

融資環境有所改善 短期降準概率下降



▲市場有分析意見認為，存款準備金率可能在六月下調



政委世界觀

無論從改善銀行體系流動性來看、還是從支持實體經濟的角度來看，準備金率都有繼續下調的空間。這種下調將更多的是貨幣投放方式的轉變，而非貨幣政策放鬆的信號。

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

2018年4月、7月、10月和2019年1月央行均下調了準備金率，每季度首月下調一次準備金率的節奏使部分投資者產生了4月降準的預期。然而，不僅降準遲遲未至，4月11日隔夜利率還跳升45個基點至2.72%的高位。降準之爭已經成為市場情緒的重要糾結點。

關注金融風險防範

筆者3月份關注到市場上關於降準的預期逐漸升溫，並指出4月份央行可能不會降準，而這將引起預期差和市場情緒的波動。為什麼筆者認為4月央行不會降準呢？

首先，3月份貨幣市場的波動一定程度上反映了貨幣當局對當前資金面的態度。受降準和節後資金向銀行體系回流的影响，1月至2月中旬銀行間流動性水位都處於較高的水平。資金面的寬鬆使市場加槓桿的熱情重燃，隔夜回購佔比一度逼近90%的水平。此外，2月份股票市場的快速上漲也使場外配资有所抬頭。因此，3月份稅期央行僅適度投放，未完全對沖繳稅影響，使得稅期流動性出現收緊。這意味着，央行在保持流動性合理充裕的同時也密切關注着防範化解金融風險。尤其在社融增速企穩後，防風險在政策天平上的重量或有所增加。

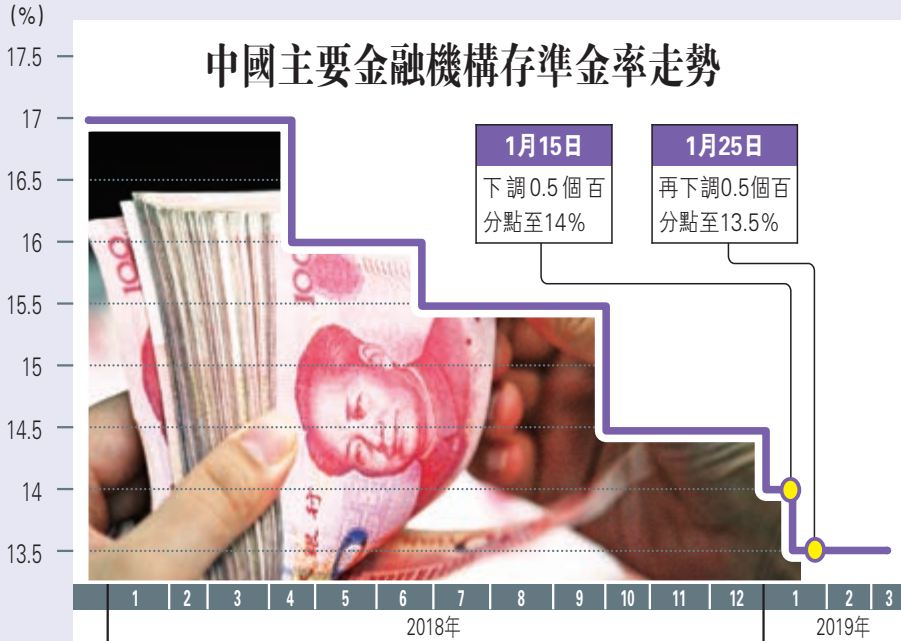
其次，雖然歷年4月份都是繳稅大月，但繳稅對流動性的衝擊往往表現為暫時性的。在繳稅截止日前後資金利率可能出現上升，但到下旬財政支出力度加大時，流動性又會再度轉鬆。然而，降準釋放的資金是長期資金，將對銀行間水位產生持續性的影响。如果4月中旬降準置換MLF（中期借貸便利），到4月下旬或5月初可能出現銀行間流動性水位偏高的情況。

再次，2019年初社會融資規模增速已經出現企穩的跡象，反映出實體經濟融資條件有所改善，降準的迫切性有所下降。考慮到2018年4月資管新規出台後表外融資顯著收縮，引起社融增速較快下滑，2019年4月後社融同比基數將走低，社融增速或將得到進一步的提振。根據2019年政府工作報告的精神，M2（廣義貨幣供應）與社融增速應當與名義GDP增速匹配。

