

包商事件後續影響 貨幣呈現寬鬆局面



▲包商案例以來央行運用公開市場操作、MLF等方式釋放了大量流動性，貨幣政策呈現出邊際寬鬆的局面



建言獻策

上周DR001（銀行間質押式回購隔夜利率）一度創下歷史新低、銀行間流動性十分充裕，央行近期的表現也整體呈現出邊際寬鬆的跡象。而回顧二季度之初，由於經濟數據放緩、通脹上行壓力、資產泡沫擔憂等因素，央行一度釋放出貨幣政策不會進一步寬鬆的信號，政策轉向的原因何在？

京東數字科技副總裁、首席經濟學家 沈建光

在筆者看來，除外部環境變化、經濟再度承壓等原因之外，近期包商銀行接管導致的市場流動性分層，以及其背後折射出的中小銀行風險隱患可能導致信貸收縮（尤其是小微信貸），是短期內央行加大貨幣投放力度的主要原因。

中小行同存利率攀升

由於出現嚴重信用風險，包商銀行於5月24日被央行、銀保監會公告實施接管。市場認為，此次接管其實是打破同業剛兌的明確信號，過往機構間互信、寬鬆的常態將發生改變，由此引發的短期波動的確不容小覷。因而在接管伊始，央行為防範其對流動性帶來的衝擊，在5月底連續開展OMO（公開市場操作）進行對沖。

然而，後來市場的變化卻表明，打破同業剛兌顯然有更加深層次的含義。事件早期普惠式的資金投放似乎未能有效緩解中小銀行的流動性緊張，隨著擔憂情緒的傳導，流動性分層的情況開始出現，資金供給面臨結構性問題。例如，就同業存單發行而言，國有行、股份行等大行並未受到太大影響，主要是城商行、農商行等中小行存在發行成功率降低、發行成本抬升的困難，中小行的六個月同存發行利率在6月上中旬顯著攀升，與大行整體平穩的走勢出現了明顯分化；二級市場也有類似的表現，不同評級同存的到期收益率走勢明顯分化，中低評級（AA+、AA）持續上行，而高評級似乎並未受到明顯的衝擊。

更進一步，從同業市場流動性傳導的過程來看，過去整體上呈現出從「大行」到「中小行」再到「非銀金融機構」的特徵。當下流動性傳導至中小行尚且存在阻礙，同業拆借和回購交易本就越發謹慎，而6月初市場上出現了債券質押式回購爆雷事件，使各類回購押品的增信效果進一步下降，非銀機構從中小行和其他市場渠道進行融資存在實質困難。例如，相對於銀行間標準化回購交易，上交所的協議回購交易成本較高，標準化程度也較低，但筆者觀察到，上交所質押式協議回購利率（7天）在6月大幅上揚，或表明機構融資渠道收窄之後，選擇退而求其次。

貨幣當局顯然看到了上述情況，也積極採取了一系列應對措施：一方面，6月以來央行延續了5月底加大流動性投放力度的態勢，例如，6月17日至21日央行通過OMO逆回購操作累計淨投放流動性2850億（人民幣，下同）元；繼5月之後，6月當月MLF（中期借貸便利

）合計新增7400億元、到期6630億元，淨增770億元，連續兩月增量續作。

另一方面，充分運用定向工具、窗口指導等解決結構性問題，例如，6月14日央行增加3000億元再貼現和常備借貸便利額度，加強對中小銀行流動性支持；6月19日的2400億元MLF增量續作全部針對中小銀行；6月18日，央行與證監會召集六大行和業內部分頭部券商，鼓勵大行擴大向大型券商融資，支持大型券商擴大向中小非銀機構融資，維護同業市場的穩定。

