經濟觀察家

全球貨幣政策巡禮之二

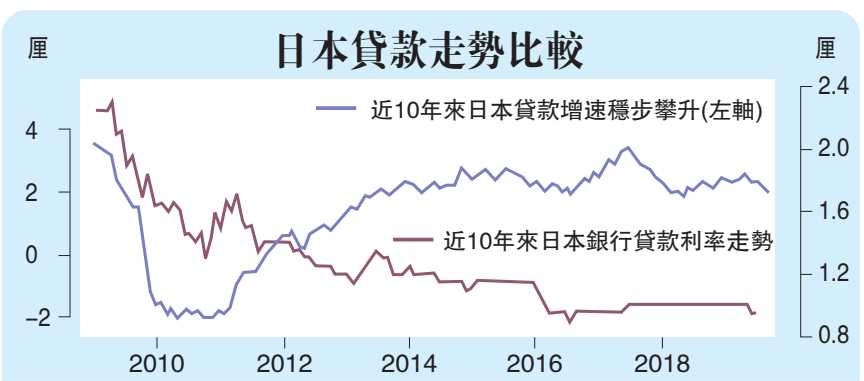
今年下半年，世界主要發達經濟體、新興市場經濟體普遍跟隨美聯儲降息，主要央行貨幣政策再次進入寬鬆周期。但日本央行表現獨樹一幟，其長期低利率、零利率和負利率依舊維持不變。雖然一些央行降息，但大多數央行利率依然處於低利率，新興市場國家利率則高於發達國家利率水平。比較之下，日本央行早已在2016年1月29日實行–0.1%的負利率政策，並從當年2月16日起執行一直持續到現在。對此，日本央行曾表示，希望以此鼓勵商業銀行進行更多的放貸活動，並刺激投資和經濟增長。

中國外匯投資研究院金融分析師　潘鏡宇

►日本首相安倍晉三出台「三支箭」政策，力求保護日本經濟復甦狀態，但實際效果並不如人意

日央行堅持負利率 貨幣政策獨樹一幟

從日本經濟與貨幣政策看，日本央行採取負利率的最終目的實際是希望拉動經濟增長及通脹水平回升至2%的目標水平。此背景是2014–2015年日本經濟由快速復甦轉向放緩，日本首次上調消費稅則進一步對內需產生衝擊。雖然首相安倍晉三出台「三支箭」政策力求保護日本經濟復甦狀態，但實際效果並不如人意。日本在這一時段內受到國內外宏觀經濟壓力、政府債務高企、改革阻力加大、政府支持率下降、全球貨幣政策寬鬆等多方面利空。



負利率助經濟復甦

在2016年日本實施負利率政策的前五年，日經225指數在低位震盪反彈，最低位於8300點，最高不過剛突破2萬點大關；同期的日圓貶值加快，水平由75日圓跌至最低接近126日圓；且日本國內家庭和投資者信心下滑，日本經濟復甦回溫跡象較弱；尤其是日本人均GDP自2012年達到頂峰後連續三年呈遞減趨勢，2014–2015年由於匯率貶值加快，其同比降幅更是達到10.5%，在OECD（經合組織）中的排名由2014年的第19名下降至20名。因此，市場對日本復甦是否有效或再次衰退的擔憂情緒上升，市場參與者、日本民眾對於經濟「三支箭」政策認可度與政府支持率下降，有甚者已經產生了質疑。

由此伴隨近一年的經濟下行壓力、市場不穩定性以及市場吸引力下降，日本央行為配合日本經濟政策正式啟動負利率的寬鬆政策。進入2016年後，基於此前的鋪墊沉澱期，特別是結合日本貨幣政策與經濟政策的利好出現，日本負利率政策對經濟政策的配合促進了本國復甦的加速及轉型升級。

從國家區位以及經濟需求出發，日本本土資源稀缺且部分區域並不適宜居住，國內市場呈逐漸縮小態勢、地理位置四面環海且面積狹小，這是制約本國經濟發展的三大要素，唯一的出路就是走向海外擴展市場。由此，2016年可以明顯看出日本新一輪對外轉移的成果已經顯現。最直接的表現便是跨國企業在國際市場的競爭地位越來越高，這也是日本效仿美國，或者更直白一些就是美國在以往扶持日本經濟時教給日本的發展之道。

因此，雖然日本實施負利率政策使自2016年2月16日起新存入的資金將遭受損失，但直接促成商業銀行向市場與企業投放貸款與資金，企業在2016年後可以從銀行貸到利率更低的資金。而從近十年來日本貸款增長看，速率在2011–2017年有較為明顯提升，這正基於日本商業銀行更多的給企業放出低成本貸款促進企業成長與對外投資，因此日本企業在全球布局速度加快，日本對海外投資量進一步增加。有數據顯示，2016年日本海外企業已發展到了驚人的兩萬家，所有海外營銷總額達到了3萬億美元，如果併入到GDP的話，增加量佔到了驚人的60%，這正是日本經濟發展重心轉移的體現。

