經濟觀察家

財經解碼

9月18日，美國聯邦儲備局主席鮑威爾宣布減息25點，同時注入75億美元流動性進入隔夜repo（回購）市場。前者市場早已料到，主要媒體的聚焦點仍放在利率上；後者一個星期前沒有人預料到，事後看明白的不多。不少分析師預言那是一時性的流動性短缺，但是貨幣當局注完一天又一天，每天75億美元，不斷有銀行向聯儲求救，最後紐約聯儲索性宣布將操作時間延續到11月份。筆者認為，聯儲被迫不斷向市場投入資金，唯一的解釋是體系內流動性出了問題。

瑞信董事總經理　陶　冬

►為平息資金市場的短缺以及對下滑中的美國經濟提供助力，聯儲的QE作戰已開始　路透社

平息美元荒危機 聯儲局重啟量寬

銀行每天都要做清算，資金不夠的時候一般在同業拆借市場借錢，輕易不敢到監管機構叩門求救，生怕消息傳出會令市場和投資者懷疑銀行有流動性危機。上次銀行驚動聯儲借錢，是十一年前雷曼危機那個時候。

市場資金依然緊張

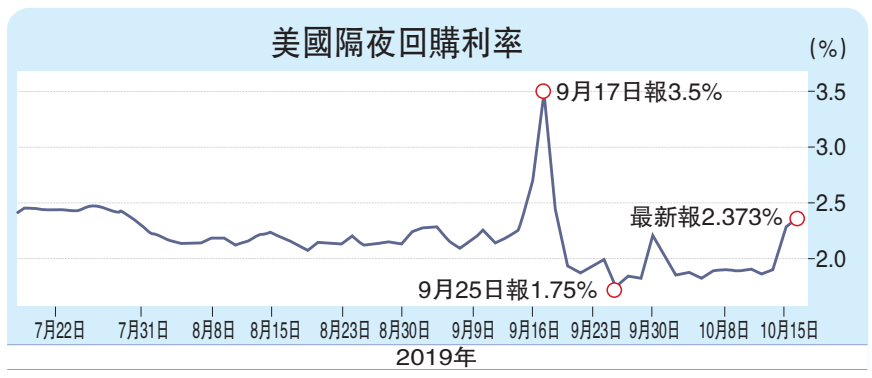
至於為什麼銀行會發生流動性短缺，一曰納稅高峰期，二曰沙特為應付油田襲擊抽資一千億。如果真是這些短期因素觸發流動性短缺的話，市場至多一個星期就應該已經平復了。

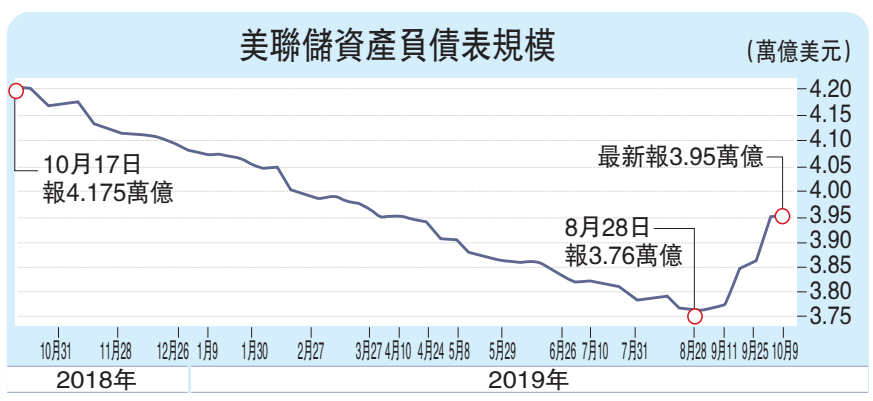
金融危機前聯儲的資產負債表為逾8000億美元，三輪QE（量化寬鬆）後擴表至接近4.5萬億美元，哪怕之後通過縮表將資產負債表減到3.6萬億美元，也比危機前規模大出四倍半，怎麼會缺錢呢？資金短缺的確切原因還有待分析，不過肯定和槓桿有關。聯儲啟動一輪又一輪QE，第一輪為的是平息市場恐慌，之後兩輪的原意是幫助實體經濟，但是由於金融中介功能萎縮，大部分資金並沒有進入實體經濟，而是滯留在金融市場炒作。金融機構依靠低廉的資金成本在市場套取利差，賺得缽滿盆溢。QE的最大受益者，是套利交易者。

近年名義利率不斷走低，息差收窄，要想賺到同樣的錢，需要更高的槓桿。日本和歐洲甚至先後進入了負利率時代，借錢炒作的成本也超低。爭相的槓桿炒作風氣之下，美元竟然不夠用了。聯儲輕描淡寫地進場解決市場資金不足問題，不過連續注資數周而市場資金短缺尚未退卻，卻是一個警號，處置不當甚至可能惹來系統性風險。不僅短期資金市場在實施暫時性注資，聯儲更直接宣布重新開始購買國債，操作起碼維持到2020年二季度。