關注縮表對小微企影響

應對流動性分層之外，筆者認為小微信貸方面也值得關注。小微信貸是當前逆周期調控應對經濟下行壓力、貨幣政策疏通傳導機制最為重要的一環；而當前以城商行、農商行為代表的中小型銀行，已佔據小微信貸的大半壁江山，且貢獻度仍在持續增加；數據顯示，2018年底中小行（城商+農商）對小微貸款的貢獻率達到52.4%，而2015年初這一數字僅為40%左右。

接管包商之後監管部門人士也曾表態，當前有些農商行、城商行面臨着嚴重的信用風險，處於技術性破產的邊緣，這類機構要穩妥有序地按照市場化原則清理退出市場。而這一過程也有可能造成小微信貸收縮。

這種擔憂不無道理。一方面，近年來中小行的擴張速度始終大於國有行和股份行等大型銀行，根據銀保監會數據，城商行的總負債擴張速度最快，在2015至2016年信用擴張時期甚至持續位於20%以上，農商行整體也高於股份行、國有行平均水平；而根據上清所數據，近年來農商行同存託管量高速擴張。

另一方面，近年來中小行的盈利和風控能力呈現出惡化的態勢，例如，以農商行為代表，官方統計數據顯示其整體淨息差在今年一季度顯著下滑，去年四季度降低32個基點，整體不良貸款比例近年來持續攀升，近期幾乎持續處於4%以上，顯著高出其他類型的銀行。

為了避免可能出現的不利局面，同時考慮到小微企業融資政策在當前經濟條件下的重要性，近期對於民營及小微企業融資的政策支持力度在不斷加大。例如，除上文已經提到的支持中小銀行流動性的定向操作之外，中國國務院總理李克強6月26日主持召開國務院常務會議，確定進一步降低小微企業融資實際利率的措施，決定開展深化民營和小微企業金融服務綜合改革試點。

貨幣延續結構性寬鬆

整體而言，包商案例以來央行運用公開市場操作、MLF等方式釋放了大量流動性，貨幣政策呈現出邊際寬鬆的局面；同時也較多運用了定向工具、窗口指導來解決中小銀行流動性、小微信貸投放等結構性問題、致力於疏通傳導機制，顯示當前貨幣政策整體靈活、工具箱較為豐富。

而從當前形勢來看，內外部環境對貨幣政策的掣肘趨於減弱。一是全年通脹大概率在3%以內，通脹總體溫和可控。二是全球多個發達經濟體的央行已考慮開啓新一輪的降息周期；例如6月美聯儲議息會議公布的點陣圖已釋放降息信號，根據芝商所FedWatch工具預測，下半年美聯儲降息的概率已達到100%，近期歐洲央行行長德拉吉也在公開發言中表態，一旦歐元區的經濟前景沒有得到改善，歐央行將採取額外的刺激政策。

當前中國內外部壓力較大、包商案例餘溫未消，結合央行二季度例會「創新和完善宏觀調控，適時適度實施逆周期調節」等相關表述，筆者預計，下半年貨幣政策將整體延續結構性寬鬆的態勢。

一方面，當前穩增長的重要性再度提升，貨幣當局仍將更多依靠定向工具、同時加大對創新工具的使用，以保持對中小銀行流動性以及對民營及小微企業融資難融資貴等問題的政策支持力度，達到逆周期調控、疏通傳導機制的目的。另一方面，不搞「大水漫灌」的防風險考量仍在，今年一季度中國非金融部門槓桿率為248.8%，較去年底上升5.1%，結構性去槓桿仍將繼續推進。

此外，包商銀行信用風險暴露背後其實是更深層次的股權結構與治理體系問題，由於傳統監管手段乏力，本次接管探索之後，未來經營不善機構被接管整頓、兼併重組甚至退出市場可能成為常態，而波動加大之下，商業銀行經營將更加審慎，中小銀行經營格局的改變，長期來看對於優化金融供給、服務實體經濟是個利好；而利率市場化改革對從「價」的方面增加民營和小微信貸供給十分關鍵，其持續推進將有助於降低小微企業綜合融資成本，今年以來央行多次釋放利率併軌信號，有加快推進之勢，6月26日國常會也提出盡快完善商業銀行貸款市場報價利率機制，更好發揮貸款市場報價利率在實際利率形成中的引導作用。