根據此前日本財務省的報告，2016年日本在海外淨資產已達到3.11萬億美元，這表明日本對海外的投資規模遠高於別國向日本投資的規模。日本每年對外國直接投資量約為1350億至1800億美元左右，其海外淨資產多年位居世界第一；加之日本企業盈利能力在全球突出，企業經常保持帳戶盈餘。根據近期的數據，2017年日本在海外資產存量約為8.97萬億美元，也位居全球第四。上述數據表明日本經濟對外轉移成效突出。

貿戰壓力不容小覷

因此，從歷史周期以及現實數據看，日本央行的負利率政策實際是為搭配日本首相安倍晉三提出的「三支箭」刺激政策中的第一隻也是最為重要的一隻箭，其核心就是希望日本央行通過大膽的金融政策，無限制的量化寬鬆措施促進日本銀行、金融機構向實體與企業投放充足的資金，避免資金在金融市場空轉，促進日本企業進行技術研發、設備投資和擴大生產。

儘管市場中對日本這一系列行動開啟階段的質疑較多，甚至到今日市場依然認為日本系列聯動政策失敗；但必須承認的是，日本經濟實際情況並沒有市場普遍判斷的差，並在自身比較合適的速率中穩步增長。此外，日企依然在全球當中表現突出，這也是近些年持續的政策組合扶助的結果，日企的技術領先地位、企業匠心能力都早已得到全世界認可，尤其是當前世界500強企業中日本企業有52家就是最好的應證。由此，有關日本的話題可能需要重新被定義的就是，日本到底真的失去了二十年嗎？

但是現階段以及未來日本經濟持續復甦也面臨新的問題，其中日韓貿易爭端、日美貿易摩擦、日本再次上調關稅這三大焦點問題已經給日本未來經濟帶來了壓力：貿易數據明顯下降，尤其是製造業核心產品半導體對韓出口慘淡與汽車對美出口受到打擊；商業信心下滑加快，其中小企業信心已經跌至負區間，通脹水平依然偏低。日本政策能否通過如法炮製的做法再次促進本國經濟還存在一定不確定性。但正如首相安倍晉三10月9日在日本國會參議院上的發言，日本央行貨幣政策促進了國內就業，提高了國民生活水平，其政策取得了積極成果；未來貨幣政策是否調整應該由日本央行以及行長黑田東彥根據實際情況做出決定。

因此，未來日本央行或仍將保持自己的節奏，尤其是通過對日本經濟需求的全面深入的評估後制定相應匹配政策，不會受到全球的貨幣政策取向的影響。但相反的是，由於日本作為發達經濟體在全球中的地位，日本央行的貨幣政策取向反而將會作為其他經濟政策制定的參考因素之一。

以新式降息調節經濟周期

工銀國際首席經濟學家、董事總經理　程　實

實話世經

「隨風潛入夜，潤物細無聲。」在告別計劃經濟階段後，貨幣政策和財政政策取代計劃指令，成為調節增長型經濟周期的兩大核心工具。其中貨幣政策的不斷改革，推動了利率市場化，加速了中國經濟治理體系的現代化，支撐了經濟周期的平穩演進。在當今內外部壓力交織之下，8月央行實行LPR（貸款基礎利率）機制改革，開啟「新式」降息以加強逆周期調節。聚焦當下，市場化降息的短期空間打開，而政策性降息的短期空間閉合，因此央行將優先以改革方式推動市場化降息，政策性降息僅作為輔助手段。但是放眼長遠，市場化降息的長期空間收窄，而政策性降息的長期空間有望擴展。

中國經濟周期的演變之路上，貨幣政策工具因時而制地呈現以下特徵。改革開放時期，從外部來看，為了在快速對接國際市場的進程中保持幣值穩定、抵禦外部風險傳導，外匯佔款成為貨幣投放的主要途徑，但也制約了貨幣政策獨立性。從內部來看，貨幣政策工具以粗放式、總量型的數量調控為主，並且價格調控又以直接設定存貸款基準利率為手段，提升了政策干預效力。

在國際金融危機後，中國經濟發展的核心矛盾從總量問題轉移至結構問題，貨幣政策的調控模式亦順勢而變。從外部來看，外匯佔款大幅減少，基礎貨幣投放的靈活性增強。同時，得益於2005–2015年的多輪「匯改」，匯率政策和貨幣政策的內生衝突紓緩，後者的獨立性得到進一步解放。從內部來看，央行推出多種創新型工具，利用MLF、TMLF、SLF、PSL、SLO、定向再貸款、非對稱降息、定向降準等措施，既穩定了基礎貨幣的投放，亦實現流動性調控的期限精準化和方向精準化。此外，今年8月，央行實行LPR機制改革，以新式工具加強逆周期調節，打通「寬信用」渠道。本次改革致力於優先打破中小企業融資瓶頸，推動實際利率進入下行軌道，有助於在當前內外部壓力下提振經濟微觀活力。

