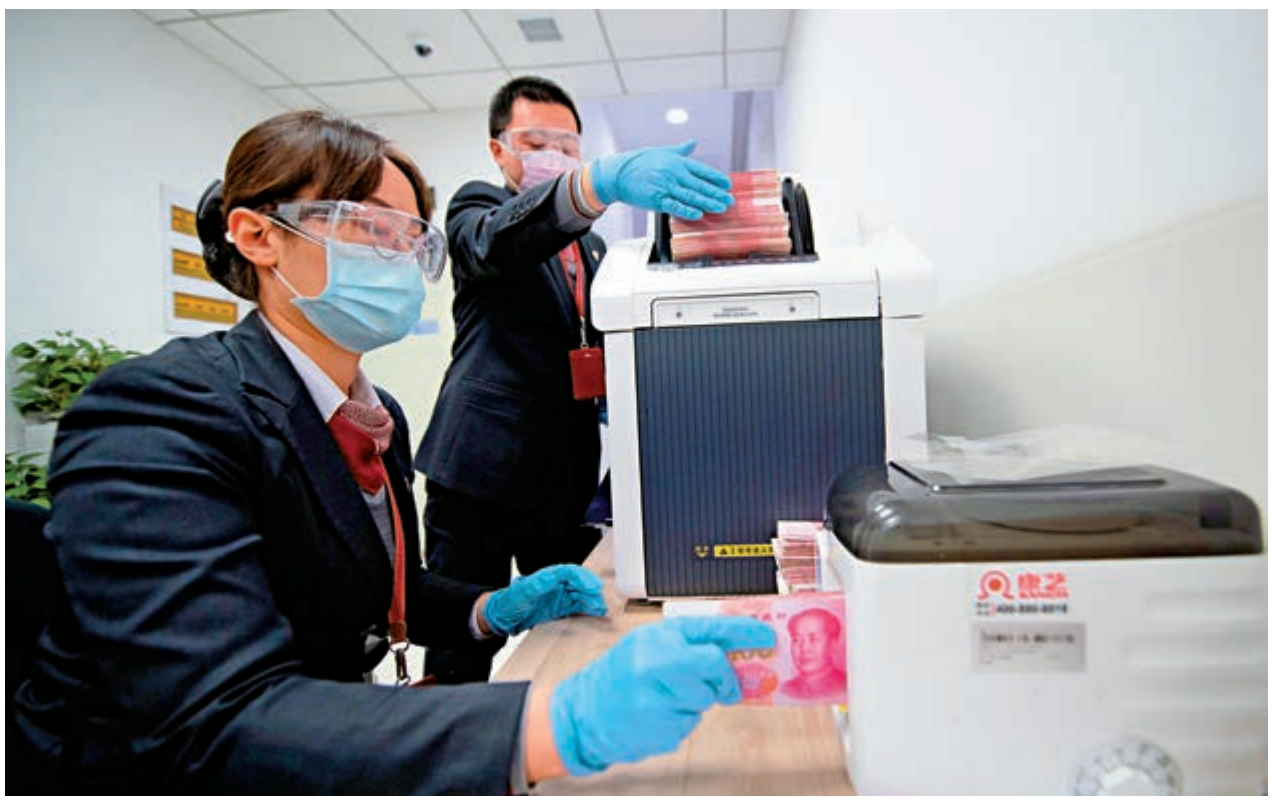
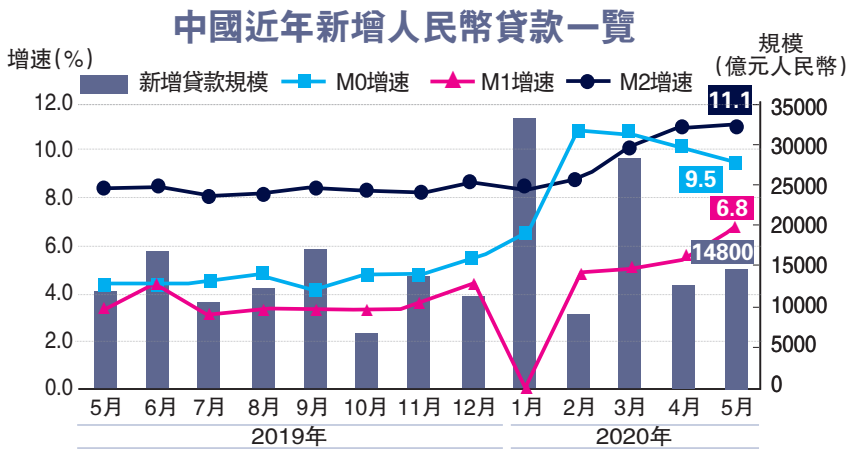


