

派息並非越多越好



點市成金 譚浩俊
財經評論員、中南財經
政法大學兼職教授

今年前三季度A股市場多達243家公司現金分紅（所有統計數據只包含各個報告期分紅，不包含特別分紅），現金分紅公司數量及佔比均創出十年來同期新高；合計分紅近2300億元（人民幣，下同），分紅率接近33%，分紅額及分紅率均為近十年來同期次高。

上市公司現金分紅好不好？對投資者來說，當然好了。不僅好，而且多多益善。畢竟，這是最實在的利益。貴州茅台本輪狂漲之前，就是以這樣的方式給投資者回報的，購買了貴州茅台股票，且能夠長期持有，都獲得了豐厚回報。除貴州茅台外，像格力電器等高分紅企業，走的也是這樣的路，受到的關注也一樣的高。

A股市場上，除了貴州茅台、格力電器等高分紅、持續分紅企業之外，也有不少「鐵公雞」，即一毛不拔、一分紅不分的企業。有的是常年處於盈虧平衡點，或持續虧損，只能靠賣資產、地方政府補貼保殼，缺乏現金分紅的能力和條件；有的則效益很好、利潤很多，也是一毛不拔或很少現金分紅，或用轉贈送股票等方式，糊弄投資者；有的則压根沒有分紅的意圖。

近年來，隨着決策層對上市公司監管力度的加大，對上市公司現金分紅也提出了更高的要求。如在《上市公司監管指引第3號——上市公司現金分紅》中就明確，鼓勵公司在章程中制定明確的分紅政策，穩定投資者分紅預期，對不分紅、財務投資規模較大但分紅比例不高的公司，通過強化披露要求督促分紅；便利公司中期分紅實施程序，鼓勵公司增加現金分紅頻次等。

正因為管理層對現金分紅的要求提高，上市公司的分紅自覺性也有了比較大的增強，一些「鐵公雞」企業也開始嘗試分紅。對投資者來說，也算看到了回報、享受到投資收益。相信隨着監管力度的進一步加大，上市公司在分紅問題上，一定會更加堅定而果斷，分紅的

力度也將更大。

但需要注意的是，對上市公司來說，分紅是增強投資者對企業信心的重要手段，也是企業做好市值管理工作的重要內容，更是企業市場形象的重要體現。但也需要依據實際情況，實事求是地做好現金分紅工作，科學分紅、理性分紅、有序分紅，而不是要麼不分，要麼就亂分；要麼當「鐵公雞」，要麼做「敗家子」。上市公司現金分紅也是一門藝術活：做好了，給市場企業的形象加分，給投資者帶來合理回報；做不好，也會帶來負面影響，特別是企業經營會因為過度分紅而受到傷害。

平衡投資者利益與企業發展

也正因為如此，現金分紅指引中明確要求，對異常高比例分紅的企業，要加強引導合理分紅。也就是說，決策層看到了可能出現的問題。現金分紅絕不是越多越好、越頻繁越好，而應依據企業的發展實際，科學、理性、客觀、有序的分紅，既讓投資者獲益，也不讓企業發展受損。只有這樣，現金分紅才會成就上市公司和投資者的共贏，也是資本市場健康、可持續的重要推動力。

在此背景下，決策層在鼓勵上市公司分紅的同時，也要關注上市公司過度分紅的現象。特別是一些效益並不是很好，股價也不穩定的上市公司，必須對其分紅情況進行深度監管，堅決防止其過度分紅、非理性分紅、非正常分紅。

必須看到的一個問題是，在決策層加大對上市公司分紅等監管力度的情況下，一些上市公司的大股東、特別是實際控制人，為了最大限度地獲得分紅收益，或試圖轉移財富，就採取高額分紅的方式，把企業利益分光用光，導致企業發展後勁嚴重缺乏。對於上述公司，必須對其分紅行為予以監督。

