

# 市場水緊風險驟升 流動性應適度放鬆



▲未來伴隨着美加息，中國金融市場與資本項目逐步開放，資金雙向流動的需求增加，外匯佔款不會單向大幅增加，央行維持高準備金率的必要性降低，反而需要通過降準、新型貨幣政策工具釋放流動性



## 建言獻策

當前貨幣政策工具操作組合的靈活性已顯著提高，面對去槓桿過程中的風險因素，流動性尺度的掌控也在相機而動。筆者預計，未來央行會通過降準、MLF（中期借貸便利）等進行微調，使貨幣政策由穩健從緊更趨穩健中性，以更好地把握去槓桿的節奏，實現穩增長與防風險的緊平衡。

瑞穗證券亞洲公司首席經濟學家 沈建華

近日，國務院常務會議部署了進一步緩解小微企業融資難融資貴問題的具體舉措，包括運用定向降準等貨幣政策工具、將單戶授信500萬元人民幣及以下的小微企業貸款納入MLF合格抵押品範圍。此前，中國央行也表態穩健中性的貨幣政策取得了較好成效、銀行體系流動性合理穩定。在當前金融市場波動加劇、貿易摩擦擴大、債市違約頻現的背景下，以上舉措有助於增強市場信心，穩定市場預期。

### 定向降準提上議程

上半年，在國內去槓桿及美國等發達經濟體貨幣政策轉向的背景下，央行採用了整體穩健中性偏緊的貨幣政策。展望下半年，由於去槓桿仍處於攻堅階段，貨幣政策將繼續服務於金融去槓桿的總體要求，但考慮到5月份經濟與金融指標下降超出預期、中美貿易戰風險加大、中小企業融資難度增加、金融市場波動加劇等因素，把握去槓桿節奏，穩定市場預期，防範短期政策用力過猛造成的經濟下行過快的風險也十分重要。

首先，當前中國經濟數據出現了一定回調，主要是去槓桿政策與加強財政約束政策主動為之的結果。受基建投資下行拖累，固定資產投資顯著放緩，而基建投資大幅放緩則與淡化GDP激勵機制，財政約束增大以及貨幣政策收緊有關。考慮到當前基建投資下行對經濟的負面影響，預計未來決策層可能會加快區域性重點戰略，如京津冀戰略、海南自貿區戰略的落地，帶動雄安、海南成為新一階段投資增長極，一定程度上對沖前期債務擴張省份加強債務約束導致的基建下滑。

其次，貿易戰風險為今年出口增加了較大不確定性。中美貿易戰在經歷了三輪談判之後，最終未能避免。6月15日，美國宣布將對從中國進口的約500億美元商品加徵25%的關稅，涉及1102種產品。其後，中國政府做出對等回應，決定對原產於美國的659項約500億美元進口商品加徵25%的關稅。6月18日，特朗普又指示美國貿易代表對價值2000億美元的中國商品加徵10%的額外關稅，並提出一旦中國反制再度加碼，美國將對另外2000億美元的商品加徵關稅。中國商務部則表態，如果美方失去理性、出台清單，中方將不得不採取數量型和質量型相結合的綜合措施。考慮到中國對美國有巨額貿易順差，貿易戰全面鋪開後受到的影響並不小，因此擴大內需，在外

部形勢急劇變化的過程中引導金融市場預期，擴大內需，防範貿易戰風險十分重要。

再次，實體企業融資壓力顯著增加。5月份數據顯示社會融資總量幾乎腰斬，表外融資渠道全面收緊，大量債券棄發，防範無序去槓桿顯得更加重要。從緩解實體企業尤其是中小微企業融資壓力的角度來看，降準覆蓋的範圍及實施的有效性似乎勝過MLF操作。畢竟目前MLF操作僅限於48家一級交易商，而通常為小微企業、三農企業貸款的中小銀行並不在其列。相比之下，降準覆蓋的機構數量則遠遠大於此，因而，可以更加有效地為小微企業投放流動性。此外，通過MLF釋放的流動性既有資金成本，也受到期限限制。考慮到當前MLF餘額接近5萬億元，最遠到期日在2019年4月左右，採取降準置換MLF以維持資金面穩定的操作空間較大。

綜合上述因素，預計短期來看，貨幣政策邊際力度不會進一步收緊，而會更加重視相機抉擇，通過降準、MLF進行微調，使貨幣政策從早前的穩健從緊更趨穩健中性，以繼續為服務於維持市場流動性平衡，防控金融風險、支持實體經濟等多重目標。