▲分析預計，下一階段貨幣政策的總體寬鬆基調不變，在邊際上則有再度變得寬鬆的可能性　資料圖片

# 貨幣政策寬鬆基調不變

**關於貨幣政策方向邊際變動的問題，最近一個多月以來一直在令市場主體糾結。總體來看，短長期無風險利率最近一個多月以來顯著上升。例如，銀行間市場7天回購定盤利率由去年底的3.00%下降至5月18日的1.30%，但到6月22日回升至2.15%。又如，10年期國債收益率由去年底的3.14%下降至4月29日的2.49%，但到6月19日回升至2.87%。最近一個多月時間內，對債券市場投資者而言可謂淒風苦雨。短長期無風險利率的回升，與5月份以來央行貨幣政策操作的變動有關。總體來看，央行在貨幣政策操作方面變得更加中性，操作力度與3、4月相比的寬鬆程度明顯下降。**

世經明察
張 明
中國社科院世經政所
國際投資室主任




筆者認為，之所以央行在貨幣政策操作力度上發生了邊際性收緊，主要與以下三方面因素有關：

## 地產價格有所抬頭

第一，貨幣信貸數據在2020年3月以來明顯好轉。M1（狹義貨幣供應）同比增速由1月的零增長上升為5月的6.8%，M2（廣義貨幣供應）同比增速由1月的8.4%上升為5月的11.1%，兩者之間的差距則由1月的8.4%收窄至5月的4.3%。貨幣數據的改善說明經濟活性化程度明顯增強，貨幣寬鬆已經在路上而且開始發揮顯著作用。今年1至5月的社會融資規模新增17.4萬億元（人民幣，下同），人民幣貸款新增10.4萬億元，均創出歷史新高。市場注意到，即使完成央行行長易綱提出的2020年新增人民幣貸款近20萬億元、社會融資規模增量超過30萬億元的目標，這也意味着未來七個月信貸與社融月均增量與前五個月相比可能不增反降。貨幣信貸數據的好轉，說明貨幣政策支持實體經濟已經取得了一定成效，寬貨幣與寬信貸的格局初步形成。

第二，宏觀經濟指標在二季度明顯反彈，二季度中國經濟增速回升幅度可能超出此前市場預期。最令人意外的是淨出口的改善。以美元計價的出口同比增速在3月至5月分別為–6.6%、3.5%、–3.3%，遠超市場預期。由於出口增速表現遠好於進口增速，導致4、5月的貿易順差合計為1083億美元，遠好於去年同期的555億美元。這意味着，二季度淨出口對國內生產總值（GDP）的貢獻將會轉負為正，而且正貢獻的幅度相當大。此外，疫情衝擊下的消費與投資均表現出較強的韌性。社會零售品消費總額同比增速由一季度的–15.8%回升至5月份的–2.8%，有望在6月份轉負為正。頗具韌性的房地產投資使得固定資產投資累計同比增速由1至2月份的–24.5%回升至5月份的–6.3%。綜上所述，今年二季度的GDP增速甚至有望達到3%左右，遠高於一季度的–6.8%。

第三，在寬鬆貨幣政策的環境下，房地產價格有所抬頭，引發市場關於房價可能再度快速上漲的預期。例如，最近幾個月，深圳、杭州等城市的某些樓盤再次出現開盤即告罄的火爆局面。5月份，百城住宅價格指數中一線城市房價同比增速達到1.19%，這是自2018年1月以來的高點。考慮到今年4月的中央政治局會議重提「房住不炒」，一旦房地產市場出現較快上漲局面，就可能對貨幣與信貸的進一步寬鬆構成掣肘。

