

人行設CBS 釋寬鬆操作訊號

左智卿 中國華融（澳門）國際股份投資管理部董事總經理



■2019年只過去了一個月，期內人民銀行已推出全面降準等不少寬鬆措施。資料圖片

2019年1月24日，中國人民銀行決定創設票據互換工具（CBS），公開市場業務一級交易商可以使用持有的合格銀行發行的永續債從中國人民銀行換入央行票據。銀保監

會發佈通知，允許保險資金進場，允許投資銀行發行永續債。1月25日，中國銀行在銀行間債券市場成功發行400億元無固定期限資本債券（永續債）。三則新聞傳遞出了監管部門對商業銀行補充資本的支持，改善了市場預期。

銀行資本充足率承壓

近年，隨著資管新規等一系列監管動作，大量表外業務回歸表內，影子銀行資金回歸到銀行系統，資本佔用劇增；經濟發展速度減緩，銀行的不良資產餘額上升，減值損失較大，風險資產的增加加快銀行資本消耗，使銀行資本充足率承壓。

上市銀行三季的財報披露顯示，A股上市的20餘家銀行中，工行、中行、興業、光

大等銀行的資本充足率均出現下滑，部分銀行一級資本充足率和核心一級資本充足率也均呈現出下降趨勢，多家銀行資本充足率僅高出監管要求1個百分點左右。

民營企業及小微企業作為經濟增長的助推器和社會穩定的調節器，在經濟發展降速的時期面臨着融資難的問題，儘管金融監管部門著力於化解此問題，但是商業銀行缺乏足夠的資本，直接限制其配置風險權重更高的民企、小微企業貸款等資產，影響銀行的承接能力，阻礙信用擴張，不利於疏通貨幣政策傳導機制和為小微企業和民營企業紓困，延緩非標業務回表和資管新規的進程。

過去補資本途徑單一

商業銀行補充一級資本的途徑主要是普通

股、優先股和永續債，其中IPO、定增、發行可轉債和優先股的時間較長，而永續債雖然發行容易，但是由於永續債無固定期限等特徵，存在流動性較低，風險溢價較高的情形，抬高了銀行的融資成本。

而央行通過創設央行票據互換工具，為高評級的銀行永續債提供背書，並將其納入央行中期借貸便利、定向中期借貸便利、常備借貸便利和再貸款的合格擔保品範圍。進一步增強市場認購銀行永續債的意願，有效解決永續債流動性低、風險溢價高的問題。

規避「大水漫灌」政策

央行票據互換是以券換券，銀行永續債所有權沒有轉移，銀行不能通過此工具實現出表，信用風險仍由銀行承擔，央行只對銀行

永續債的流動性提供支持，不承擔信用風險，不涉及基礎貨幣投放。有效地規避了量化寬鬆和大水漫灌式的貨幣政策。

2018年，資本市場出現劇烈震盪，二級市場存量資金降低，通過使用永續債補充資本金，有助於減輕銀行在二級資本市場的融資壓力，並減少對股市的壓力。

央行票據互換工具和永續債可以有效的解決商業銀行的資本充足問題，但是由於宏觀經濟承壓，銀行在資金投放上仍然持審慎態度，短期內對實體經濟的支持有限。

長期來看，互換的央行票據可用於作為機構參與央行貨幣政策操作中的合格抵押品，可以有助於加速實現從寬貨幣向寬信用的傳導，使民營企業及小微企業受益，為實體經濟的穩定和發展提供支持。

美議息之重要 在於時代背景

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

一直以來，筆者在本欄以至別的媒體，與大家緊密跟進美聯儲的決策模式，躬逢其會，把這個觀察和分析框架用得好，對於過去10年來，重大的資產配置方向，雖不中亦不遠矣。

央行決策之所以重要，在於其歷史時代背景使然，沒有10年前的金融海嘯，大體上，只是格林斯潘任美聯儲主席年代的調升調降，沒有伯南克接手以來的清楚。

金融海嘯後 資產必定升值

是的，金融海嘯後，因為大方向是在危機時救市，大量資金注入市場，資產價格止跌回穩，繼而回升，為各方買時間，也買來信心，系統性風險當中，信心危機的本質是關鍵，只要資產價格止跌，一切好辦，然後大家休養生息，實體經濟逐漸回復。

當然，隨着經濟好轉，央行便要思量，怎樣在不太影響資產價格波動性和市場整體穩定性之下，慢慢由市場撤出，騰出政策空間來，好讓萬一他日又有重大事故，可以有足夠的政策工具，再來救市一廂。

說起來，美聯儲的角色，不就是這樣嗎？每次有金融危機，便要有更多的資產泡沫，容許危機消弭於無形，然後周而復始，又有另一場危機催生，再來一個更大規模的救市，如此類推。

