經濟觀察家

M2增速或略有放緩 市場流動性續穩定

◀目前M2增速已大幅低於政府年初設定的預期水平百分之十二，但這並不意味着貨幣政策會因此而轉向大幅寬鬆

今年年初以來，廣義貨幣M2與人民幣貸款、社會融資規模存量的增長趨勢出現明顯的非同步現象，人民幣貸款與社會融資規模存量保持相對平穩增長，同比增速由今年一月底的12.6%和12.8%回升至七月底的13.2%，但M2增速明顯下行，由年初的11.3%下降至7月底的9.2%。

中銀國際研究部資深經濟學家　葉丙南

江南曉望

M2包括流通中現金M0、單位活期存款、單位定期存款、個人儲蓄存款和大部分非銀行金融機構存款。M2增長主要受銀行體系信用擴張和結售匯因素影響，銀行購買企業新發債券、發放貸款和結匯交易均會增加存款即M2規模。因而，M2與人民幣貸款的增長差異主要受三方面因素影響：

M2、社融與人幣貸款差異

首先，實體部門結售匯或者銀行體系外匯佔款情況。在外匯淨流入情況下，銀行從實體部門買入外匯資產會增加實體部門在銀行體系的人民幣存款，形成新增M2；在外匯淨流出狀態下，銀行對實體部門出售外匯資產會減少實體部門在銀行體系的人民幣存款，從而拉低M2增速，但銀行外匯買賣不會直接影響人民幣貸款和社會融資規模。

其次，銀行體系非貸款類信用擴張情況。除人民幣貸款外，銀行體系購買企業發行債券和其他信用資產擴張行爲也會產生新增存款，從而影響到M2的增速。銀行體系購買政府債券，會先形成在人民銀行的國庫財政存款，但隨着財政支出過程，最終會形成企業或個人在銀行體系的存款，從而會間接增加M2。

銀行對非銀行金融機構的貸款已計入人民幣貸款統計，非銀行金融機構在銀行的絕大部分存款也計入M2，但銀行對非銀行金融機構的債權形式比較多樣，除貸款外，還有回購、買入返售等，這些非貸款形式的同業信用擴張會增加非銀行金融機構在銀行的存款和M2，但不會影響到人民幣貸款統計。

再次，實體部門資產配置結構變化，由一般存款轉化爲可轉讓存款、表外理財等不計入M2的項目，這些存款轉化行爲不會影響到人民幣貸款統計，但會減少M2。

社會融資規模是對實體的總融資規模，這裏的實體不包括非銀行金融機構和政府部門，社會融資規模包括對實體的新增人民幣貸款和外幣貸款（在新增貸款中剔除對非銀行金融機構的貸款）、表外融資（新增委託貸款、信託貸款和未貼現銀行承兌匯票）和證券融資（標準化債券和股票融資）。

分類來看，社會融資規模中的新增人民幣貸款會直接形成人民幣存款從而增加M2；證券融資中只有銀行體系購買新發債券才會增加M2，非銀行機構或者個人購買新發證券並不會影響到M2，但會影響到社會融資規模中的證券融資；表外融資對M2有無影響比較複雜，理論上來說，表外融資並不在銀行資產負債表上反映，應該不會直接影響到新增存款和M2，但是現實中表外融資的資金來源部分可能來自銀行的隱性信用創造，從而可能間接影響到M2增速。

2015年以來，M2增速持續低於人民幣貸款增長，一方面由於外匯淨流出形勢下銀行外匯佔款延續負增長，自2015年6月底至今年七月底，央行外匯佔款累計減少超過六萬億元人民幣；另一方面與利率市場化背景下類直接融資、表外理財產品等非存款業務快速膨脹有關，人民幣貸款和其他信用資產擴張所派生的存款，很快轉化爲不計入M2的非存款類項目。

貨幣政策短期難以寬鬆

今年年初以來，M2與人民幣貸款、社會融資規模存量的增速差異擴大，很大程度上反映了金融去槓桿背景下銀行同業業務、債券融資和地方政府債務置換規模的大幅收縮。

人民幣貸款受基礎設施和家庭部門支持，保持平穩較快增長，加上表外融資中的信託貸款超出預期，社會融資規模表現也相對平穩。但受同業負債收縮和債券融資下降影響，M2增速大幅下行；同時，由於債券利率上升和財政部收緊地方政府債務監管，地方政府債務置換進程顯著放緩，而債務置換在統計上會直接增加政府債券發行，降低貸款數字，階段性增加M2（政府發行債券後將募集資金撥付給融資平台企業用於償還銀行貸款或其他形式融資，在某些時點上會增加融資平台企業在銀行的存款）。