既然當前的貨幣政策已經如此糾結，那麼下一階段貨幣政策將會何去何從呢？**筆者認為，下一階段貨幣政策的總體寬鬆基調不變，在邊際上則有再度變得寬鬆的可能性**。

## 全球疫情出現反覆

**首先，通貨膨脹指標的下行既為貨幣政策寬鬆拓寬了空間，也提高了進一步降低名義貸款利率的必要性**。受豬肉價格同比增速顯著回落影響，消費者物價指數（CPI）同比增速由1月的5.4%顯著下降至5月的2.4%，CPI與核心CPI同比增速之間的差距則由1月的3.9個百分點收窄至5月的1.3個百分點。

生產者物價指數（PPI）同比增速則由1月的0.1%下降至5月的–3.7%，且自2月以來已經連續四個月負增長。工業品通縮的格局已經越來越明顯。雖然金融機構人民幣貸款加權平均利率從去年四季度的5.44%下降至今年1季度的5.08%，但考慮到PPI同比增速下降得更快，這意味着企業實際融資成本不降反升。

換言之，PPI通縮的加劇意味着要切實降低中小微企業貸款成本，名義貸款利率需要更大幅度的下降，而這有賴於更加寬鬆的貨幣政策的實施。

**其次，考慮到疫情在國內外的反覆，下一階段中國經濟增長前景依然面臨一定的不確定性**。從疫情的國際演進來看，目前全球範圍內確診人數已經逼近900萬人，死亡人數接近50萬人。一方面，受弗洛伊德事件影響，美國疫情出現了明顯反覆，每日新增人數重新超過3萬人。另一方面，巴西、俄羅斯、印度等新興市場大國的疫情發展更令人揪心，巴西確診人數逼近100萬人。

疫情在全球的演進尚未到達拐點，這意味着未來的全球經濟衰退將會更深、更加持久，這自然會影響到中國經濟的外需。從疫情的國內演進來看，最近北京再現確診案例，而且擴展到臨近幾個省份。已經重新開工復產的服務業、航空業再度面臨需求下降的衝擊，且二次衝擊對中小企業的負面影響可能並不亞於第一次衝擊。這就意味着，未來一段時間，受疫情影響，消費、製造業投資、出口增速的表現可能弱於預期。三季度中國經濟增速或將低於市場此前預期。

**再次，雖然房地產市場近期有所回暖，但各方面指標表現還算正常，只要核心的限購限貸指標不鬆動，一二線城市房價暴漲的局面很難出現**。換言之，只要能夠切實地管住銀行信貸，寬鬆的貨幣政策與穩定的房地產市場兩者可以並存。在北上廣深等一線城市，在房地產供給顯著增加之前（這一點短期內幾乎不可能實現），核心的限購與限貸措施對於控制需求而言至關重要，不能輕言放鬆。

**綜上所述，下一階段貨幣政策的寬鬆基調不會改變，邊際上有望進一步放鬆。這意味着短長期無風險利率有望再度下降**。不過，正如陸家嘴會議上一行兩會領導所指出的那樣，中國非常珍惜傳統的宏觀政策空間，政策不會出現大水漫灌。因此，無風險利率的下行幅度是較為有限的。

# 區塊鏈賦能移民產業

鏈能講堂
付 饒
香港國際新經濟研究院
高級研究員

今年年初突如其來的疫情，帶來了全球人口流動的凍結。疫情期間，全球航班停飛，不少國家及地區簽證暫定辦理，移民、旅遊及留學行業受到衝擊。1970年代末，中國內地推行改革開放，普通民眾移民成為可能；至1980年代末通過公派留學或跨國婚姻形成出國潮；1990年代後至今，由於中國經濟發展，出國留學、移民逐漸日常化。儘管全球化帶來的人口流動及移民因疫情而戛然而止，但是各國民眾的移民需求並沒有降低。疫情期間，居民更為深刻地感受到本地醫療衛生、政府管治、環境等的優勢及不足，不少人心生萌芽，更加嚮往不同國家及地區的生活。

香港特區的優秀人才入境計劃非常歡迎區塊鏈技術等金融科技及網絡安全人才來港定居。區塊鏈從業者在疫情前，通常往來全球各大洲，與各國的行業交流甚為密切，因而對一本能出行全球的護照的需求十分強烈。或許正因此，香港精準移民公司的業務並沒有受到疫情影響，反而上半年的客戶數大大增長，客戶諮詢的問題從簽證、房產到醫療教育，甚至於日常出行等，移民顧問需積累強大知識儲備並每日更新各國動態。

