計，零售、飲食及旅遊業很多都被逼結業，剩下來的只能做一日和尚敲一日鐘，希望疫情盡快過去。現時香港防疫工作尚算可以，幸好未出現社區大爆發，市民大眾都期望疫症能夠在夏天來臨前慢慢減退。

眾多行業迎來洗牌

疫情持續，很多行業要面對洗牌重來的局面，但這樣未必是一件壞事。過去做生意有困難的原因有很多，例如：租金及人工高企，員工質素參差等，加上很多行業沒有做好員工培訓工作，也欠缺長遠發展計劃，當受到外來衝擊，好快會關門大吉。

地產代理行業也面對同一問題，旺市時為了抗衡競爭對手，以高價爭奪舖位，以及高薪挖角擴大規模，導致部分員工的質素未如理想，但藉着今次疫情，反而有機會讓公司作深入檢討，重整架構。筆者相信不同行業經過是次疫症的洗禮後，會變得更強，未來發展將會更美好。