經濟觀察家

從金融去槓桿角度看待穆迪下調評級

◀非金融企業的還債資金來源，歸根到底只有一種：企業自有資金

國際評級機構穆迪上周將中國主權評級從Aa3下調至A1，展望由負面轉為穩定。綜合而言，穆迪下調評級的根據是中國經濟增速下行和政府債務（加或有債務）水平上升。但從外匯市場和國內資本市場的反應來看，該事件的衝擊並沒有預期的那麼大。在筆者看來，關於債務與增長的關係，在中國具體表現為如何平衡去槓桿和穩增長的關係。

東方證券首席經濟學家　邵　宇

鍍金時代

去槓桿與穩增長，大多數研究者和分析人士的看法是二者呈現一種對立的關係，至少在短期來說如此。理由是：去槓桿必然意味着緊縮，而且是財政與貨幣政策雙緊縮，從而導致經濟增速下行。

資金緊張將成常態

那麼首要問題是，緊縮是否一定能去槓桿？這是去槓桿必然導致經濟增速下行這個因果關係鏈條的第一個環節，也是頗有爭議的議題。從當前央行的政策選擇看，明顯是默許了貨幣緊縮可以去槓桿的邏輯。年初以來，央行已經在公開市場引導利率上行，此次穆迪下調主權信用評級，無疑是雪上加霜。去槓桿的窗口期截至2019年底，所以在此之前，流動性緊張狀況似乎將是常態。

那麼，我們的方向對了嗎？這就得回答一個更加根本性的問題：去槓桿的關鍵變量是什麼？筆者對此的答案是，企業利潤。目前境內外研究的一致意見是，中國槓桿最突出的環節是非金融企業。當然，金融部門槓桿化操作的模式助長了企業槓桿的提升，這一點也是不容置疑的，但是市場經濟下，利潤驅動的市場實體通過主動加槓桿進行競爭本也是理性的選擇。

傳統的金融市場是實體的「衍生品」，但現在的金融市場，已經不是傳統教科書中所描述的模樣了。所以將金融市場僅看作是實體經濟的映射可能會忽視重要信息，這也是當前主流經濟學框架爲什麼表現出解釋力不足狀況的原因。非金融企業的還債資金來源，歸根到底只有一種：企業自有資金。在權益融資受限的情況下，只能靠利潤，而還款負擔加重無疑會壓縮企業利潤。

企業的債，還需企業來還。任何不以提高企業長期現金流狀況的去槓桿措施都是耍流氓。年初以來的金融去槓桿已經導致銀行間流動性緊張狀況有所加強，這將會進一步提高企業的融資成本，無疑給本來已經面臨「融資難、融資貴」的企業部門火上澆油。

警惕融資成本上行

去槓桿最應該警惕的一件事就是融資成本上行，這將縮短去槓桿的時間窗口。筆者的邏輯基於存量與流量一致分析，我們可以將債務分爲存量性質的本金債務和由此產生的流量性質的利息負擔。

融資成本上升對兩種性質的債務負擔產生截然相反的影響：一方面，融資成本上升使企業發舉新債的動機減弱，有利於降低存量債務增速。但另一方面，它會增加債務人每年還款的利息負擔。而且，債務存量越高，利息負擔上升越顯著。

針對中國債務的結構性特徵，非金融企業和地方政府首當其衝。而在非金融企業當中，國有企業是正規金融機構債務的重災區，中央政府對地方政府和國有企業都存在硬性擔保和剛性兌付問題。因此，穆迪所說的政府或有負債上升，並非空穴來風。但政策當局似乎並沒有意識到邏輯悖論的存在，緊縮不一定能去槓桿，關鍵變量在於當下的槓桿水平和結構。

