

## 推動A股分紅 重視投資者利益



熱點把脈 皮海洲

財經評論家

10月20日，中國證監會表示，為引導上市公司進一步提高分紅水平、增加分紅頻次、規範分紅行為，擬對《上市公司監管指引第3號——上市公司現金分紅》（簡稱「《現金分紅指引》」）以及《上市公司章程指引》現金分紅相關條款進行修訂，並向社會公開徵求意見，意見反饋截止時間為2023年11月19日。

從監管的角度來看，中證監對《現金分紅指引》的修改考慮得還是比較全面的，既考慮到了要重點關注財務投資較多但分紅水平偏低的公司；也考慮到要對資產負債率較高但存在大比例現金分紅公司的重點關注。同時還鼓勵公司在條件允許下增加分紅頻次，並且為鼓勵上市公司分紅，還刪除了獨立董事發表意見的相關要求。

從上述修改來看，筆者個人以為，鼓勵公司在條件允許下增加分紅頻次，對於投資者尤其是個人投資者來說，並沒有太大的意義，並不會提高上市公司的投資價值。比如，某上市公司一年一次的現金分紅是每股派現金1元，在增加分紅頻次的情况下，改為分紅兩次，每次分配0.5元，最終並沒有多分配給投資者1分錢。因此，在現金分紅問題上，增加分紅頻次的意義不大，沒有必要做特別的強調。畢竟就目前的上市公司來說，也有上市公司是一年分紅兩次的。

實際上增加分紅頻次更多滿足的是大股東對資金的需要。現金分紅的最大受益者是大股東，增加分紅頻次，可以將上市公司的資金以紅利的方式提前流向大股東賬戶。而作為中小投資者其實並不能從分紅中得到多大的受益，因為經過除息處理之後，投資者從上市公司分紅中已經是「無所得」了，而且還要繳納紅利稅，中小投資者還會因此而出現損失。所以，增加分紅頻次並不是對中小投資者利益的保護，沒有必要強調要求上市公司要增加分紅頻次。

而從刪除獨立董事發表意見的相關要求來看，這個大可不必，還是保留相

關要求為宜。作為獨立董事，對上市公司經營管理的全過程都有發表獨立意見的權力，對於現金分紅事宜，同樣也是如此，獨立董事有發表意見的權力，所以這一條有必要予以保留。雖然政策鼓勵上市公司現金分紅，但在現金分紅事宜上，仍然要歡迎獨立董事發表不同意見。

### 「三個掛鉤」為新規重點

從中證監此次對現金分紅相關制度的修改完善來看，不難看出管理層對現金分紅事宜的重視。不過，以本人之見，真要重視現金分紅事宜，其着力點並不在現金分紅本身，而是要做好「三個掛鉤」。做到了「三掛鉤」，基本上就不會有上市公司不重視現金分紅了。

首先是將現金分紅與上市公司再融資掛鉤。規定上市公司再融資金額不得超過前次融資以來上市公司給予公眾投資者現金分紅金額的兩倍。而對於上市公司採取非公開發行方式的，也即定向增發方式再融資的，則對非公開發行股份延長鎖定期，即實施定向增發後，上市公司給予公眾投資者的現金分紅金額未達到定向增發募資金額50%額度的，則定向增發股份不得上市流通。

其次是將現金分紅與大股東及董監高的減持套現相掛鉤。在今年8月27日證監會發布的《進一步規範股份減持行為》（以下簡稱「減持新規」）規定，「最近三年未進行現金分紅、累計現金分紅金額低於最近三年平均淨利潤30%的，控股股東、實際控制人不得通過二級市場減持本公司股份」。但「減持新規」只是將現金分紅與控股股東、實際控制人的減持結合起來，還有必要將其他原始股東及董監高的減持也與現金分紅結合起來。而且掛鉤金額也不只是現金分紅金額不低於最近三年平均淨利潤的30%，而是上市公司給予公眾投資者的現金分紅金額不低於上市公司的融資金額。

其三是將現金分紅與上市公司的股權激勵掛鉤。規定上市公司實施股權激勵的，上市公司最近三年現金分紅金額不低於最近三年平均淨利潤的30%，避免上市公司重視董監高利益而輕視公眾投資者利益。