貿易摩擦成本仍需時間消化

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



實話世經

「病來如山倒，病去如抽絲。」在上周結束的G20峰會上，中美兩國領導人會晤後表示不再加徵新的關稅，且重啓經貿磋商，貿易摩擦短期內急劇惡化的風險得到了遏制。但由於前期的全球貿易博弈破壞多邊磋商機制、打斷全球同步復甦、透支宏觀政策空間，全球經濟依然需要相當漫長而痛苦的時間，逐步消化貿易摩擦正在兌現的成本。有鑒於此，筆者預測，2019年全球經濟將從復甦軌道滑向長期增長中樞之下。

G20峰會阻止貿易摩擦風險進一步升級。2018年3月以來，全球貿易局勢驟然緊張，全球貿易增速從2017年的5.3%降至3.8%。隨着政策風險重新上行，多邊貿易體系的重構正在成為全球經濟增長面臨的長期挑戰。美國貿易政策的不確定性無疑是本輪全球貿易摩擦演進的主導力量，自2018年下半年起，美國已經或威脅對鋁、鋼鐵、汽車及其零部件等進口商品增加關稅，還逐步對價值2500億的中國進口加徵25%關稅，這引發了貿易夥伴相應的報復或其他保護措施。

以上周G20峰會為新起點，全球貿易博弈的格局有望走入新階段。從方向來看，隨着2019年6月底G20峰會兩國元首會晤，中美經貿談判重新啓動，本輪貿易摩擦暫別短期急遽升級勢態，轉入長期博弈階段。從力度來看，2019年5月至今，美國公布的消費者支出、PMI（製造業採購經理指數）、非農就業、通脹預期等關鍵數據接連走弱，進一步驗證了筆者此前的判斷，即美國經濟將於2019年年中走入周期拐點。受此掣肘，美國經濟難以承擔貿易博弈的極端化升級，從而邊際減弱了單邊主義傾向。

但在多邊磋商機會普遍降低的背景下，大國貿易摩擦轉化為全面競爭的長期性、擴散性、複雜性正在自我強化。2018年10月，IMF（國際貨幣基金組織）在全球經濟展望中指出，如果關稅螺旋式上升，各經濟體趨於封閉，全球增長將面臨最高達0.4%的長期衝擊。特別是對於受鋁、鋼鐵和中美貿易摩擦衝擊更大的新興市場，工業產出的短期反彈或伴隨貿易摩擦的再度惡化而二次觸底，這無疑將冷卻2019年全球經濟增長的主引擎。

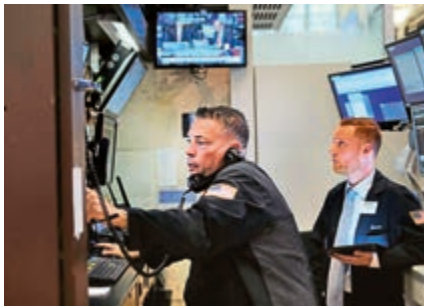
更加值得高度重視的是，作為全球經濟雙核的中美兩國，其短期摩擦點正在被一些標誌性事件所推動日漸清晰地變

為長期博弈線，且範圍除了經貿領域，還涉及金融、科技、治理等領域。儘管全面貿易戰的威脅在當前來看仍然可控，但對於大國齟齬演變為「修昔底德陷阱」的擔憂將帶來嚴峻的長期挑戰；其一，產業鏈系統性重構，降低全球經濟的配置效率和全要素生產率；其二，打擊投資信心和金融市場情緒，引發金融與實體的負面交互衝擊；其三，推升商品和服務成本，削減居民的淨福利。