而今年名義GDP增速面臨下行的壓力，這意味着社融增速的反彈幅度將面臨限制。為了穩定宏觀槓桿率，銀行間流動性也將維持在合理充裕的水平，不會過度放鬆。

貨幣投放方式轉變

不過，年內降準的空間仍然存在。需



要釐清的是，節奏、力度把控適度的降準，並非是貨幣政策放鬆的信號，而更多地是貨幣投放方式的轉變。2014年以前，外匯佔款是中國央行投放基礎貨幣的重要渠道。但是2014年以來外匯佔款有所下降，央行更多地開始通過逆回購、MLF、PSL（抵押補充貸款）等工具投放流動性。但與外匯佔款相比，逆回購、MLF和PSL等貨幣政策工具有三點重要的不同：合格投放對象有限、投放的流動性有一定的期限、金融機構需要支付一定的成本。

這也為貨幣政策傳導帶來了挑戰。第一，逆回購僅一級交易商可以參與，一些非一級交易商的中小銀行和非銀機構不能直接從央行獲得資金，而需要通過同業負債的方式間接獲取流動性分潤。這種現象一定程度上造成了流動性分層，使部分中小銀行需要付出更高的資金成本，也提高了中小銀行對同業負債的依賴程度。但無論一級交易商還是非一級交易商都能夠從準備金率下調中獲取流動性。因此降準有助於減輕流動性分層，提高銀行體系流動性的穩定性。

第二，隨著資金來源中短期化，商業銀行發放長期貸款時將面臨更高的期限錯配風險。因此，有必要通過降低準備金率釋放長期資金，激勵商業銀行更多地為實體經濟發放中長期貸款。值得注意的是，2018年以來商業銀行流動性監管更為嚴格。淨穩定資金比例、流動性匹配率等指標對商業銀行的資產負債期限匹配程度提出了更高的要求。

例如在淨穩定資金比例（NSFR）的計算過程中，中央銀行和金融機構提供的剩餘期限在6個月到1年的融資適用50%的

折算系數，而中央銀行和金融機構提供的剩餘期限在6個月以內的融資所適用的系數為0。因此，商業銀行從央行獲得的MLF和逆回購只能適用於較低的折算系數，對NSFR達標產生了一定的影響。當前流動性監管趨嚴的環境，進一步凸顯了貨幣投放方式轉變的必要性。

第三，為應對經濟下行的壓力，需要降低實體經濟的融資成本。通過降準釋放的資金不需要商業銀行支付額外的成本，有助於降低商業銀行的資金成本，進而帶動實體經濟融資成本下降。

6月降準窗口開啟

綜上可知，無論從改善銀行體系流動性來看、還是從支持實體經濟的角度來看，準備金率都有繼續下調的空間。這種下調將更多地是貨幣投放方式的轉變，而非貨幣政策放鬆的信號。在轉變貨幣投放方式的同時，也需要運用逆回購等短期流動性投放手段，將逆回購餘額維持在適當的水平，以平滑市場的短期波動，實現市場利率的合理穩定。

展望未來，筆者認為6月份存款準備金率可能下調。6月與7月MLF的到期量合計將達到約1.35萬億元（人民幣，下同），而目前降準0.5個百分點釋放的資金量在7000億元左右，2017年以來逆回購的餘額多數時間內也在1萬億元以下。因此，6月與7月的MLF到期規模之大可能需要通過降準來予以對沖。由於MLF到期回籠的流動性規模較小，且季末銀行體系流動性需求較大，即使6月準備金率下調，銀行間流動性也將繼續維持在合理充裕的水平。

牛市風險不可不察

富途證券持牌人 鄒必偉



必偉解盤

今年春節以來，在A股與美股的帶動下，全球股市都出現了非常明顯的上漲，特別是A股已經明顯出現了牛市的跡象。而美股也是持續回升，已經接近前期高點。在兩大大股市帶動下，香港股市也是持續上漲，恒指一度越過了3萬點關口。在全球股市氣氛這麼好的時候，我們是否應該也關注一些風險隱患呢？

筆者認為，首要關注的就是美國市場，美股作為持續了十多年的牛市，市場已經有點無感了。最近美聯儲釋放鴿派言論，從正面方向看，就是資金會持續寬鬆；從負面方向看，就是美聯儲也關注到了經濟數據放緩的跡象，特別是之前美國長短期國債利率倒掛，按過去的經驗來看，若該現象持續一個季度以上，那麼十二個月後出現經濟危機的概率就大增，所以投資者需關注美聯儲的進一步取向及美國國債利率倒掛。