### MLF功能存在局限

從貨幣政策框架轉型的角度出發，進一步降準的可能性較大，原因在於：

一是利率市場化加快，準備金率過高推高金融機構資金成本。中國近年來一直致力於推動數量型工具向價格型工具轉變。而近期，中國利率市場化改革再度加快，包括國有大行在內的多家銀行上調大額存單利率。

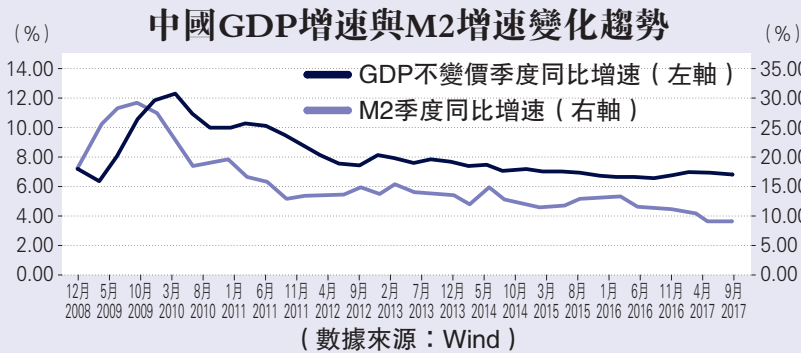
伴隨着利率市場化帶來的存貸差縮減，考慮到中國準備金率普遍高於歐美日等主要國家，造成了金融機構資金成本的增加與低效率，過高的數量限制為

價格工具的發揮帶來束縛，有進一步下調的空間。

二是早前準備金率維持高位。過去十多年，由於大多數情況下中國保持資金流入的態勢，基礎貨幣靠外匯佔款投放，央行通過提高準備金率，創設並發行央票回籠貨幣的形式。而過去兩年由於美元走強，資本大規模流出的壓力增加，外匯佔款減少。考慮到未來伴隨着美加息，中國金融市場與資本項目逐步開放，資金雙向流動的需求增加，外匯佔款不會單向大幅增加，央行維持高準備金率的必要性降低，反而需要通過降準、新型貨幣政策工具釋放流動性。

三是MLF作為創新工具，可以彌補金融機構的流動性，但仍具有局限性。一方面獲得MLF需要有抵押品與質押品，這與降準對於所有機構一視同仁不同，明顯對於大型金融機構相對容易獲得，對中小金融機構存在一定障礙。另一方面，MLF作為中國貨幣政策框架轉型的重要設計，承擔了中期利率指引的意義，與短期利率走廊的設計一併為從數量型到價格型轉向做了過渡。但考慮到中期指引終歸是過渡性工具，畢竟利率市場化的最終目標與國際通行標準是央行引導短期政策利率，市場根據風險溢價等自發形成利率曲線。從這一角度而言，MLF其實是有過渡性工具性質，未來伴隨着利率市場化進一步推進，MLF不會無限制使用，規模將受到控制。

結合上述判斷，定向降準以及用降準置換MLF均是未來可能的政策工具選擇。當然，去槓桿的攻堅戰不會改變，但相比於今年以來過緊的政策，為防範無序去槓桿，貨幣政策或迎來微調。即靈活應對經濟不同時期及去槓桿不同階段流動性的需求變化，更多地通過降準、MLF等政策組合進行流動性調節，以體現貨幣政策相機而動的新思路，實現穩增長與防風險的緊平衡。



## 事緩則圓——評小米推遲CDR

富途證券行政總裁 鄺必偉



### 必偉解盤

端午節後本是中國證監會召開發審會，審議小米CDR（中國存託憑證）上市事宜，但小米官方微博突然宣布消息，指公司經過反覆慎重研究，決定分步實施在香港和內地的上市計劃，即先在香港上市之後，再擇機通過發行CDR的方式在A股上市。為此，公司向中國證券監督管理委員會發起申請，推遲召開發審委會議審核公司的CDR發行申請。中證監也很快發聲明，尊重小米的決定。

作為香港同股不同權的第一股，以及原來CDR發行的第一股，小米為何在最後一分鐘突然推遲，筆者個人認為小米可能有難言苦衷，或者說，小米可能一直在努力不推遲，但沒有成功，所以不得不推遲。那到底是什麼原因讓小米和中證監如此尷尬呢？可能還是源於小米估值和中證監的態度上。

首先，筆者覺得自從中證監發布了2.5萬字的反饋意見，包含84個各類問題之後，反映出中證監也擔心小米以高估值在A股上市，且出現連續漲停再下跌，就會使得CDR的形象大打折扣。因此，從監管的角度來說，希望能把各類風險揭示清楚，也使小米能夠把諸多市場疑慮打消掉，但由於內地和香港資本市場在監管的方式上有所不同，而小米一開始就是以香港作為目標上市地來準備的，而CDR明顯是後面加入的，這就有可能使得小米的推薦人和律師來不及準備相關問題，

