

內地金融去槓桿政策會否調整？

全球觀察

葉丙南 中銀國際研究部資深經濟學家

自2016年7月25日中央政治局會議首次提出抑制資產泡沫以來，內地貨幣政策的重點，已由穩定經濟增長轉向控制資產泡沫和金融槓桿，促進供給側結構性改革。2016年10月以來，一二線城市實施新一輪房地產調控且不斷趨緊，內地央行兩次上調再融資利率，並引導貨幣市場融資成本逐步上行。銀監會近期則強化監管態度，投資者對流動性收緊和監管風暴的擔心關注大幅上升。金融市場大幅波動，貨幣金融條件顯著收緊。據統計，7天質押回購利率平均水平由2016年2.5%上升至2017年1月至4月的3.2%，10年國債利率由2016年的2.8%上升至2017年1月至4月的3.4%。同業交易、債券發行和表外融資大幅放緩，2017年4月銀行間回購交易環比下降17%，可轉讓存單發行量環比下跌36%，1月至4月非企業債券融資為－1,037億元，去年同期高達1.5萬億

元。

防控金融風險放重要位置

內地金融市場近期的波動已經引起內地政府決策層一定程度的關注和擔心，未來金融去槓桿政策力度和節奏可能有所調整。國務院總理在上周會見IMF總裁一行時表示，中國政府將繼續實施穩健的貨幣政策，把防控金融風險放在重要位置，在保持金融穩定、逐步去槓桿和穩定經濟增長之間保持平穩。人民銀行上周通過MLF再融資緩解市場流動性緊張，召集三會協調監管政策推出的時機與力度，並在最新的貨幣政策執行報告中指出，公開市場利率上行並不等於「加息」，央行「縮表」並不意味着收緊銀根，央行將會平衡金融去槓桿與流動性穩定。銀監會則召開媒體通氣會，強調「絕不因為處置風險而引發新的風險」，將把握監管的節

奏和力度，考慮對市場和銀行業金融機構的影響。

抑制資產泡沫大方向未變

伴隨政策的強硬態度有所緩和，短期內債券市場情緒和流動性緊張局面可能有所緩解，利率水平或略有下行。不過這並不意味着貨幣政策和監管政策的再次轉向，抑制資產泡沫和金融槓桿的政策大方向並未改變。一方面，經過2015年至2016年新一輪貨幣寬鬆，房地產泡沫和債務風險達到一個新的高度，已經阻礙到供給側改革和經濟結構轉型過程，貨幣政策轉向抑制資產泡沫和債務過快膨脹勢在必行。另一方面，全球貨幣政策和流動性環境迎來拐點，尤其是美國已步入中期升息周期，特朗普時代中美關係不確定性有所上升，中國面對全球流動性收縮趨勢，需要穩健中

性的貨幣政策，以減輕人民幣匯率壓力，降低中美衝突風險。

展望未來，內地貨幣政策將維持穩健中性，針對房地產部門的緊縮政策仍將延續一段時期，但經過近期一輪金融市場波動之後，流動性收緊和監管政策調整的力度或有所放緩。內地政府決策層希望政策轉向和金融去槓桿進程相對平滑有序，投資者恐慌情緒有望緩解，債券市場或迎來短期反彈。從中期來看，抑制資產泡沫和去槓桿之路依然漫長，內地政府決策層的去槓桿過程中仍面臨平衡多重目標的考驗困境。如果貨幣金融條件收縮達不到一定程度，那麼很難降低債務的擴張速度，政策反覆甚至威脅到貨幣監管政策公信力從而縱容金融機構槓桿持續擴張。如果貨幣金融條件收縮過緊，那麼可能加速經濟下行趨勢和存量債務風險暴露。

由於內地大型經濟和體制慣性，短期內要實現調控目標往往需要矯枉過正，貨幣政策和監管政策的調整力度很難做到恰好處，多重目標平衡導致貨幣政策可能多度追求結構調控。不過內地實體經濟和虛擬經濟你中有我、我中有你，金融市場是統一無形市場，投資和投機活動難以精確分割。結構政策對應融資條件多軌制，可能影響市場公平效率，並影響到調控的實際效果。綜合權衡，為抑制資產泡沫和槓桿擴張，宜推動貨幣條件和監管政策的統一市場化調整，一方面逐步提升金融機構融資成本和市場利率，推動金融機構資產端利率上升，放慢金融機構資產擴張速度。另一方面對大資管業務和影子銀行業務，建立合理統一的資本、流動性、風險準備金等監管制度。