港人不僅喜歡移居澳洲、加拿大等傳統大國，亦有越來越多香港居民遷往內地（特別是珠江三角洲）居住、工作或過退休生活，而內地眾多社會地位較高、高收入的人群均有移民或移居想法。通常移民公司會根據客戶的意向、資金及家庭狀況給出評估，客戶只需繳納移民公司諮詢服務費，即可獲得定製化的方案及全程的跟蹤服務，方便快捷。據悉，包括精準移民公司在內的一些移民公司也採用了區塊鏈技術賦能其客戶服務過程，降低成本，提升效率。

## 助資金跨境流動

人的流動必然伴隨着資本的流動，跨境支付是伴隨着移民行業的一項複雜業務，傳統的跨境支付業務涉及許多參與組織，法律法規和匯率問題，繁瑣、耗時且非常昂貴。基於區塊鏈技術的支付業務不僅快速便捷、成本較低、安全透明，還能解決國際匯款中耗時且昂貴的問題。中國目前雖仍實施較為嚴格的外匯管制，筆者認為在不久的將來，隨着人民幣在國際地位的提升，區塊鏈技術將有可能協助提升移民業務及幫助移民人士解決資金流動難題。

移民的過程伴隨着身份和能力的認證，如需要向擬移居的國家或者地區提供本人的學歷學位、語言能力、無犯罪證明、稅務證明、工作證明等。以上資料區塊鏈也可大顯身手，其不可篡改等特性可以避免提供虛假證明。目前，基於區塊鏈的學歷學位、檔案系統、稅務證明等已經在中國內地一些地方推廣。

由香港移民公司辦理移民簽證的成功率非常之高，如香港的精準移民公司，99%的客戶均能成功取得目的地國的永久居留權或護照。客戶通常以家庭為單位，更願意選擇移民不移居的方式，以快速又簡單地投資或捐款方式等，取得海外身份，為未來子女教育升學、海外資產配置及未來退休生活等做好長遠規劃。有理由相信，後疫情時代，移民產業將面臨井噴式發展。而香港作為人才樞紐，也會吸引更多優才移民人士定居。

# 解開房屋死結露曙光

樓市新態
汪敦敬
祥益地產總裁

近日有消息指，北京研究將大嶼山以南的珠海市桂山島填海，然後借讓給香港建公屋，這的確是解決房屋——這一香港深層次矛盾的妙招。香港近年的修例風波，再加上疫情，天災人禍的而且確對香港造成了很大傷害，但要想長治久安必須要解決香港的深層次問題，包括社會利益的分配、推廣教育、法治及傳媒等等問題，另外不能不解決的就是住屋問題。

主管港澳事務的國務院副總理韓正在北京兩會期間，曾經提及房屋正正是香港深層次矛盾所在，希望恢復社會穩定之後，集中精力解決香港的經濟和社會的深層次矛盾。

有關填海方案雖然是處於討論階段，但相當有創意，設計中估計約30至45分鐘就可以抵達香港核心商業區，更有說桂山島作為填海工程的基礎，應該可為香港五年期間作2000公頃的土地供應，供50萬人居住，這可以說不單是「平靚正」，而且也「快靚正」的方案。

這個安排如果是真的話，反映到內地香港關係並沒有因為修例風波而變得疏離，甚至中央更加有決心去為香港進行長治久安的改善，無論國安範疇，甚至房屋等問題也好，香港政府其實是長期未能妥善解決的。

而貼近香港邊境的境外填海去起公屋，沒有給予香港發展商直接衝擊，但是隱含了政府奪回土地供應的主導權。

土地在香港來說，再不是沒有辦法解決的死結，而對於這些填海的土地，筆者認為在有需要的時候，是可以提供私樓供應的。沒有人是想印證中央會否這樣做，或者迫中央往這個方向想，所以未來發展商會比以前更樂意去進行土地開發，以及增加新的房屋供應，這是香港一個轉捩點。

香港明天會更好！

▲分析預計，發展商未來會更樂意去進行土地開發，以及增加新的房屋供應　中通社