其次，就是中美貿易談判的最終結果是否如市場預期那麼理想。最近無論是雙方的談判團隊還是美國總統特朗普都表示出了非常樂觀的態度，有說法是在一個月內就能簽署貿易協定，所以市場都是按照相對樂觀或者最樂觀的方向去判斷。

如果一旦結果出現逆轉或者最

終公布的貿易協定的結果並不如想像的那麼好，市場的失望情緒就會表現出來，這對目前股市情緒是不利的。

英國仍有硬脫歐可能

再次，英國硬脫歐的問題。最近英國下議院不斷否決各種脫歐協議方案，使得英國面臨硬脫歐的風險越來越大。

雖然英國下議院也通過了要求英國政府和歐盟商量延長英國脫歐的準備時間，而歐盟也大概率會同意，因為實際歐盟也別無選擇，但如果英國做得太過分，不能排除英國硬脫歐的可能性。而一旦英國真的硬脫歐，對英國經濟是災難性打擊，對歐洲和全球經濟的影響也是難以評估的。

最後，就是監管層對A股的支持是否持續，這對內地資本市場來說是最大的關注點，因為本輪大漲的核心其實就是中國證監會換主席後，採取了完全不同於前任的做法，加上政府一致表態支持股市，催生出此輪脫熊入牛的行。政策的持續性是大家觀察的重點，只要持續有寬鬆的政策出現，市場自然就會好，但如果政策的取向與市場預期不同，好不容易得來的牛市氣氛就容易逆轉。

總之，中國人那句老話，居安思危是永遠不會錯的。我們在市場都比較熾熱的時候，給自己一些隱患的提醒，還是非常有價值的。希望大家投資順利。

（筆者為證監會持牌人，本人並無持有上述股票）



▲市場持續有寬鬆政策出現，市場自然就會好，若果政策取向與市場預期不同，得來不易的牛市氣氛就容易逆轉

放鬆按揭限制 盤活二手交投

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

在外圍經濟趨於穩定及股市造成的財富效應下，樓市持續回勇，準買家及投資者紛紛加快入市步伐，刺激樓市再度「炙手可熱」。各發展商見機不可失，亦蜂擁推盤以食盡大市。短期而言，料將有逾3000伙新盤相繼登場，新一輪新盤大戰一觸即發。

樓市剛需強勁，樓價節節上升，細價樓及一些納米樓由於銀碼較細，往往是上車首選。在如斯熱燙的市況下，非但發展商開盤變得相對進取，而二手業主亦善價而沽，頻頻調高叫價。

在盤源緊絀下，連「無樓睇盤」亦屢屢被快速吸納。

樓市緣何缺盤嚴重？歸根究底，最主要的原因之一，是市場的「換樓鏈」幾乎被打斷。樓價高企令上車客只能選擇細單位。

此外，不少住在細單位的業主，即使「心郁郁」想換樓，但由於在換樓時有諸多掣肘，亦只好迫於無奈暫時住在原有單位，最終造成細單位需求不斷增加，但供應面卻只能單靠新盤苦苦支撐，二手細單位放盤寥寥可數，造成此板塊「有入無出」的現象。

結果是，二手市場換樓鏈幾乎

斷絕，上車客難以找到心儀的放盤，在僧多粥少下，小單位的二手成交價只能居高不下，市民只能一邊埋怨樓價高企，一邊鬥搶盤入市。現時有部分地區的上車盤，已開始「進擊」600萬的重要關口。這個關口的重要性非同小可。

上車選擇少之又少

根據現行按揭的規定，600萬以下的單位，可透過按揭保險計劃，承造八成按揭。換言之，首期是120萬元。這對一般市民而言，是不多亦不少的金額。正常而言，年輕人投身社會工作儲蓄一段日子，與伴侶結婚後，這應該是這些二人家庭可應付的金額。

然而，600萬以上單位，暫時只能承造六成按揭，首期便需大幅增加至240萬元，對一般市民而言，這是天淵之別，要儲到這筆首期殊非難事。年輕人要是沒有「父幹」，又可以如何上車？

政府推出各項辣招稅的原意，在於壓抑樓價，惟暫時來看是適得其反。

其實樓市政策理應因時制宜，鑒於現時部分上車盤的入場門檻已達600萬元的八成按揭重大關口，個人認為政府應趁此機會，適時輕度鬆綁影響上車及換樓用家的按揭措施，又或者略為調整一下壓測的假定加幅，有助小單位業主換樓，重新盤活換樓鏈及整體樓市供應面，令樓市重回更健康軌道發展。