

嚴控居民槓桿率是內地防風險重點

柳洪 中銀香港高級經濟研究員

內地居民部門槓桿率是指居民部門債務/GDP的比例。2008年為18%，2017年第三季度升至48.6%，最近呈現「上漲較快」的勢頭。橫向比較，內地居民部門槓桿率不算太高，但上升的速度快了一些。

美國居民部門槓桿率從20%提升到50%左右用了約40年時間，中國只用了大約10年。內地居民加槓桿為什麼這樣快？據機構調查，內地居民的資產大約70%配置在房地產。居民加槓桿主要是增加與房屋相關的負債。

居民高槓桿蘊藏房市風險

過去幾年地方政府因城施策分類指導，房地產市場分化，三四線城市商品住宅去庫存

取得明顯成效，熱點城市房價漲勢得到控制。但從下列指標看，部分城市已存在房地產泡沫：一是地價上漲過快。2016年地價增速與GDP增速之比達到3.6。二是房價收入比過高。2016年北上廣深的房價收入比值達22.6倍，目前約30倍，不僅高於香港的19.4倍，更遠遠超過6年家庭收入買套房的合理年限。三是2017年12月全國百城房價均價上漲至13,967元/平方米，已超過普通市民的購買力。四是租售比超合理水平。國際上將一套房價在租金的300倍以內，即出租300個月（25年）收回全部投資視為合理。內地不少城市租售比達600倍甚至800倍，顯示已現泡沫。

今年1月份70個大中城市商品住宅價格，

上漲的城市較下跌的城市要多。前不久的春節返鄉置業潮預示，市場對房價上漲仍有預期，資金仍在通過各種渠道流向房地產市場。居民進一步加槓桿，勢必增加房地產風險。相關矛盾，居民不滿意房價太高，開發商不滿意地價太高，地方政府不滿意營商成本被抬高、營商環境被破壞等將進一步凸顯。

房地產與金融業關係緊密

據央行數據，2017年末全國主要金融機構房地產貸款餘額為32.2萬億元，佔各項貸款餘額的26.8%。其中，個人住房貸款餘額為21.9萬億元。有機構測算，以房地產作抵押物的其他貸款規模達13.6萬億元。累計內

地商業銀行涉房貸款總規模超過45.8萬億元人民幣。一旦國際國內各種誘因引發樓市調整，銀行不良資產反彈壓力將較大，由此構成的「灰犀牛」和「黑天鵝」隱患將威脅着內地的金融穩定。因此，必須下先手棋，遏居民過快加槓桿，控房地產泡沫，促金融業與房地產良性循環。

房地產風險釋放循序漸進

控房地產泡沫，也沒必要主動擠破。房地產領域的風險釋放需要長期逐步推進。今年政府工作報告提出的主要措施：一是繼十九大報告之後，進一步明確「堅持房子是用來住的、不是用來炒的」定位。落實地方主體責任，繼續實行差別化調控，一線城市從

嚴，二三四線城市精準化調控。

二是完善調控方式，遏制投機炒房。「健全地方稅體系，穩妥推進房地產稅立法」。嚴控銀行貸款資金借道或繞道流入樓市，上浮個人按揭貸款利率。

三是建立長效機制，促進房地產市場平穩健康發展。培育住房租賃市場，發展共有產權住房。加快建立多主體供給、多渠道保障、租購並舉的住房制度。

展望後市，隨着相關措施進一步落實，內地房地產市場有望呈價穩量跌態勢。對房企來說，2018年將是銷售小年。隨着還債高峰期到來，境內融資成本上升和相關政策收緊，中資房企境外發債融資將進一步升溫，香港金融業將迎來新的業務機會。

經濟數據現分歧 通脹壓力或回落

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



受到貿易戰風險的拖累，美股走勢趨於波動，但整體還是相對偏強的，考慮基本盤，對後市並不會悲觀。 資料圖片

在金融海嘯過後，全球經濟逐漸從困難時期走出來，更開始轉變成正常時期，這其中作為領頭羊的就是美國，不少主要央行更是小心關注其收緊的步伐。

各類資產波動性回歸

美聯儲在經濟面支持下已經開啟了加息周期，對於今年，市場原本預期有三次行動，但近期越來越多的聲音表示恐怕會多於三次。還記得上個月公佈就業數據，強勁的非農和薪資增長讓投資者一下子對通脹上行壓力和加速升息的擔憂爆發，引發市場巨震，由美股美匯雙殺開始蔓延到全球其他市場，各類資產