（本文為作者個人觀點，不構成任何金融或投資建議）

「帶路」再受矚目 概念股炒作暫冷卻

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

周日，除了勒索病毒以外，各大媒體關注的另一個熱點無疑是「一帶一路」國際合作高峰論壇。國家主席習近平出席並發表了攜手推進「一帶一路」建設的主旨演講。「一帶一路」從概念的提出到如今的實質落地，並在未來有更長遠的計劃，可以說非常不容易。這個國策的不斷推進也讓資本市場頗為興奮。

此次高峰論壇無論是規格還是內容皆超出市場普遍預期。首先，29位外國元首、政府首腦及聯合國秘書長等3位重要國際組織負責人，以及來自130多個國家約1,500名各界貴賓和全球4,000餘名記者，這樣的規模也是從未有過的，可見其影響力。

計劃涉網絡聯通超預期

其次內容也是超預期。習主席提出要將「一帶一路」建成和平、繁榮、開放、創新和文明之路，並有重要的「五通」，即政策溝通、貿易暢通、設施聯通、資金融通和民心相通。創新的重要性被強調，之前資金大多炒作的可能是偏基建為主，此次會議更是拓展到網絡的聯通。將加強在數碼經濟、人工智能、納米技術和量子計算機等前沿領域合作，推動大數據、雲計算和智慧城市建設，連接成21世紀的數碼絲綢之路，這給市場帶來新的刺激。

不僅如此，中國也是真金白銀砸錢，2014年至2016年，中國同「一帶一路」沿線國家貿易總額超過3萬億美元。中國對「一帶一路」沿線國家投資累計超過500億美元。此次會議，習主席表示還將加大資金支持，向絲路基金新增資金1,000億元人民幣，鼓勵金融機構開展人民幣海外基金業務，規模預計約3,000億元人民幣。

不過股票市場向來是買預期，炒在故事之前。所以我們可以看到早在會議之前，一眾「一帶一路」概念股被炒起。包括中鐵建（1186）上周升3.33%至11.16元，結束之前的四周連跌。中交建（1800）結束四連跌上周反彈4.61%，中國中鐵（0390）周升2.47%。內地股市連跌五周，國家隊更是出手，讓大盤在「一帶一路」會議期間維穩。然而，會議落幕，不少投資者選擇逢高沽空，止盈走人。所以我們看到昨日概念股初段造好，其後升勢則回順。例如中鐵建昨早先延續升勢，突破50日線，一度高見11.46美

元，很快又回吐升幅，最終將日內漲幅鎖定在0.18%。建材股在上周沒有過多炒作，以至於在昨日倒有不俗的表現，安徽海螺（0914）升3.61%，華潤水泥（1313）升2.58%，中建材（3323）升2.19%。

重點關注細節難成氣候

其實「一帶一路」的概念自從被提出

之後就階段性被炒作，可以說是一個老話題和老概念了，短期內並不建議再追入炒作。

市場將轉為對此次會議成果細節的關注，但恐難有大氣候。相反，對於滬綜指的走勢倒是多了一份擔憂，因為短線沒有新的題材可以炒作。如果內地股市沒辦法很好地企穩，那也會拖累港股的走勢，這是需要關注的。



■習近平主席日前發表了攜手推進『一帶一路』建設的主旨演講。 中新社

加拿大次按問題還算不上危機

Tom Buerkle 路透熱點透視專欄作家

熱點透視

投資者也許希望再也不要碰到「次級抵押貸款問題」。不過加拿大另類貸款商Home Capital的存款大量出逃，不禁讓人回想起2008年的可怕經歷。現在加拿大的金融系統比危機前的美國強得多，但加國房價和消費者債務水平偏高，給經濟帶來風險。

Home Capital是加拿大最大的非銀行貸款機構，截至2016年底的資產總額達210億加元。該公司的流動性危機始於上月，當時安大略省證券委員會（Ontario Securities Commission）指控其財務長和兩位前執行長未能迅速披

露一些僱員對借款人的收入和就業資料造假。

這個時間點有些奇怪。造假發生在2014年，公司在2015年7月告知了投資者，其抵押貸款資產組合卻繼續表現良好。不過隨着樓市泡沫擔憂升溫，監管部門的行動引發了擠兌，該公司再次動用20億加元信用額度，並對董事會層級高層大換血。其競爭對手Equitable的存款迅速流失，使加拿大六家最大銀行為其20億加元信用額度提供融資，以避免出現恐慌。加拿大3月房價同比跳升19%，超級