聯儲重啟債券購買計劃，不忘加上一句，「不要將此混淆為QE」。魯迅筆下孔乙己的「竊書不能算偷」在美國找到了知音！擴張資產負債表，就是QE。為了平息資金市場的短缺，為了對下滑中的美國經濟提供助力，聯儲的QE作戰已經開始。

鮑威爾是一位自認清高的人，他拒絕向美國總統的推特壓力和債券市場的拋售壓力低頭，7月份減息時候曾經拋出「此非新一輪減息周期的開始」論調，指出利率改變只不過是周期中部的政策微調。話音猶在耳邊，但是接下來的減息動作卻十分積極。其實以美國經濟現狀，未必需要大幅度減息，但是由於貿易與地緣政治的不確定性，聯儲還是及早進行了預防式的減息。





買債效果好過減息

重啟QE的中期意圖是幫助經濟擺脫衰退陰影，短期觸發點就是資金市場目前所感受到的流動性短缺，為了防範系統性危機，貨幣當局需要進行預防式干預，消弭危機於未然。流動性短缺一日不除，貨幣當局便一日寢食難安，銀行放下臉面上門來請求流動性支持本身就是警號，雷曼事件之後沒有人敢怠慢處理潛在的系統性風險。

筆者相信以目前情況看，QE比減息更重要。全世界的資金成本均處在歷史低位，再降一兩碼政策利率的邊際效用有限。反而加大基礎貨幣供應量，盡量滿足經濟與市場對資金的需求，對於穩定經濟和降低系統性風險有更直接的幫助。

雷曼危機和歐債危機之際，美國與歐洲先後祭出了QE法寶，當時的說法是非常時期的非常舉措。危機早已遠去，非常措施卻常駐了。在經濟的下行周期還沒有展開的時候，央行們便紛紛施用貨幣擴張政策，這樣做的好處是免去了一些經濟下滑時候的痛苦，政治家在民意上得分；壞處則是價格、工資、房價、庫存無法實現市場出清，將風險繼續積聚下去。各國經濟周期紛創歷史最長紀錄，資產價格屢試歷史新高，當然皆大歡喜，但是此過程也刺激着經濟尤其市場不斷增加槓桿，因為資金的價格信號出現錯誤，資金成本過低，借錢太容易。這些助長炒作，催生金融價格泡沫，為下一輪金融危機埋下了伏筆。

QE政策對於經濟不過是止痛藥，可以紓緩痛症，但是無法消除病源。這是常識，根本不需要高深的經濟學理論來演繹解釋。位高權重的貨幣政策決策者多有經濟學學位，還有一眾經濟學家輔佐，不會不明白如此簡單的道理，唯一解釋是利益使然。

期待市場化降息措施

京東金融首席經濟學家　沈建光

建言獻策

10月15日，人民銀行公布了9月金融及信貸數據。其中，9月新增人民幣貸款1.69萬億元、新增社融2.27萬億元、M2（廣義貨幣供應量）同比增速8.4%。具體來看：

1、降準效果顯現，企業端帶動人民幣貸款超預期回升

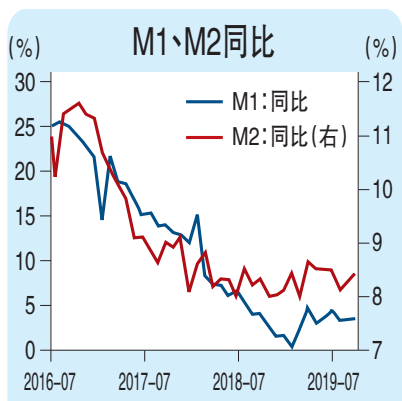
9月金融機構新增人民幣貸款1.69萬億元，同比多增3100億元（人民幣，下同），略超市場預期。其中，企業端貸款表現支撐作用較大，非金融企業貸款合計同比多增3341億元，短貸和中長貸新增分別為2550億元和5637億元，環比分別多增2905億元和1352億元，除與季末銀行集中投放有關外，或表明降準釋放流動性及降低企業融資成本的效果比想像中更加顯著。

其他分項來看，9月居民中長貸新增報4943億元，環比多增403億元，主要受9月房市銷售有所回暖影響，數據顯示9月份30大中城市商品房成交面積同比增速由負轉正至4.7%，在連續五個月下滑後出現回升；居民短貸新增2707億元，環比多增709億元，從高頻數據來看，9月消費可能小幅回升。此外，票據融資表現下滑，與企業短貸回升有關。

2、貸款和企業債支撐社融環比多增

9月社融新增2.27億元，環比多增2929億元。其中，社融口徑人民幣貸款新增1.765萬億元，環比多增達到4605億元成為最重要貢獻；最新調整口徑，納入交易所ABS（資產證券化）的企業債新增4014億元，環比多增973億元，也是正貢獻，且根據wind數據估計，9月交易所資產證券化（ABS）淨融資額約為70億元，口徑調整的當月影響不大。