作出了不同程度的調整。恐慌指數VIX也一度高見50.3，打破了之前圍繞10水平上落的平靜狀態，各類資產的波動性逐漸回歸。

而最近的數據相對來說溫和不少。上周小非農數據ADP強勁就已經提高了市場對周五非農報告的期待。

數據參差未提振加息預期

而實際出來的數據也是整體樂觀。新增非農就業人口31.3萬，遠超過預期的20.5萬，是2009年12月以來最大超預期漲幅。失業率連續五個月維持在4.1%的低位，不過薪資增長不及預期。CPI符

合預期，不是很好也不是很壞，剛剛夠支持美聯儲的收緊政策，但也不至於提振加息提速的預期。加上零售銷售不及預期，抵消了PPI的強勁表現。如此，截至目前為止的數據並沒有特別大的驚喜，之前對美國經濟過熱的擔憂自然回落。

美元乏力 美債反彈

由此，同時受到地緣政治風險的影響，美元的動能減弱，好不容易在上周尾重上90水平，更一度突破50日線後，本周重新回到90水平下方，表現相當乏力，恐怕短線內還將維持其從1月末就

開始的88至90水平區間波動。

美債連續反彈，10年期美債收益率周內一連三日下跌，目前不斷測試2.8%的支持，作出短線的回調，不過恐怕上行趨勢還是沒有改變，債市的壓力難減。美股亦獲得支持，上周後半段開始反彈，動能增強，道指重上兩萬五，納指更是創下歷史新高，而且不光是科技股，中小型股也脫離低點。不過本周實在受到貿易戰風險的拖累而走低，但整體還是相對偏強的，考慮基本盤，對後市並不會悲觀。

與此同時，歐洲經濟數據略有回落。法國2月通脹率年終值確認降溫，德國2月份通脹率連續第三個月下降。歐元區工業生產升幅放緩，GDP則意外下修增速。德拉吉也在近期表示需要看到更多證據證明通脹正朝着目標上漲，如此不利歐元，以至於還受到1.25的阻礙。

中國經濟數據有亮點

另一邊廂，內地二月的經濟數據有不少意外。內地1-2月工業增加值同比增長7.2%，大幅好於預期，主要歸功於電力生產明顯加快。而固定資產投資同比增長7.9%，回升至去年7月以來的新高，反彈超預期，地產的帶動較主要，不過社會零售銷售總額同比增加9.7%，略低於預期。

通脹脹升至2.9%，與上個月受到天氣和春節等因素有關。而PPI則連續回落，不及前值和預期。出口意外大增44.5%，新興市場需求旺盛。但考慮貿易戰的風險，年內出口並不會特別樂觀。

美貿易保護升級引發全球股市下跌

Lukman Otunuga FXTM富拓研究分析師

美國國務卿雷克斯·蒂勒森突遭解職引發市場對美國貿易保護主義升級的擔憂，投資者交投謹慎。周三，亞洲股市全線走低。受風險偏好不足影響，上證綜指下跌0.57%，至3,291.38點。謹慎情緒也蔓延至香港市場，恒生指數收盤下跌0.53%，至31,435.01點。歐洲股市開始時持穩，這得益於德拉吉的鴿派言論，但之後貿易戰擔憂令股市回吐漲幅。有關美國考慮對中國進口商品加徵關稅的報道料將嚴重拖累市場人氣，美股面臨進一步下挫的風險。

匯市方面，人民幣兌美元漲勢，中國工業產值數據超出市場預期。白宮政局動盪導致美元走軟，在作者撰文時美元/人民幣波動於6.3130元左右。若美元持

續疲軟，美元/人民幣短線可能下探6.3000元。

通脹數據未能提振美元

周二，美元兌一籃子主要貨幣下跌，周三延續跌勢，美國2月份通脹數據未能有力提振美元。2月份CPI上升0.2%，符合市場預期，強化了美聯儲今年將逐步加息的預期。美元空頭更為關注蒂勒森被解職的消息，特朗普政府的不穩定性令人擔憂。在白宮人事動盪之下，美元走勢不穩。來看技術面，日線圖上，若美元多頭不能攻克90.00阻力位，則可能進一步下行。若美元指數持續受阻於90.00，該指數可能跌向89.50。反之，如果美元指數日收盤高於