從短期來看，市場化降息空間打開，而政策性降息空間不足。LPR形成機制改革後，隨着貸款利率的隱性上限被真正打破，市場加點驅動信貸利率逐步下降，以匹配真實的資金供求情況。2019年8月20日至今，第一、二次LPR報價分別下降6個和5個基點。然而，政策性降息卻面臨較為複雜的局面。在外部風險層面，中美利差重回舒適區間，並未制約降息空間。但在內部風險層面，2019年7月以來，中國的資金收益率曲線趨於扁平化，導致期限利差大幅趨窄。據測算，本輪降準僅能對銀行淨利息收益率帶來0.7個基點的改善，難以對沖LPR報價下調已累計造成的逾3.5個基點的淨利息收益率損失。因此，內部風險短期內難以紓緩。受此影響，政策性降息並非合理之選。這解釋了為何當前央行積極引導市場化降息，卻在MLF利率上保持定力。

年內降息空間50點

從長期來看，市場化降息空間緩釋，而政策性降息空間打開。在經年累積而成的「水分」被擠出後，想要進一步推動市場化降息，則需要啃下以改革方式降低FTP（商業銀行內部資金定向轉移帶來的利潤）的「硬骨頭」，這並非一朝一夕之功。因此，較之於短期的一次性紅利釋放，長期的市場化降息將進入慢行狀態。

不過，兩大因素正在擴展政策性降息的長期空間：第一，從通脹目標來看，除了豬價之外，當前CPI中其他部分已經趨弱，而PPI則持續低迷，正在引致企業實際利率上行。未來隨着豬價結束衝頂，央行通脹目標對降息將由束縛轉向支持。第二，從產出目標來看，在中性貨幣政策下，利率水準的長期走勢應與經濟增速相匹配。2008年至今，中國的名義GDP年度同比增速從約22%的峰值降至9%以下，但是人民幣貸款加權平均利率僅從8.19%下降至5.94%，下降節奏明顯落後。因此，伴隨中國經濟增速的逐步「下台階」，未來適宜的利率水準亦應進入長期下行軌道，這與央行「保持定力、堅持穩健的取向」並不相悖。

因此，筆者認為，面對中國經濟下行壓力增大的局勢，年內貸款利率需要的累計下調空間為50個基點，市場化降息先行，政策性降息後至的情形將大概率出現。工具創新是調節經濟周期的機制基礎，展望未來，「新式」降息將進一步推進中國經濟治理體系的現代化，打開高品質的增長空間。

新施政報告下的置業危與機

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

新施政報告提高按揭上限至800萬或以下可借九成，800至1000萬可借八成，令到置業的門檻大大降低，使年輕人重拾上車置業的機會，合乎入息中位數字或以上的兩口子都可以靠自己儲蓄兩至三年，就可以儲到一成首期去完成上車心願，不需要靠「父幹」，人人都可以爭取夢想了。

其次，政府引用收回土地條例亦是突破了過去的阻礙，甚至乎在施政報告再補充一些具爭議性或者沒有規劃發展的土地。政府是可以收回作公營房屋用途，解決了土地問題之後，公屋和居屋自然會增加，長遠供應大量增加亦會令到草根上車有了保障，保障就是萬一樓市因為國際因素令到樓價必須上升的時候，有折扣的公屋和居屋就可以讓草根上到車，這是個很重要的房屋政策部分。

很多人認為現在是上車良機，亦有人評價現在是上車陷阱，筆者想分享自己的觀點。

記住，買樓並不是賭博，不是短利投機，買樓不要貪，是一種長期累積情形之下得到豐收的投資項目，也要明白「買有風險，不買也有風險」。不買樓也有風險？對，不買樓後樓價和租金上升，正是損失！風險既然不可避免，就要講究避免及處理風險的方法，當然每個人的風險和機會結構都不同，大家應該認清楚你自己獨有的處境。

上車切記量力而為

什麼人買樓最有利？就是你不買樓就要租樓的那一類人。租金其實是支出，是不會回頭的，供樓就不同，供樓是一個投資，是有回報的，只是回報多少及需要多久而已。那為何要交租的人不去買樓呢？何況，當下置業正配合了低息周期，息口支出比租金更平，也即是合適借貸部分是「借一日賺一日」的。

買樓通常只有一種風險就是「斷供」，其實只要量力而為入市，就不容易出現斷供情況，而量力而為正正是人能夠計劃和管理的風險，這個就是買樓的吸引之處，但大家也要明白，斷供的後果可能是輸清光的。

未來面對一個歷史性的量化貨幣潮，當然，施政報告之後樓市是更高的借貸槓桿化，這些長遠都會在樓價上反映出來的。買樓是長遠的收益，在十年後望回頭，你今日買入價平幾多其實不重要，今日有沒有買樓才會影響你下半生，希望各位好好珍惜眼前的危與機。