做到了「三掛鉤」，基本上就不會有上市公司不重視現金分紅。

## 市場要打破「美國不敗」迷思



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

香港仍有不少人迷信美國力量，無論發生什麼事都認為是對美國有利，強調是美國「割韭菜」的無邊法。油價升對美國出售石油有利，油價跌又對美國經濟有利；高息令美元更強令資金流入，低息又令美國實業有利；高或低通脹又均對美國有利。

美國金融力量的確強勢，但已今非昔比，但過分迷信是一種誤區。香港第一次面對西方「割韭菜」是在1973年，當時港股跌了九成有多，相對今天小巫見大巫。沒有人去想，我們做對了什麼，所以令「割韭菜」影響力大減。

市場從來也是危中總有機。任何情況下，也有得益者。但不需要認為所有的事，都對美國有利而對其他人不利。

我們如果弄清楚市場結構，看看數據就會發覺甚麼板塊在當下是市場上的受害者。答案是對「資金多於借貸的人有利」，對「借貸多於資金的人不利」。香港有資產者其實以「現金多於負債」的人為主。香港定期存款有8.89萬億元，貸存比率只是67%，全港住宅按揭量約1.96萬億元。即是說普羅大眾都是贏家。

住宅業主板塊享受豐厚定期息口回

報。當然豐厚息口是要配低通脹（最新香港通脹減至2%）才出現。所以這個回合「叫救命」的並不是普通人，是少數借貸過多的「有錢人」。

### 港金融中心地位前景俏

也十分奇怪，縱使美國長期唱衰香港，但國外、國內的朋友仍然十分看好香港這金融中心的地位。

譬如內地申請「專才計劃」來港的人不少，又如筆者公司成交的內地客，以及在九龍站居所見到的新鄰居，以及在街遇上問路的遊客，他們的看法並不如網上和傳媒般報道的那麼悲情。

感到悲哀的人，不少也是金融證券界的朋友，他們不理解為何金融局面會如此變化？筆者認為香港特區政府要做多一些理順和講解的工夫。若金融系統處理得不好，不但牽涉到資金外逃，更可能把經濟泡沫爆破的苦果留給平民百姓去承擔。而事實上，不少財閥懂得耍弄難度極高的財技槓桿原理，身家一夜暴漲三級跳，可憐的是一眾自以為聰明絕頂的小投資者。

中國正在打造第四波甚至第五波的財富浪潮，是會有一些結構性整頓，筆者認為市場價格仍會在合理範圍中波動，人們仍可追求財富，只是我們應追求去極端化的暴利和利益分配得更加合理而已。

作為小市民的筆者深信：明天會更好！



對美債利率的影響已弱化。今年以來美國通脹預期變化並不大，即通脹

今年7月份以來，美債利率再度大幅攀升，美國10年期、30年期國債利率最高都攀升至5厘以上。美債利率大幅攀升的驅動因素是什麼？5厘附近的美債名義利率是否偏高了？美債是否會長期維持高利率？往前看，美債利率走勢如何？本文就這些問題做一些探討。

# 美財赤攀升 推高美債息



經濟把脈 梁中華

海通證券 首席宏觀分析師

如果將美債名義利率拆分為實際利率和通脹預期，其實今年以來美國通脹預期變化並不大，即通脹對美債利率的影響已弱化了。今年以來（截至10月20日，下同），美國10年期國債利率抬升了105個基點，其中通脹預期只抬升了17個基點，而其中16個基點都是在巴以問題出現以後抬升起來的，10月份前美國10年期通脹預期都穩定在2.3%附近。儘管這一水平相比疫情之前要高一些（2019年12月平均值為1.7%），但至少說明，其實市場預期相信美聯儲長期能夠將通脹穩定住。

從實際的通脹來看，截至9月份，美國核心CPI同比為4.1%，連續三個月環比折年率增速為3.1%，核心CPI仍然在下行通道。短期油價儘管面臨一定的不確定性，但對通脹預期的影響相對有限。