在這裏，筆者也建議管理層，能否對上市公司的分紅收入做一些具體的規定，譬如分紅收入的一半，在套現時必須拿出來反哺企業，投資於上市公司。否則，就要對企業資金的去向實施監管，並要對企業今後再融資等予以約束。如此，就能進一步增強上市公司的後勁和發展潛力。



貴州茅台是A股市場中，高現金分紅和持續分紅的企業之一。



隨着通脹回落，美國實際利率水平自然上升，美聯儲有必要調降名義利率，防止實際利率過高。

回顧本輪美聯儲抗通脹歷程，一度「落後於曲線」，所以不得不在通脹過高時採取激進的緊縮政策。迄今為止，美聯儲緊縮不足與緊縮過度的風險趨於平衡，下一步將面臨高利率維持多久、何時減息的關鍵選擇。

美經濟走弱 明年料減息1厘



政經透視 鍾正生
平安證券
首席經濟學家

從「通脹暫時論」到「維護物價穩定」，美聯儲對通脹的態度演變成為本輪美國利率走勢的重要線索。新冠疫情衝擊後，美聯儲採取寬鬆政策以助力經濟復甦。由於預見經濟復甦過程中通脹可能階段「超調」，2020年8月美聯儲提出「平均通脹目標制」，為其在通脹高於2%時保持寬鬆的貨幣政策作鋪墊。2021年，美國PCE通脹率自3月份超過2%，此後一路上升至年末的6%左右。但美聯儲在11月之前堅稱「通脹是暫時的」，維持零利率與量化寬鬆操作；到了11月，美聯儲正式修改「通脹暫時論」，將通脹歸因於「與疫情和經濟重啟相關的供需失衡」，同時開始削減買債。2022年，俄烏衝突再為通脹添火，美聯儲在3月之後的聲明中增加了有關地緣風險和能源漲價的表述，同時開啟一輪激進的加息周期，曾連續10次加息、其中4次單次加息0.75厘，累計加息5.25厘。

如何理解美聯儲對通脹態度的「急轉彎」？

首先，美聯儲壓制通脹的步伐曾受就業目標的束縛。2021年，美國經濟復甦基礎並不牢固，失業率在大部分時間保持在5%以上。在「類滯脹」環境下，美聯儲希望平衡就業與通脹目標，通過「通脹暫時論」支撐其寬鬆政策取向；該年11月，當失業率回落至4.5%以下，美聯儲才更有轉向的底氣。

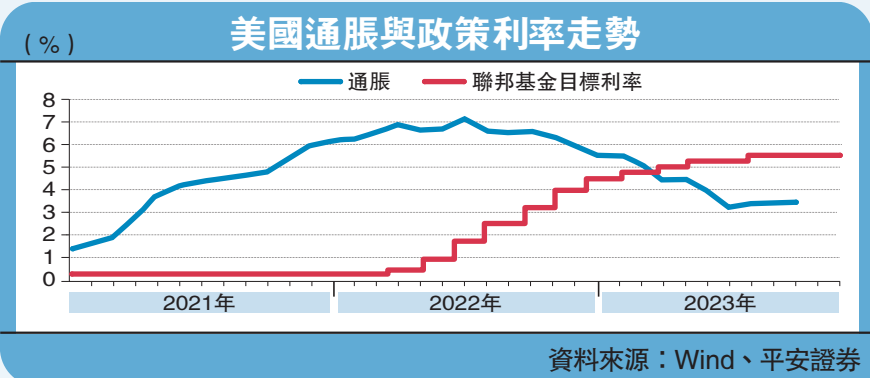
其次，「通脹暫時論」並非全然誤判，只是供給因素的改善比預期慢。2021年第二季度開始，美國通脹壓力主要來自供應鏈阻塞，美國ISM製造業PMI（採購經理指數）交付指數一度升至70以上，美國CPI（消費物價指數）二手車和卡車分項按年升幅高達20%至45%，拉動通脹率0.9至1.9個百分點。2022年初，地緣衝突又加劇了能源短缺與供應鏈壓力。

