



經濟觀察家



松高鶴鳴

貨幣政策往往是走一步、看一步，對抑制短期內經濟的急劇下滑有較大作用，但對於經濟結構調整和技術進步的作用有限。通過貨幣政策進行逆周期調控也並非沒有代價，應盡可能避免過度使用。

上海市人民政府參事 盛松成



►中國正處於經濟轉型和結構調整的時期，貨幣政策除了考慮逆周期調節外，也要配合經濟高質量發展的要求

貨幣政策保持定力 穩增長兼顧促改革

目前國外央行貨幣政策普遍趨向寬鬆，而中國貨幣政策仍保持常態。9月24日，人民銀行易綱行長在新聞發布會上明確指出，綜合分析中國國內的形勢和國際背景，中國貨幣政策「應當保持定力，堅持穩健的取向」，堅決不搞「大水漫灌」。中國正處於經濟轉型和結構調整的時期，貨幣政策除了考慮逆周期調節外，也要配合經濟高質量發展的要求。

LPR報價下降不等於降息

LPR（貸款基礎利率）形成機制改革後，市場對8月20日的LPR報價頗為關注，因為這是改革後的第一次報價。從報價情況看，1年期LPR報4.25%，比同期限貸款基準利率低10個基點，較此前LPR報價下降6個基點；新增的5年期以上LPR報價為4.85%，比同期限貸款基準利率低5個基點。9月20日，1年期LPR報價進一步下降，報4.20%，而5年期LPR報價與上月持平。

有觀點認為，LPR改革的實質是降息，筆者不這麼認為。LPR報價主要是市場因素的作用，是通過改革的方式，疏通貨幣政策傳導，降低企業融資成本。LPR形成機制改革和傳統意義上的降息是兩回事。降息一般是指央行下調政策利率。美聯儲通過調整聯邦基金目標利率區間降息，中國以前通過調整存貸款基準利率加息或降息。在LPR形成機制改革後，中國未來如果降息，主要是調整MLF（中期借貸便利）為代表的政策利率。目前人行並沒有調整這些利率。

通過改革疏通貨幣政策傳導

LPR形成機制改革，實際上是通過利率市場化改革，疏通貨幣政策傳導，引導實際貸款利率下行。8月31日的國務院金融穩定發展委員會會議指出，要加大宏觀經濟政策的逆周期調節力度，下大力氣疏通貨幣政策傳導。會議還強調，要通過深化金融改革提供機制保障，提供動力支持，多用改革的辦法解決問題。

以前中國貸款定價是參考存貸款基準利率的，這些基準利率已經有多年未變，因而央行在公開市場的操作利率，比如OMO利率、MLF利率等，主要影響的是金融市場利率，但難以通暢地傳導到實際貸款利率。此次LPR形成機制改革後，貸款定價有了新的錨，這就是LPR報價。而LPR採用的是「公開市場操作利率加點」的定價方式，這是此次改革的一個核心內容。這樣一來就打通了央行政策利率變化傳導至實際貸款利率的渠道。也就是貨幣政策傳導路徑可以經由「貨幣政策利率—LPR—貸款利率」這一渠道來實現。

貨幣政策空間充分 是否降息仍待觀察

就貨幣政策而言，首先，LPR形成機制改革後，人民銀行具備了更多的金融宏觀調控工具，例如通過MLF利率的調整引導實際貸款利率走向。目前MLF的利率處於歷史最高水平，有較為充分的調整空間。第二，近期國外央行貨幣政策普遍趨向寬鬆，歐洲央行宣布重啟

量化寬鬆，美聯儲年內降息兩次。這些都為中國貨幣政策調整提供了更多空間。

然而，貨幣政策，尤其是利率的調整，除了考慮經濟逆周期調節外，也要同時兼顧內外平衡，考慮長遠，推動經濟高質量發展。大水漫灌的危害，一是造成通貨膨脹，二是推高資產價格，三是不利於中國經濟轉型和結構調整，因為這會提高改革的成本，而使應該被淘汰的落後產能得以延續。此外，還應考慮匯率穩定的因素。中美經貿摩擦具有長期性，要保持人民幣匯率的基本穩定，也應避免大水漫灌。