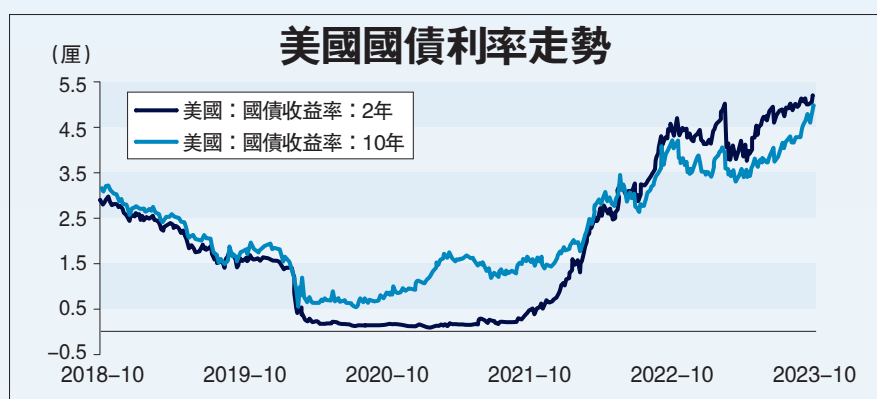
其實今年以來驅動美債名義利率上行最重要的變量，是美國實際利率（名義利率減去通脹預期）的大幅上行。當前10年期美債實際利率已經回升至2.5厘附近，而在疫情爆發前夕連0.2厘都不到（2019年12月31日為0.15厘），在2013年至2018年期間平均水平也只有0.42厘。如果不考慮08年期間美元流動性危機的極端情況，當前美債實際利率已經回到了08年金融危機之前的水平。

### 實際利率明顯偏高

那麼，當前2.5厘附近的美債實際利率是否太高了呢？融資成本是高還是低，可以和自然利率做對比，自然利率可以理解為經濟和通脹達到穩定狀態時的利率水平。

關於自然利率，不同的測算模型估計出來的結果是不相同的。當前美國紐約聯儲「LW模型」測算的美國自然利率水平在1.14厘附近，「HLW模型」測算的美國自然利率水平在0.57厘附近，都比疫情之前的水平是要低一些的。當然他們模型測算的美國潛在增速水平也比疫情之前要低，也就是說，經過疫情之後美國的經濟增長趨勢放緩了，能夠承受的利率水平也更低了。如果按照紐約聯儲的測算，那當前2.5厘附近的實際利率水平已經明顯高於自然利率水平，對經濟已經在發揮明顯的緊縮效果了。從這個角度來說，美聯儲再加息的必要性也不大了。

可是，里士滿聯儲指數的模型測算出美國自然利率水平要高很多，當前大概在2.28厘附近。在疫情之前的兩年時間裏，該模型算出來的美國自然利率水平只有1.5厘附近。也就是說，經過疫情之後，美國經濟能夠承受的自然利率水平大幅提高了。儘管疫情之後，美國至今的經濟增速都沒有比疫情之前高，但影響自然利率水平的因素比較多，不僅僅是經濟增長，還有入口結構、財政赤字、貿易赤字等等，所以美國的自然利率確實是可能提高的。不過即使與里士滿聯儲測算的2厘以上的自然利率相比，



資料來源：Wind，海通證券研究所

當前2.5厘附近的美債實際利率水平也是太高了，也是達到了緊縮的目的。

當然，自然利率和潛在增速的概念類似，都是通過模型測算出來的，測算結果很大程度上依賴於模型參數的設定，如果參數稍有調整，可能測算的結果也會明顯不同。所以用自然利率去衡量美債利率的高低，也只能作為參考。

我們還可以將美債的實際利率和美國的實際經濟增長速度去比較。截至今年二季度，美國實際GDP同比增速為2.38%，季調環比折年增速為2.1%；但美國三季度GDP增速可能已經明顯抬升，根據彭博調查預期環比折年增速在4.3%，亞特蘭大聯儲GDPNow模型的預測結果甚至達到了5.4%，不過這畢竟是單季度的環比折年增速，筆者認為大概率難以持續。在2013年至2018年之間，美國實際經濟增速比10年期實際利率平均高2個百分點附近，如果按照過去四個季度美國GDP環比折年增速的平均值2.4%估算，當前的2.5厘附近的實際利率或也達到了限制性的水平。