最後，不排除美聯儲主席換屆對貨幣決策的影響。2021年，美聯儲主席鮑威爾維持寬鬆立場，又或退出寬鬆政策可能招致民主黨政府不滿的顧慮，尤其考慮到其競爭對手布魯納德十分鴿派。2021年11月獲得提名之後，鮑威爾對通脹的態度恰好發生明顯轉變。

地區銀行風險上升

2023年，美聯儲的政策邏輯逐漸發生變化。年初首次議息會議以來，美聯儲放緩單次加息節奏至0.25厘，且在6月、9月和11月不加息。儘管美聯儲聲稱通脹仍然過高，貨幣政策仍然緊縮，且在必要時還可能採取進一步緊縮行動；但同時也認為「雙向風險」（緊縮過度和緊縮不足的風險）更加平衡，關注力從加息的速度逐漸轉移至加息的高度，以及維持高利率的時長。

美聯儲逐步放緩加息，出於多重考量：其一，美國通脹順利回落，



資料來源：Wind、平安證券

PCE通脹率從2023年1月的5.5%，回落至6月的3.2%；其二，3至4月，美國地區銀行暴露危機，迫使美聯儲更加關注緊縮行動帶來的金融風險；其三，9至10月，在美國預算懸而未決、財政部融資規模超市場預期等事件擾攘下，有關美債供給過度的擔憂上升，令到美債遭遇拋售、金融條件收緊。

展望2024年，美聯儲與市場均預計，美國政策利率將觸頂回落，但回落幅度仍有較大分歧。美聯儲在2023年9月的點陣圖顯示，多數官員預計2023年和2024年政策利率分別為5.6厘和5.1厘，暗示2024年或有小幅減息的空間。截至2023年11月末，芝加哥商品交易所利率期貨市場押注美聯儲首次減息或在2024年5月，且全年或累計減息1厘左右。

回顧1980年代以來美聯儲歷次減息選擇，可以大致歸結於兩類——「紓因式減息」與「預防式減息」。當美國實體經濟與金融市場遭遇重大挫折時，美聯儲緊急減息以促進經濟復甦、維護金融穩定，即「紓因式減息」。當美國經濟尚未衰退但走弱信號增多時，美聯儲可能選擇適當減息以防經濟過快降溫，即「預防式減息」。1989年、1995年和2019年的首次減息大致符合此類情形。

通脹回落推高實際利率

當前，主流機構對2024年美國經濟仍相對樂觀，美聯儲在2023年9月預測及IMF（國際貨幣基金組織）在10月的預測均認為，2024年美國實際GDP增長1.5%。如果美國經濟有幸避免陷入危機，保持相對平穩運行，美聯儲會否選擇「預防式減息」？筆者認為，存在這一可能。

首先，美聯儲的經濟預測可能過於樂觀。因其預測結果主要服務於「預期引導」，不排除適當高估經濟前景以配合當下緊縮的政策立場。歷史上，美聯儲在經濟拐點出現前，經濟預測往往不夠靈活，與真實結果大相逕庭。

其次，伴隨通脹回落，美國實際利率水平自然上升，美聯儲有空間也有必要去調降名義利率，防止實際利率過高。參考美聯儲預測，假設2024年美國PCE通脹率能夠逐步回落至2.5%左右，如果美聯儲不減息，扣除通脹後的實際利率水平或在2.8厘左右，高出CBO預測的美國潛在增長率1個百分點左右。

最後，美聯儲即使減息1厘至4厘水平左右，該利率仍然高於2.5厘的「longer run」政策利率。因此，即使美國通脹仍然高於2%的目標，美

聯儲亦可以聲稱，其並沒有放棄「限制性」政策立場；而考慮到通脹回落的前景更加確定，疊加可能出現的經濟和就業軟化的信號，適當減息是合適的。

綜合考慮，筆者認為2024年美聯儲可能會適當調降政策利率0.5至1厘水平。

展望中長期，美國政策利率中樞有可能明顯高於疫情前水平。先看「自然利率」。「自然利率」指的是在沒有貨幣摩擦的條件下，經濟實現理想資源配置時所要求的實際利率水平。截至2019年，模型估算的美國自然利率為1.5厘左右。新冠疫情後，模型估算的美國自然利率下降，截至2023年第二季度僅為1.14厘，尚未回歸2019年1.5厘左右水平，具備向上修復的空間。