據統計，金融機構對住戶貸款和對非金融企業及機關團體貸款保持平穩增長，同比增速分別由今年一月底的23.5%和7.7%略上升至7月底的23.9%和8.5%，但存款性公司對其他金融機構債權增速由今年1月底的31.4%下降至七月底的14.4%，非銀行金融機構在存款性公司的存款增速也大幅下降，存款性公司對政府債權增速由56.6%下降至32.6%，對非金融機構債權增速由6.8%略放緩至5.8%，對其他居民部門（主要是家庭部門）債權增速由23.3%進一步上升至23.8%。

目前M2增速已大幅低於政府年初設定的預期水平12%，但這並不意味着貨幣政策會因此而轉向大幅寬鬆。早在今年「兩會」期間，中國央行行長周小川即指出，「這（M2增長12%左右）是一個預期數字，並不是任務指標」，「與此同時，在執行過程中還要根據經濟的反饋數據、經濟的實際情況進行適度微調」。

央行在近期的貨幣政策執行報告中再次強調，「當前M2增速比過去低一些，需要全面客觀認識，一方面與住房等貨幣化進程基本完成有關，另一方面是近期加強金融監管、縮短資金鏈條、減少多層嵌套的合理反映，預計隨着去槓桿的深化和金融進一步回歸爲實體經濟服務，比過去低一些的M2增速可能成爲新的常態。而隨着市場深化和金融創新，影響貨幣供給的因素更加複雜，M2的可測性、可控性以及與經濟的相關性亦在下降，對其變化可不必過度關注。」

總體來看，在未來一段時期內，M2增速可能進一步略有放緩，而人民幣貸款和社會融資規模有望保持相對平穩增長，貨幣政策整體將保持相對穩健中性。央行將在穩妥去槓桿和保持經濟金融穩定之間尋求平衡，政策面不會明顯放鬆，但也很難進一步收緊，市場流動性將保持相對平穩。

（本文僅代表作者個人觀點）

匯改兩周年 人幣大逆轉

海通證券首席經濟學家　姜　超

超限觀點

兩年前的八月份，央行啓動新一輪匯率制度改革，人民幣對美元匯率在短時間內暴跌3%。而時隔兩年後的八月份，人民幣對美元又出現了大幅升值，可謂驚天大逆轉。在這兩年間人民幣到底經歷了什麼？背後的驅動因素有哪些？近期人民幣升值的動力來自哪裏？未來匯率又會怎麼走？正值「811匯改」兩周年之際，我們不妨再來回顧下這段「驚心動魄」的經歷。

人民幣經歷了什麼？2015年「811匯改」以來，人民幣對美元匯率累計貶值了近6.9%。具體來說，貶值可以劃分爲四波：第一波開始於2015年「811」匯改政策宣布之時，貶值壓力短時間內集中釋放，市場恐慌心理嚴重；第二波是在2015年10月下旬，美聯儲首次加息的概率上升，疊加國內央行再度啓動了降準降息的寬鬆貨幣政策；第三波是2016年5至7月份，英國脫歐風險不斷發酵，美元指數再度走高；第四波是2016年10月份至年底，主要受到美國經濟好轉、特朗普上台提振市場預期、美聯儲加息的共同影響。

回顧歷史，從2014年下半年開始的一年內，主要發達和新興貨幣都對美元大幅貶值，而在此期間人民幣對美元匯率卻巋然不動，所以人民幣近兩年其實就是在釋放前期積累的貶值壓力。從近兩年人民幣匯率和美元指數的走勢來看，儘管人民幣不用再緊緊盯住美元，但人民幣匯率的變動受到美元的影響依然非常大。

近期又緣何飆升？今年以來，人民幣對美元匯率從6.9以上的水平不斷升值到當前的不足6.7，尤其是近期的升值更加明顯。政經形勢扭轉，歐強美弱。經濟方面，今年以來美國復甦放緩，而歐元區經濟回升更爲穩固；政治方面，特朗普新政推行遠低於預期，荷蘭、法國等大選政治風險排除，又引發市場對於歐央行退出寬鬆的猜想。因而美元指數半年內從103迅速回落到93左右，大多數其他主要貨幣對美元也都有明顯漲幅，而人民幣漲幅遠低於同期除港幣外的其他貨幣，人民幣的近期飆升也存在補漲因素的驅動。