關注三季度經濟數據與中美貿談

筆者認為，降準的效果仍待觀察，而且我們還要繼續關注三季度的經濟數據和中美經貿談判進展的情況。

貨幣政策往往是走一步、看一步的，對抑制短期內經濟的急劇下滑有較大作用，但對於經濟結構調整和技術進步的作用有限。通過貨幣政策進行逆周期調控也並非沒有代價，應盡可能避免過度使用。除了容易導致通脹高企、資產價格承壓外，過度依賴貨幣政策甚至可能阻礙中國經濟結構調整和轉型升級。這也是多年來中國堅持穩健貨幣政策的根本原因。

往長遠看，正如易綱行長所言，「再過幾年，如果哪個國家，特別是哪個主要經濟體還保持正常的貨幣政策，那麼這樣的經濟體應當是全球經濟的亮點，也應該是市場所羨慕的地方」。

美匯短期震盪整固

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



實話世經

「蟬噪林愈靜，鳥鳴山更幽。」9月19日，美聯儲如期降息25個基點，並下調超額準備金利率30個基點。雖然議息會議本身水波不興，但是本次會議前後，市場預期卻趨於敏感多變，這主要源於對美國經濟衰退的擔憂，以及中美貿易摩擦的猶疑。美匯指數運行態勢也隨之悄然變化，內在博弈日趨激化。其一，美國經濟衰退風險尚處於可控範圍，對美匯形成上行推力。其二，中美貿易出現邊際緩和，全球避險情緒開始階段性降溫，對美匯產生下行壓力。兩大作用因數的博弈對沖之下，美匯指數將進入劇烈震盪期，但中樞穩定性仍有望持續。

筆者認為，以本次會議為起點，至新一輪中美貿易談判結束，兩大因素將階段性地主導美匯指數的振盪走勢，美匯指數將進入「動中有靜」的盤桓階段。

因素一：降息預期修正，注入上行推力。在「10年-2年」美債收益率倒掛之後，市場對美國經濟前景過度悲觀，但是真實的衰退風險並未失控，因此市場對降息空間的預期存在普遍超調。近期，內外部因素共同觸發了超調預期的急遽修正。內部來看，美國經濟韌性猶在。8月份美國零售銷售環比增速超预期，9月份消費者信心指數亦有所回升。本次會議的政策聲明亦指出，美國經濟正在以溫和和速度增長，並且家庭支出增長強勁。由此，「美債收益率倒掛—消費資料走弱—經濟金融危機」的風險傳導鏈尚未真正啟動，美國經濟有望延續「減速不失速」的走勢。外部來看，通脹動能回升。隨着中東亂局對全球石油供給形成現實衝擊，能源項目對美國CPI的拖累料將減弱，而8月份美國核心CPI增速已經升至一年高位。9月4日至今，美國5年期Break-Even通脹率亦觸底反彈。因此，未來通脹動能預計將小幅加強，進而支持美聯儲放緩降息節奏、修復政策獨立性。

受制於上述因素，市場預期降息空間已經明顯收窄。9月初至今，期貨市場所反映的10月降息25-50個基點的概率，從逾98%下調至約70%。未來這一預期修正仍將延續，料成為美匯指數上行動力的源泉。