中長期通脹料略高於2%

截至2023年第三季度，美聯儲經濟預測認為美國中長期名義利率和通脹水平分別為2.5厘和2%，隱含的實際利率水平僅為0.5厘，而2016至2019年美聯儲經濟預測隱含的中長期實際利率為1厘左右。綜合來看，美國自然利率或有0.5厘的上修空間。

再看通脹水平。在後疫情時代，美國中長期通脹可能略高於2%，突破2015至2019年1.5%的波動中樞。需求方面，本輪美國貨幣和財政刺激實質上踐行了現代貨幣理論的思想，通過激進的政策刺激彌補有效需求的不足，有望打破國際金融危機以來美國需求長期不足的瓶頸。供給方面，勞動力短缺、能源轉型、國際供應鏈退化等因素，可能持續較長時間，並削弱供給端的靈活性，增大通脹波動風險。

通脹預期方面，通脹的「自我實現」效應也不容忽視，2021年以來美國通脹已經「超調」3年之久，這可能重塑居民消費、企業生產以及政府支出的習慣與邏輯。2023年以來，美國10年TIPS國債隱含通脹預期波動中樞達到2.4%，明顯高於2015至2019年平均水平的1.8%。

當下，關於美聯儲是否應該適當上修2%通脹目標的討論不斷，美聯儲無疑會在這一問題上謹慎行事，在實操層面追求更靈活的物價目標，對略高於2%的通脹水平給與一定容忍，盡量避免緊縮過度引發不必要的經濟衰退。

簡言之，更高的自然利率和更高的中長期通脹，意味着美國名義政策利率的中樞需要上修。筆者認為，美聯儲「longer run」政策利率可能由2.5厘上修至3.5厘左右。

減辣成效漸現 新盤交投增加



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

香港走出新冠疫情近一年，今年初亦正式恢復與內地通關。回想全面通關初期，本港各行各業都充滿活力，市民亦相信經濟很快復常，樓市亦會迎來小陽春。但不少負面因素尚未消除，持續三年的疫情為各行業帶來了巨大的衝擊，加上高息環境亦令市民的投資和消費意願下降，樓市和股市這兩大經濟支柱表現都非常疲弱，導致經濟復甦步伐放緩。

另邊廂，近期港人一窩蜂湧到內地消費，甚至有言論指現時港人已成為內地零售市場的生力軍，人數更遠高於內地來港規模。不過，筆者查閱數據時發現，多年來港人北上人數一直過內地人南下人數，並不是疫後才出現的重大轉變，只是當下香港經濟環境未如理

想，讓市場產生了這樣的錯覺。加之疫情後，港人出現「報復性」外遊，無論是本港經濟抑或零售消費均需要更多時間來復元。

人才來港 帶動經濟

筆者亦觀察到，最近在核心遊客區銅鑼灣，已經開始出現人潮洶湧的景象，內地人對來港的興趣開始增加，加上已有數以萬計的引進人才來港，料本地消費動力將逐步增強，經濟復甦的步伐也會加快。

至於樓市的情況，其實也差不多。筆者相信早前施政報告公布的減辣措施，始終具有一定的效力，只是好像香港的經濟復甦一樣，需要時間來消化和適應。事實上，近期市場上的買家中，許多是在「先免後徵」政策下受惠的外來人才，反映減辣政策開始顯現效果，相信隨着新盤的成交量逐漸增加，將有助於提升市場信心，從而帶動成交量及樓價重拾升軌。



新盤成交持續好轉，將有助提升市場信心。