綜合來看，從自然利率和美國經濟增速的角度看，美債當前的利率水平可能是偏高一些。

### 寬財政推高赤字率

不管是美債的名義利率，還是實際利率，其實都是市場交易出來的結果，所以也會受到短期交易因素的影響，尤其是美債的短期供求關係。

今年美國的宏觀環境可以總結為寬財政、緊貨幣。去年一季度時，美國財政赤字率最低降至2.5%，而今年一季度已經回升至7.2%，二季度回升至7.7%，反映了財政在積極的支持經濟。

在經濟穩定復甦的情況下美國赤字率還在擴大，這種情況從歷史上來看，是比較少見的。過去美國財政政策具有典型的「逆周期」調節作用，而本輪美國失業率在低位、經濟和通脹在高位的情況下，美國的財政政策還在大幅擴張，甚至體現出了「順周期」的調節作用。

在經濟較好的情況下，美國財政赤字的明顯走闊，和一些短期因素的擾動是有關係的。從收入端來看，最明顯的是給居民「變相」減稅。今年以來，美國居民收入和經濟仍在穩定增長，但美國財政的個稅收入卻大幅下滑，這麼大幅度的下滑上次出現是在08年金融危機後，但當時是經濟下滑的環境。本輪居民個稅下滑，主要和美國的個稅徵稅機制有關，美國的個稅徵繳會根據通脹水平進行調節，去年美國通脹水平較高，所以今年個稅的收稅門檻都被大幅提高，相當於

給居民部門進行了大幅減稅。此外，由於本輪美國利率上行速度較快、幅度較大，美聯儲給美國財政的分紅收益也大幅減少，也對財政收入有拖累。

從支出端來看，除了財政付息壓力在大幅攀升外，美國政府在經濟、產業中的力量在增強。2021年11月美國通過了「基建法案」，2022年又通過了「芯片法案」、「通脹削減法案」，政府在經濟中發揮的作用在明顯增大，從2022年二季度開始，美國政府的投資支出就開始明顯抬升。

在赤字攀升、美債供給增加的同時，美聯儲的貨幣政策卻迫於通脹壓力在收緊，加息和縮表同步推進，降低對於美債的需求。從6月份以來，市場需要消化的美債發行量就在大幅攀升，這種情況在三季度尤其明顯，過去三個月市場需要消化的美債淨增量平均每月都在3000億美元以上，可能對美債的名義利率和實際利率都產生了影響。

### 貨幣收緊空間有限

就貨幣政策而言，美聯儲大概率維持現狀一段時間。因為美國通脹水平仍然高於目標值，所以美聯儲短期內降息的可能性很小，而且會繼續縮表，維持緊縮的貨幣政策。同時，美國中長期限的實際利率已經抬升至2.5厘附近，用2年期名義利率減去核心通脹衡量的短期限實際利率也已經接近07年的水平，如果美國的中性利率並沒有大幅抬升的話，當前的利率水平或許已經達到「限制性」的水平，美聯儲再進一步收緊貨幣政策的必要性也不大。

那麼接下來影響美債短期走勢的關鍵是美國的財政政策。從支出端來看，隨著再融資的推進，美國財政付息壓力會繼續增大，美國基建、半導體等財政支出強度有望繼續維持，但考慮到最近美國國會的人員變動，短期內進一步大幅新增財政支出的概率相對較小。而從收入端來看，今年的通脹水平相比去年有降低，那麼個稅徵繳門檻的提高幅度或小於去年，所以個稅財政收入降幅有望收窄。根據美國國會預算辦公室的展望，預計下一財年美國聯邦債務增量或略有小幅降低。

所以整體來說，5厘附近的10年期美債利率，配置價值或許已經體現。短期內可以繼續關注美國的寬財政政策的延續性，因為美債仍可能受到寬財政的衝擊。但從長期配置的視角，當前利率或已在高位區間。畢竟長期來看，美國的GDP潛在增速和自然利率可能並未提高那麼多，美國政府的債務問題短期來看可以維持，但長期仍是個比較大的問題。