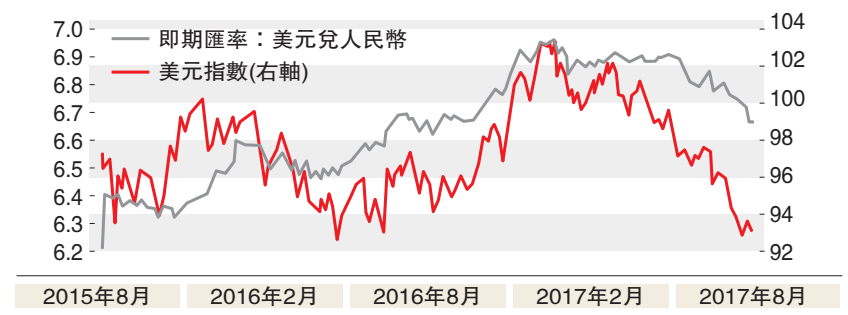
金融去槓桿 利率難下降

從內地看，上半年經濟短期穩定，金融去槓桿又導致利率抬升，從基本面上支持了匯率的止跌回升。同時伴隨着金融去槓桿的推進，金融市場利率抬升，中美長期國債利差也在走擴，助於匯率貶值壓力緩解。監管收緊，資金流出壓力減輕。央行、外管局、商務部等部門接連強調防範對外投資風險，並加強了境外投資眞實性的審核，年初至今中國非金融類企業的對外直接投資累計同比大幅縮減了50%。同時，央行在人民幣中間價報價模型中引入「逆周期因子」，防止對於匯率單邊預期的發散。

未來匯率如何走？從外部來看，當前美國經濟依然穩定，而且美國二季度經濟增速已經從1.2%回升到了2.6%。七月份美聯儲議息會議聲明指出，年內將很快啓動縮表，縮表對長期收益率的提升作用會更直接。這些都意味着美元指數在上半年「消化」了經濟增長放緩、特朗普預期差調整的負面衝擊後，下半年的下行空間將會有限。

從內地來看，三四線房地產銷售儘管對上半年經濟有支撐，但從全球人口流動趨勢、城鎮化的發展規律出發，這種短期的繁榮是不可持續的。七月份內地經濟數據顯示，工業增加值同比增速回落至6.4%，固定資產投資累計同比增速回落至8.3%，地產銷量同比增速大降至2%，社會消費零售增速降至10.4%。從融資的角度看，社會加政府融資增速年初以來也在大幅放緩。所以長期來說，內地經濟仍然存在下行壓力，人民幣匯率仍會有貶值壓力，匯率的眞正企穩還是要依靠內地經濟基本面的切實改善、資產泡沫的消化和貨幣政策的穩健中性。短期來說，金融去槓桿政策主導下，國內利率難以下降，對匯率會有一定支撐，短期匯率有望保持穩定。

人民幣兌美元匯率和美元指數走勢



資料來源：Wind,海通証券研究所

辣招激化 港樓打困籠

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁　陳永傑

樓市智庫

本港二手住宅樓市因受到政府多年來實施的辣招印花稅影響，造成成交量萎縮，在沒有選擇的情況之下，少量買盤經已將樓價愈推愈高。現在樓市陷於「打困籠」境地，行政長官林鄭月娥的新一屆特區政府不宜再在樓市加辣，否則後遺症更嚴重，問題更難拆解。

新政府對樓市視爲重中之重，筆者預計特首隨時出招遏止樓價升勢，但是否在施行多年的辣招上加辣，暫時無法估計。筆者希望政府不要再這樣做，因爲樓市自2010年推行辣招以來，市場不僅變得畸形，甚至因不斷加辣變了「打困籠」，以至打了死結，如果政經形勢變壞，就難以解結救市。

財政司司長陳茂波日前指出，政府已推行出多項管理需求措施後，但樓市繼續向上，原因在於樓價受到多方面影響，包括資金流入、利率和過往幾年都是供不應求等因素。政府一直緊密注視情況，不會放鬆。他拒絕評論會否加辣或減辣，避免外界推波助瀾。

本港樓市情況處於「打困籠」僵局，自2010年底以來政府經已實施許多次額外印花稅、買家印花稅、從價印花稅、限制「一約多伙」等辣招之外，亦收緊銀行按揭，將樓市不斷增加繩索捆綁，更可以說是打了不少死結。

用新思維研究拆局

心急入市置業的市民爲居住及投資感到焦慮，政府亦擔心樓市勁升到爆煲，難測會否危害到本港銀行體系安全。陳茂波拒絕評論政府會否加辣或減辣的做法正確，政府要將樓市炸彈拆除，卻是難度十分之高。因爲加辣歷史經已證明無效，減辣又怕樓市脫繮飆狂，只要處理得不好，樓市不是暴升就是暴跌。

維持現狀許多人又解決不了居住及投資困局，增加土地供應起樓又存在遠水不能救近火，政府着實左右做人難。

新政府上場，筆者認爲要摒棄以前不斷在樓市加辣的做法，必須研究新的解決方式，以免將來樓市發生什麼不測，政府現在經已難以救市，再加辣只會令自己更難拆彈。既然舊有招數起不到作用，就要用新思維研究拆局的新招，否則繼續陷於困局。

上善若水、柔能克剛，用來對待年輕人，或許是突破難關的契機。