主要拖累來自於專項債和未貼現銀行承兌匯票，兩者9月分別新增2239億元和減少431億元，環比分別少增977億元、589億元；其中，9月專項債發行力度依然不小，但年內額度基本投放完畢對9月影響較大，後續若能夠盡快落實明年額度提前下達，則專項債發行力度有望延續。其他分項中，股票融資新增較上月變動不大，非標的委託、信託貸款當月新增仍為負，尤其在房地產融資收緊以來，信託產品發行受到顯著影響，用益信託數據顯示9月集合信託成立金額同比減少23.84%。



3、9月降準基礎貨幣投放力度超1月，市場流動性充裕

9月M2餘額195.23萬億元，同比增長8.4%，增速分別比8月末和上年同期高0.2個和0.1個百分點；狹義貨幣（M1）餘額55.71萬億元，同比增長3.4%。

筆者此前就認為，由於9月降準釋放流動性的力度較大，M2增速將會回升。我們對比了今年兩次全面降準後的貨幣回籠情況，發現無論是OMO（公開市場操作）逆回購還是MLF（中期借貸便利）操作，1月降準後的淨回籠量均顯著高於9月，而整個一季度的回籠量則更大。

4、降準效果較好、內外環境出現新變化，還該不該降息？

總體來看，在降準的刺激之下，9月金融及信貸數據整體改善明顯，逆周期調控的效果較好。而近期中國面臨的內外部環境均出現了新變化，首先是近期第十三輪中美經貿高級別談判取得階段性進展，第一階段協議接近達成；其次是9月以來豬肉價格仍在飛漲，帶動CPI觸「3」。在此情況下，還有沒有必要降息呢？

短期內通脹上行可能對貨幣政策帶來一定掣肘，但結構性寬鬆的基調不會變。尤其是去除豬肉影響之後，生產者物價指數（PPI）、核心消費者物價指數（CPI）等指標依舊疲軟說明總需求依然低迷；中美階段性成果的達成僅僅避免了事態進一步惡化，尚無法抵銷前期加徵關稅對中國經濟的負面影響，剛剛公布的9月外貿數據繼續走弱，短期內逆周期調控的壓力仍然不小。而當前企業尤其民營和中小微部門的實際融資成本仍然偏高，貨幣政策傳導機制仍有待疏通。

上述分析表明當前穩增長和降成本均需要繼續探索降息，關鍵仍在於路徑和方式。筆者在此前專欄中就曾對當前「降息」的內涵進行過討論，而9月LPR（貸款基礎利率）報價下調的「廣義降息」方式，實際上可以歸於人行行長易綱此前所強調的運用市場化手段引導實際融資成本降低的路徑之一，即「市場化降息」。後續如貸款利率併軌能夠加速推進，配合更多定向、創新貨幣政策工具，「市場化降息」效果可以期待。

香港福地前路仍光明

利嘉閣地產總裁　廖偉強

樓市強心針

自1997年回歸中國後，香港在祖國作為大靠山之下，經濟發展一日千里。香港的優秀人才擁有靈活的頭腦、專業技術及廣闊的國際視野，彌補了內地早期發展所需，同時為港人提供更多北上發展事業的機會，兩者相輔相成之下，造就今天香港及內地的繁榮景象。

檢討地產代理工作

香港近期局勢已為市民日常生活帶來不便，不同行業都面對着困難的經營環境，甚至出現被迫結業的情況。而筆者在香港生活已經接近六十年，見證香港過去多年克服一個又一個的難關，並且聽到很多人都稱香港為「福地」，但因這次事件，不少已安居樂業的港人卻萌生移民海外的打算，離開這個「福地」。

雖然筆者不懂風水命理，但身邊有不少玄學家的朋友，他們都稱香港為「福地」。

以風水角度來說，香港的地理環境更是世間少有；如果以科學的角度來看，香港沒有龍捲風、火山爆發、海嘯及地震等天災問題，即使遇到巨大颱風侵襲，颱風威力往往也會被周邊地區阻擋而減弱，令到香港所受的威脅大大減低，由此看來，香港確實是「福地」。

筆者從事地產代理工作多年，而地產代理是以人為本的行業，所以在樓市活躍的時候，公司會選擇積極擴張規模，增加人手及分行數目。由於公司急速膨脹，造成員工質素參差不齊的情況；此外，在競爭激烈之下，店舖的租金被推高，變得脫離現實。而今次正好給予公司作重新檢討的機會，同時因為社會不穩，導致業主和發展商願意減價促銷，反而吸引買家入市，為地產代理帶來更多的商機。筆者相信，只要地產代理能夠在困境中堅持下去，不放棄，留下來就是機會，前路總是光明的。