寬鬆預期暗藏風險

此外，隨着此前貿易摩擦成本的加速兌現，全球經濟復甦轉弱，宏觀政策長期面臨空間透支風險。自美聯儲首次加息（2015年12月）以來，主要新興市場經濟體與發達經濟體的整體利率變動方向出現了先分化後收斂的情形。特別是2018年下半年，隨着美聯儲加速加息和三大央行資產負債表規模下行，資本流出和貶值壓力令新興市場的加權平均利率大幅抬升。但2019年以來，美聯儲明顯「轉鴿」，其政策指引從加息1至2次，到不加息和停縮表，再到可能降息，也帶來了市場預期的超調式反轉。

從當前全球貨幣政策整體走向來看：不論遠期合約還是收益率曲線都顯示出美國經濟的衰退風險，美聯儲的轉向也意味着其貨幣政策單向緊縮結束和重回相機抉擇；疲弱的經濟表現令歐、日的貨幣政策正常化進程進一步延後，歐洲央行行長的更替甚至將令其貨幣政策延續性成疑；隨着貨幣貶值的壓力消退，新興市場貨幣政策被動收緊的局面有所改善，也在全球金融條件寬鬆的背景下獲得了一絲喘息的空間。儘管貨幣政策的整體轉向部分對沖了貿易摩擦、地緣政治風險等帶來的全球經濟下行壓力，但利率的長期路徑走平也蘊含着未來政策空間被透支的風險。目前，美國和英國的10年期國債利率分別較2018年11月下降了約130和80個基點，而歐元區和日本長期國債利率更是回到了負區間。在常規甚至非常規貨幣政策空間被急劇壓縮的背景下，面對風險類型更多、烈度更高的宏觀環境，央行的手在衰退來臨前已被越捆越緊。



▲環球宏觀環境面對的風險類型多且烈度高

本月新盤市場戰火烈

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

6月份新盤市場有低位回升之勢，下半年一手交投明顯反彈，不少發展商亦紛紛加快推盤及銷售步伐。無論是全新盤密鑼緊鑼，蓄勢待發隨時搶開場，抑或是一些新盤貨尾，重整旗鼓再度出擊。樓市承接6月下旬一手戰幔再度揭開，本月一手大戰定必熱鬧非常。

新盤大戰漸趨白熱化屬預期之內，在這場大戰中，值得着眼的地方，是發展商的叫價取態。

筆者觀察近月一手市況，發現普遍發展商均以較貼市的定價開盤，先以求量為主，後視乎銷售反應再決定是否提價加推。然而，最近有新盤貨尾推售時大量增加優惠，藉此吸引客戶目光；反之亦有發展商推售新盤貨尾時略為提價加推應市，可見對後市甚具信心。

二手方面，近期新盤「入飛」時往往錄得巨額超購，又或者最近新居屋「大抽獎」錄得近40萬份申請，都是市場剛需強勁的明確證據。事實上，市場上仍有大批買家尋

覓筭盤，兩房或以下相對細價的屋苑，正是用家及上車客的共同目標。相信只要有業主稍作減價，定必迅即被吸納。本人認為，短期內除了新盤市場之外，細價屋苑有望是彈起得最快的板塊。

經紀人數連升兩月

另一邊廂，地產代理人數又再連升兩個月，官方數字現時錄得大約3.98萬人。人數回升，相信主要原因是農曆新年後市況轉好，吸引不少人想考牌入行。個人估計，下半年代理人數將進一步上升，本集團作為市場龍頭之一，當然亦會繼續「招兵買馬」，加入加鋪大肆擴軍，以回應熱絡的市況。

據土地註冊處資料顯示，6月份整體物業（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）註冊量錄6211宗，若以全港約3.98萬名代理計算，即平均逾六名代理爭一宗交易，競爭相當激烈，預料在下本年整個行業進一步擴軍，不排除爭單情況進一步加劇。

充滿競爭的環境，作為代理更應提升個人競爭力及服務水平，才不致被市場淘汰。