因這些問題的回覆是具有法律效力的，所以從推薦人和律師的角度，一定會覺得比較為難。

其次，筆者覺得最關鍵問題還是在於小米的估值，按照之前承諾，CDR的發行將不低於發行總規模的50%。如果按計劃集資規模100億美元計算的話，也就是說，CDR的總量應該在50億美元或以上，但這些籌碼，相對於目前市場對於CDR的需求來說，是非常小的。因此，極有可能會導致搶籌的現象，使得定價比較高。

### 物聯網才是勝負手

從目前招股書的數據來看，大家爭議的焦點集中在小米到底是一家硬件製造商，還是一家科技互聯網公司。如果是硬件製造商，那就是400億美元估值都算高的了，但如果是一家科技互聯網公司，800億美元也是可以接受的。市場的分歧就在於，如果從收入來看，互聯網服務收入只佔小米營收的9%不到，而手機銷售收入佔70%以上；但如果從利潤來看，互聯網服務收入佔70%以上。而筆者認為，小米的鐵人三項組合中，硬件銷售是根，而互聯網服務和新零售是花和葉，先要根強，才能花葉繁茂。因此，在目前時間點從哪個角度看都是有所偏頗的，關鍵就在於小米能否做成物聯網。

此時此刻，筆者覺得推遲CDR未必是壞事，中國人有句話「事緩則圓」，先讓小米在自由定價的香港走一段，等價格穩定了，整體的商業模式更清晰了，再回A股可能是對投資者和監管者一個比較穩妥的選擇。（筆者為證監會持牌人，並無持有上述股票）



▲小米推遲CDR未必是壞事，「事緩則圓」，先讓小米在自由定價的香港走一段，整體的商業模式更清晰了，再回A股可能是對投資者和監管者一個比較穩妥的選擇

## 樓市續升溫 豪宅受追捧

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



### 主樓布陣

上半年環球經濟風起雲湧，股市動盪，恒指由高位滑落，唯有本港樓市一枝獨秀，而且「愈燒愈旺」。據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，6月首14日整體物業（包括一手私樓、二手住宅、一手公營房屋、工商舖、純車位及其他等）註冊量合共錄4296宗，較上月同期3279宗大升約31%。按目前走勢，預料本月整體物業註冊量最終重上逾8000宗，屆時將繼4月份後再次超越此水平。

近月新盤群出，已成為樓市增長的主要動力。據資料顯示，在不包括一手公營房屋之下，本月首十四日一手私樓註冊量錄899宗，較上月同期的294宗大幅急升逾兩倍，並已率先超越5月全月的775宗。在一手交投急升下，本月首十四日二手住宅註冊量仍錄2315宗，按月亦升約8.2%。縱使受多個大型新盤推出搶去市場焦點，但估計全月二手註冊量最終仍可穩企於4500宗水平。

值得留意的是，上半年的豪宅走勢相當凌厲，後市料繼續向好，甚至有力跑贏大市。資料顯示，截至6月19日止，上半年逾2000萬以上住宅註冊量共錄1014宗，自1997年上半年後的二十一年以來首次超

越1000宗水平，不但比起去年上半年689宗高出約47.2%，更已直逼同期同類銀碼的一手私樓註冊量1017宗。

### 新界交易總數最高

此外，5月份逾千萬元一二手洋房買賣註冊個案（包括以土地形式轉讓的個案）錄81宗，按月急升約68.8%，兼創十四個月新高。隨著5月份逾千萬元洋房買賣註冊量創新高之際，帶動今年首五個月累積共錄269宗登記，比起去年同期251宗升約7.2%，並創近六年以來同期最高。上升原因除了個別新盤如維港、星岸、雲端及WHITESANDS等項目錄一手洋房登記帶動外，部分二手洋房表現突出，如錦綉花園於5月份錄15宗洋房登記；比華利山別墅亦有9宗；匡湖居錄5宗；加州豪園、天巒及康樂園均錄4宗，單以上述六個洋房二手個案已共達41宗，已達上月總數48宗的八成半之多。

不難發現上述項目以新界區物業為主，若以地區劃分，5月份的81宗逾千萬元洋房個案登記中，新界區佔68宗，即佔約84%；而餘下13宗屬市區，佔約16%。雖然新界區宗數明顯遠高於市區，但涉及金額情況卻完全相反。月內新界區洋房涉及金額約18.44億元，即平均每宗金額約2712萬元；反之，市區洋房涉及金額錄21.03億元，比起新界區更高，而平均每宗金額更高達約1.62億元，較新界更高近五倍。