火爆的多倫多地區房價更是飆升33%。凱投宏觀（Capital Economics）估計，房價被高估多達40%，超過美國市場泡沫破裂前夕的水平。與此同時，根據加拿大央行數據，那些面向信用不佳或者工作記錄較差消費者的貸款商，市場佔有率在2015年時達到12%左右，較10年前翻了一番。

大型銀行資本狀況良好

不過多數信號似乎還好。加拿大大型銀行資本狀況良好，也並未出現信貸惡化的跡象。與美國許多地區不同，加拿

大抵押貸款借款人不能交出房屋鑰匙就一走了之。監管部門和立法者還提高了大額抵押貸款的最低首付款要求、對外資購房徵稅，並採取了其他為樓市降溫的舉措。

不過加拿大經濟仍面臨風險。增長率不到2%，沒有太大的緩衝餘地。家庭債務與國內生產總值（GDP）之比已從2008年初的80%升至逾100%，這與美國形成鏡像關係，後者的這一比例已從99%降至80%。加拿大的債務繁榮不太可能以崩潰告終，但可能會給銀行業者和消費者帶來後患。

香港商業地價升溫可期

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

上周是香港商業地周，繼上周三新世界發展以40.288億元投得長順街商業地皮後，周五又見美利道地王截標。今月還有第二塊啟德商業地於26日截標，商業地價的風頭蓋過屢創天價的啟德或香港仔住宅用地。

其實這幅商業地是該公司於今年內第二次強力出手投得長沙灣區的用地。今年2月已以破全港商賈地造價紀錄的約77.9億元投得瓊林街商賈地，5月是再下一城。3個月內斥資逾118億連車拿下長沙灣商用地皮，市場預測總投資額約160億元，集團將會掌握逾150萬方呎的「西九」商業樓面面積。回顧一下，不難發覺近期商業地狂潮始於去年5月，新鴻基地產集團以每方呎樓面地價逾6,000元，成功中標葵涌一幅小型商賈地。始後，信置地產牽頭財團於去年10月用上逾25億元成功投得黃竹坑業街商賈地，樓面呎價更達8,872元，創下全港新高。利福集團（即崇光百貨的控股上市公司）又以73.88億元投得啟德1E區2號商業地盤，斥資締造SOGO百貨大樓的東九龍版本，來補足該集團東九龍區的缺口。

如果讀者細心分析，不難發現這些商業地的新主人全是本地集團，包括新世界、信置、帝國集團、新地和利福，與住宅地被中資集團拿下「半壁江山」正好相反。

本地薑穩守商地有因

筆者分析，「本地薑」仍可成功投得商業地，有着不少因素。首先一定是他們手中資金非常充裕。如以今年商業投地的常客新世界發展為例，其今年首數月住宅銷售成績非常理想，單是荃灣柏傲灣已可套現約90億元；連同其他較小型住宅盤，已手握逾100億元的銷售額。新世界發展既從住宅樓宇套現不少，反而覺得近期中資集團出價投得住宅土地的樓面地價太高了。本地上市開發商沿用約二成半至三成的利潤率去計算合理住宅地價，但是這些中資公司卻以約一半的利潤率下手。自然是住宅地價被持續推高，本地開發商不願意追價下「空手而回」。一眾本地發展商手中不乏主要商業區的商業/商場大廈，其商業租務和管理團隊擁有商廈管理和租務經驗，有助以更準確地價投

得商業地皮，這相比剛來的中資集團尤其優勝。商業用地的售地條款多是不容許完成後分拆出售，只可用作自用或出租，等待物業中長期升值，這也是符合本地發展商的口味。通過房託基金或分拆商業部分獨立上市，發展商可贏盡商業物業中長期升值的好處。作為全國「一帶一路」和「粵港澳大灣區」國家戰略計劃的重要起點，香港的商業物業市道是被內地和香港集團一致看好的。筆者於今期截稿時，美利道商業地王的招標結果還未公佈。如果地價超過200億元，正好符合市場預期，也引證香港商業地價升溫可期。本人預計附近的商廈大地主如長江實業、新鴻基、恒基、鷹君、九龍倉、南豐以至今年商廈地常客如新世界和信置等皆會以高價投標。還未計算眾多內銀和內陸集團，興建一所核心商業區的集團總部大廈是名與實相符的理想投資選項。

相比住宅土地競投，商業土地來得較理性和平穩上升，對這批新業主的未來租金收益和物業升值潛力皆利好，對上市公司股價是有益的。



■中環美利道項目上周五截標。

彭博

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。