貨幣政策宜量價並舉

筆者的「存量—流量一致模型」模擬顯示，以2015年底的槓桿狀況爲基期，存貸款基準利率上升代表的貨幣緊縮並不能實現非金融企業去槓桿，而且同時還不利於平衡經濟增長。

經濟學人智庫的最新報告顯示，中國將有可能在2017年三季度提高基準利率，筆者覺得在這個關鍵時刻，政策當局至少應該研究邏輯悖論的存在性。但在貨幣傳導機制存在效率損失的情況下，量化操作（如降低準備金率）卻能夠對貨幣政策傳導的「短處」加以充分利用，能夠起到一定的效果。基於量的操作與價的操作的不對稱性與互補性，我們認爲量價並舉（降低利率、並用量的操作維持流動性鬆緊適度的狀況）的措施似乎更可行。

當前市場對於貨幣、銀行、金融市場及貨幣政策的誤解還比較大，對「貨幣超發」、「央行印鈔機」有強烈的厭惡情緒，同時還有許多投機者藉機煽動，就像借馬里蘭大學事件煽動民衆愛國熱情一樣。實際上，金融系統和央行的操作遠比人們想像的要複雜，很多理論已經滯後於現實操作。很多貨幣理論研究者，甚至包括政策當局都越來越看不懂金融。

不管怎樣，我們始終堅持一點：債務問題，是經濟運行的結果，債務結構不均勻也是經濟結構扭曲的反映。債務是伴隨着經濟繁榮和人們的樂觀預期不斷累積起來的，同時它又是經濟由繁榮向蕭條轉化的開關。樂天派和投機者總是預期繁榮階段比預想的要長，但忽略了當危機來臨時，我們的反應卻比預想的要遲鈍。

中國GDP歷年走勢

利差與匯率間的閘門

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁　魯政委

政委世界觀

六月份美聯儲再度加息似乎板上釘釘，而在此當口，人民幣匯率中間價定價機制再度調整，市場普遍預期：人民幣由此將對美元波動更爲平穩。而作爲確保這種機制安排有效的最重要「閘門」，其實就是2016年12月份前後內地不斷加強的外匯管理，將有效弱化美聯儲加息對內地資本外流和人民幣匯率的衝擊。

1、外匯管制、利差與貶值預期

筆者曾在五月九日發表文章《中美利差影響弱化》指出，在2016年11月後中國對跨境資本流動的監管加強，導致中美利差對人民幣匯率的影響弱化。與過去相比，2016年11月後，中美利差收窄相同幅度，帶來的人民幣貶值壓力下降近70%。人民幣即期匯率對利差的敏感程度出現了明顯的下降。

進一步地，我們可以考察中美利差與人民幣貶值預期之間的關係。如果以人民幣匯率升貼水，即1年期人民幣對美元NDF匯率與人民幣對美元即期匯率之差，來刻畫人民幣貶值預期，容易發現，中美國債利差與人民幣貶值預期之間有明顯的反向關係。中美利差越低時，人民幣的貶值預期越強。

然而，自2016年11月以來，中美利差與匯率升貼水之間的關係已經發生了變化。例如，2016年1月，中美利差爲74bp（bp即爲「基點」），而一年期人民幣對美元匯率升水0.32。形成鮮明對比的是，在2016年12月，中美利差爲66bp，低於2016年1月份水平，但同期的人民幣匯率升水僅爲0.23。在隨後的2017年1月，匯率升水進一步提高至0.27，但仍然低於2016年1月的水平。這說明，在同等利差水平下，人民幣的貶值預期減弱了。

我們可以借助線性擬合的方法繼續考察中美利差與人民幣貶值預期之間的關係。在2016年11月之前，中美利差每下降1bp，將引起1年期人民幣NDF匯率與即期匯率之差提高17pips（pips即爲「點值」）。在2016年11月之後，中美利差每下降1bp，1年期人民幣匯率與即期匯率之差僅提高3pips，較此前的17pips大幅下降了約82%。這說明，人民幣貶值預期對中美利差的敏感性降低了。