90.00，則有望挺進90.30和90.50。

歐洲央行行長德拉吉在法蘭克福參加貨幣金融穩定協會主辦的會議時發表鴿派講話，歐元空頭入場。德拉吉表示央行需要看到通脹升向2%目標的更多證據，然後再考慮完全結束其資產購買計劃。他說貨幣政策「仍將保持耐心、連貫和謹慎」。在德拉吉發表講話後，歐元/美元下跌，在作者撰文時波動於1.2370美元附近。

若該匯率盤中跌破1.2350美元，則可能跌向1.2300美元。反之，若向上突破1.2400美元，則匯價有望上探1.2440美元和1.2500美元。

周二晚間金價上揚且漲勢延續至周三，這得益於美國政治不確定性支持了

市場避險情緒。美元疲軟也助推了金價上漲，金價波動於1,325美元左右。美國貿易保護主義抬頭和白宮人事變動令投資者感到不安，黃金市場藉機回升。

避險情緒升溫 金價回升

中長期而言，美國加息預期可能抑制金價上漲，但短期內多頭將從當前的不確定性中受益。

從技術角度看，日線圖上金價在50日移動均線下方，MACD下穿0軸，黃金走勢仍承壓。若日收盤高於1330美元，則多頭將佔據上風，下一目標位見1,340美元。反之，如果金價未能守住1,324美元，那麼金價面臨跌回1,313美元的風險。

銀保合併可完善金融監管 惟流動性將趨緊

康證投資研究部

早前中央將防範化解金融風險列為重中之重處理的問題，因此國務院亦不敢怠慢，宣佈將中國銀監會及中國保監會的職責整合，組建中國銀行保險監督管理委員會，並作為國務院直屬事業單位。

同時，又將中銀監、中保監擬訂銀行業、保險業重要法律法規草案和審慎監管基本制度的職責劃入人民銀行，令自2003年以來「一行三會」的「分業經營、分業監管」格局產生巨變。

中國銀行保險監督管理委員會主要職責是依照法律法規統一監督管理銀行業和保險業，維護銀行業和保險業合法、穩健運行，防範和化解金融風險，保護金融消費者合法權益，維護金融穩定。新機構的成立是由於內地金融業現行體

制雖為分業經營，但實際業務混業、相互滲透已達相當程度，因此希望可透過銀保合併去掃除分業監管的灰色地帶，提高協調的效率，及避免監管重疊等問題。

助貨幣與監管政策更協調一致

合併後的中國監管機構將強化綜合監管，縮小監管套利空間，且優化監管資源配置，更好統籌系統重要性金融機構監管，並在應對日益複雜的金融活動，特別是銀行和保險公司的業務交叉和金融產品相互持有方面將更具優勢。

另外，將銀行和保險業法律法規擬定職能劃入人行，則可使貨幣政策與監管政策更加協調一致，有利於維護金融穩

定。而隨着風險管理收緊、合規加強，行業內的違規行為有望減少，一些大型上市保險及銀行企業將可受益於更加良性的競爭格局。

規模較小銀行料加入籌資行列

銀保合併雖長遠有利中國經濟金融安全的發展，惟金融監管進一步收緊對市場的流動性帶來短暫負面影響。巧合地農行於周一(12日)公佈A股歷史上最大規模的千億人民幣定增計劃，全部用於補充該行的核心一級資本，有助改善資本比率，從而減低撥備，對盈利表現有正面影響。

隨着農行發股集資後，料規模較小的銀行仍有機會發股集資以應付更嚴謹的監管要求。

部分內地銀行營運數據比較

銀行	核心1級資本比率(%)	總債務/總股東權益	撥備覆蓋率(%)	不良貸款率(%)	市值(億)
建行(0939)	12.84	153.38	160.15	1.51	21,394.73
信行(0998)	9.60	347.48	152.97	1.65	3,654.55
農行(1288)	11.25	148.70	181.80	2.19	16,522.97
工行(1398)	13.19	143.33	145.81	1.57	27,682.34
重慶銀行(1963)	9.22	520.45	213.89	1.25	213.89
民生銀行(1988)	9.46	602.86	153.33	1.69	3,625.76
交通銀行(3328)	11.71	404.56	151.02	1.51	5,359.10
重農行(3618)	9.68	377.45	425.14	0.97	675.00
徽商銀行(3698)	9.69	279.41	273.21	1.06	450.83
招商銀行(3968)	12.42	341.53	224.69	1.71	9,403.61
中國銀行(3988)	11.80	221.97	152.46	1.38	14,607.73
光大銀行(6818)	9.42	371.77	152.17	1.58	2,602.45
行業平均	10.9	326.10	198.90	1.51	8,233.90
來源：康證投資研究部					