因素二：避險情緒降溫，保持下行壓力。基於出眾的避險屬性，美元走勢與全球恐慌情緒呈現穩定的正相關性。年初以來，雖然美聯儲貨幣政策急速轉向，並開啟降息周期，但是中美貿易摩擦的升溫，依然驅動了美匯指數在4-5月份和7-8月份兩輪走強，「貨幣寬鬆—美元走弱」的傳統邏輯被打破。這表明，在全球危機回潮的新格局下，避險屬性對美匯指數的影響顯著強於貨幣政策的影響。從當前情況看，得益於中美貿易博弈邊際緩和，全球避險情緒開始階段性降溫。當前，新一輪中美磋商進入工作層會議階段，料將進一步鞏固這一降溫趨勢。9月初至今，VIX指數保持震盪下行，而美、中、德、日的10年期國債收益率集體上揚。

關注中美貿談進展

由此，避險情緒降溫形成的美匯指數下行壓力，有望對預期修正所形成的上行動力形成較強約束。但考慮到中美貿易談判尚待進一步推進，避險情緒的改善空間存有不確定性，因此尚不足以啟動美匯長趨勢下行。

基於上述分析，筆者認為，以本次美聯儲議息會議為起點，至新一輪中美貿易談判結束，兩大階段性特徵值得關注：

第一，美匯指數「動中有靜」。

由於降息預期的修正和避險需求的降溫產生對沖，美匯指數的波動性或將加劇，但是中樞水準料將保持平穩，難有單邊的趨勢性變化。

第二，新一輪中美貿易談判或將成為美匯指數長期走勢的拐點。如果新一輪談判能夠取得實質性進展，則全球避險情緒將進一步大幅降溫，並將主導美匯指數邁過長周期的下行拐點。反之，則美匯指數將繼續處於膠着的高位盤桓狀態。



▲避險情緒對美匯構成支持，美元長期下行趨勢暫難形成

群策群力助樓市解難

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

近來市場出現不少利淡，但同時亦有不少利好本港經濟及樓市的消息或事件湧現，究竟本港市民對樓市前景看法如何？有一間外資大行給了我們一個參考。該行在今年8月訪問超過500名香港市民對未來樓市的看法，發現多達56%受訪市民認為樓價將在未來十二個月下跌，較上季急增28個百分點；近七成人稱現時為「差」甚至「極差」的置業時機，反映看淡樓市前景的市民急增。

二手樓價似乎跌勢已成。「美聯樓價指數」最新9月11日至9月17日報169.7點，連跌八周，並是自今年4月中下旬後首次失守170點水平。不少買家大膽劈價，同時業主願擴大議價幅度。繼5月份的捷訂後，啟德商業及酒店地日前流標收場，「先捷後流」；加上近期發展商積極加速以低於市價推盤，是否代表發展商也看淡後市？

筆者認為，在樓市前景迷霧重重下，發展商以審慎的入標價「試底」相當合理；而近期發展商加速以低價推盤，原因之一可能是透過積極散貨，藉此規避置業稅帶來的不穩定因素

（亦有內地客重臨掃盤，銷情極佳），以及回應市場對樓市的剛需。上述舉措並不一定代表發展商看淡後市，始終「保守」取態及維持「貨如輪轉」是較穩陣的營商之道。

冀施政報告帶來驚喜

日前發展局公布下一季賣地計劃，季內合供提供約3080伙單位，第三季單位總供應約9230伙，佔政府全年供應目標約68%，意味政府需於對下一季度大幅增加土地供應才可望達標。眾所周知，香港樓價偏高的原因之一是土地供應不足，故未來加大力度增加供應是重中之重。猶幸近日有大型發展商捐獻農地助政府紓困，配合政府的覓地工作，可建單位數以萬計，這帶出一個正面訊息：地產商願意協助政府解決市民最為關心的住屋問題。

與此同時，為解決住屋難題，有知名團體公布房策建議，最受關注的焦點是重推「首置免息貸款」及「租賃計劃」助首期不足的年輕人及市民擁有自己的物業。坊間對各建議自然是好壞參半，但社會各界團結一致，冀合力解決本港的房策困境，作為市民這絕對是喜聞樂見的，亦讓大眾燃對上車的盼望，冀施政報告會帶來令市民驚喜的措施。