2、管制、利差與外匯佔款

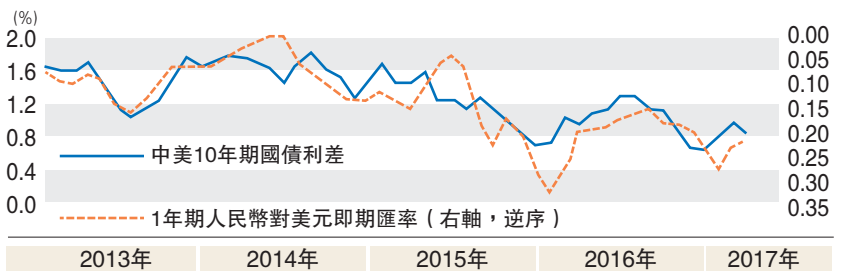
外匯佔款的變動也能夠一定程度上反映人民幣面臨的匯率壓力。因此，我們進一步考察中美利差與外匯佔款變動之間的關聯。

由於外匯佔款只公布月度數據，這裏我們不單獨將2016年11月後的樣本點進行分析，而是對比2013年至2016年10月和2013年至2017年3月兩個時間段的樣本。

數據顯示，中美10年期國債利差與央行外匯佔款環比變動間存在明顯的正向關聯。中美利差的縮小可能引起央行外匯佔款環比增速的下降。在2013年1月至2016年10月，中美國債利差每下降1bp，將引起央行外匯佔款環比增速下降約0.024%。而加入了2016年11月至2017年3月的樣本之後，中美國債利差每下降1bp，將引起央行外匯佔款環比增速降低約0.022%。這說明，外匯佔款對中美利差變動的敏感性有所下降。

綜上所述，資本管制猶如建立在利差與匯率之間的閘門，閘門的降下將削弱利差對匯率的影響。無論從匯率升貼水還是外匯佔款的變動來看，隨着2016年11月後中國對跨境資本流動監管的加強，中美利差與人民幣匯率之間的關聯出現了弱化。

中美利差與人民幣貶值預期



資料來源：WIND，興業研究

新辣招難遏樓價升勢

Q房網・香港董事總經理　陳坤興

樓語縱橫

過去六個月，政府已經三度出招調控樓市，先是去年11月，訂立將從價印花稅劃一調高至15%，後於今年4月收緊限制，連帶「一約多伙」的首置客亦需劃一繳付樓價15%的從價印花稅，以至上周由金管局出招，宣布推出逆周期調控樓市措施並即日起生效。

新推出的三招，分別是爲提高銀行信用風險資本要求，採「內評法」的銀行，新造按揭貸款風險權重下限從15%提高到25%。其次一個或以上現有按揭貸款的借款人及或擔保人的按揭成數上限下調一成。第三項把主要收入來自香港以外地區借款人的「供款與入息比率」上限下調10個百分點。

政府一再加辣，最終仍未收到應有的效果。從數字來看，去年底政府大幅調高從價印花稅後，整體一、二手成交均出現短暫回落，但據土地註冊處的登記統計，上月整體成交量已回復加辣前的水平，其間樓價亦愈升愈有。新近市場錄得的二手成交，更頻頻出現創新高的個案。據悉，沙田河畔花園一個中高層單位，實用面積242方呎，有上車客以443.68萬港元承接，呎價達1.83萬港元，創該屋苑及沙田市中心至河畔一帶的新高，甚至比個別大型新盤的平均呎價更高。

增加供應解決置業難題

樓價持續上升，置業難的情況未見解決，單靠加辣及收緊銀行按揭來調控樓市，最終只會是劃地爲牢，將樓市凍結在現有水平。筆者認爲要解決置業難的問題，應該從增加供應以至搞好經濟着手，凍結樓市只是治標，擴充樓市容量以至提高市民購買力才是眞正的治本之道。

早前筆者前往杭州參加朋友的婚禮，在全杭州市最高級的五星級酒店暢飲，鳥瞰全市繁華夜景，又到有「天下第一潮」之稱錢塘江畔觀潮，現時杭州的建築硬件確實相當美麗。不過比對於香港維港夜景，仍然是難以相比。

香港作爲國際金融中心，無論硬件、軟件都有優勢，只要我們繼續搞好經濟，百業興旺，再加上未來樓市供應增加，整體樓市容量得以擴大，置業難的問題亦可望迎刃而解。

◀要解決置業難的問題，應該從增加供應以至搞好經濟着手