央行終會撤退 大家心中有數

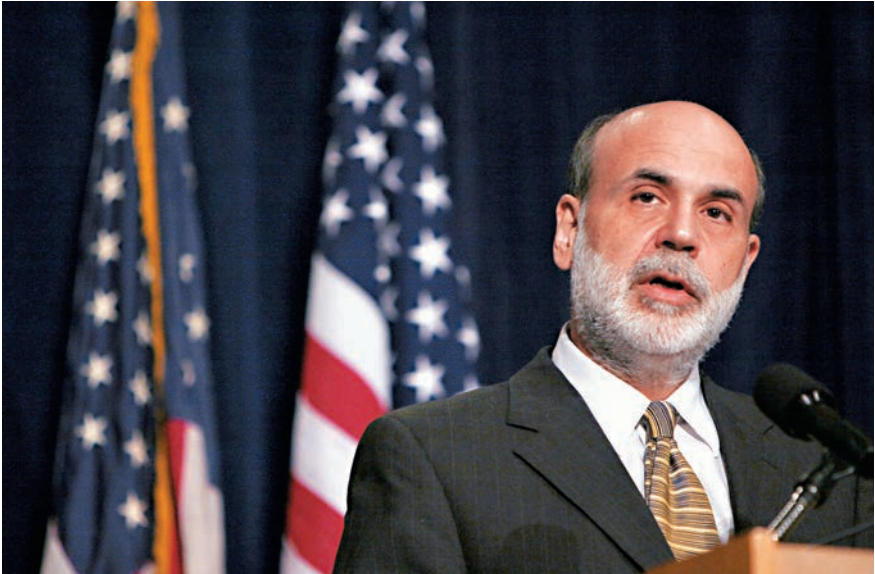
不錯，十年前的量寬規模，對金融市場的影響，必然影響深遠，大家心中有數，央行終有一天要撤退，但在其真的大舉撤退之前，即可盡情享受資產升值的好處。

隨着幾年前伯南克預告可能考慮退市，到如今，美聯儲主席甚至已一換再換，由耶倫轉了鮑威爾，而後者在原本得到特朗普支持，到如今備受批評和壓力，其實亦只不過幾年的事。而過程中，央行便不斷由非常時期的非常手段，逐漸把貨幣政策正常化，變為目前正常時期的正常手段。

事實上，說是正常時期，不是隨口說說。大家看看，去年第四季，鮑威爾在當時內，對於當前利率水平，與所謂中性利率水平，兩者差距，評價相去甚遠，由原本的仍有一段距離，到一個月後的僅略低於。這個轉變，直到今天，在一月份的議息後，仍然有人不明所以。

數據時好時壞 寧鬆不宜緊

但其實，只要大家不要那麼死心眼，太執着於過去，便明白，假設其他因素不變的經濟分析，最重要是所謂其他因素，可能一直在轉變。



■伯南克任美聯儲主席期間，為應對金融海嘯，採取了量化寬鬆措施（QE）等多項非常規救市措施，促使資金湧入資產市場。資料圖片

結合去年貿易戰帶來的不明朗因素，影響所及，投資者押注是看預期，企業投資設廠招聘何嘗不是？如今看來，企業投資放緩，部份美國跨國企業要裁員，在在說明，這個損人不利己的博弈，最終影響到美聯儲的決策。

說起來，隨着數據開始轉差，不再一面倒地向好，反而是時好時壞，有些勝預

期，有些遜預期，美聯儲作為負責任的央行，當然要小心考慮，究竟當前數據顯示的，是否有轉差的風險，寧鬆莫緊，是大原則也。

反正去年已經順利完成每季一次的加息，已經有足夠的紀律，不受影響。（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。）

1月PMI數據點評 減稅降費料擴大

劉學智 交通銀行金融研究中心



■1月製造業PMI為49.5，連續第二個月低於50榮枯線。資料圖片

內地官方製造業PMI連續4個月回落後略有反彈，但仍然處於收縮區間；非製造PMI上升主要由服務業帶動，建築業PMI

高位回落。當前內外需求走弱壓力仍然較大，一季度經濟增速可能走低。宏觀政策逆周期調節，製造業PMI止住了下跌趨勢，但回歸到擴張水平還有待時日。

生產指數是五大分項中最高的一項，但仍處於近3年的較低水平。在宏觀政策穩增長力度加大的作用下，企業補庫存意願出現略有改善的跡象。產成品庫存指數繼續下降，終端需求疲弱導致企業不願意增加產品出貨庫存。供需兩端價格低位回升，近幾個月PPI可能跌到負值，但不會繼續大幅下降，負增長幅度或將有限。三大訂單指數持續低於榮枯線，需求走弱壓力仍在加大。中美處於90天貿易談判緩

和期，談判進程正在順利推進，釋放出了積極信號，促進新出口訂單指數止跌企穩。大型企業PMI反彈回升，穩增長政策對大型企業的帶動作用逐漸顯效。中型和小型企業PMI低於榮枯線且繼續下行，針對中小企業的減稅降費力度將加大。

春節臨近 服務業PMI回升

非製造業PMI回升到54.7%，主要原因是服務業PMI上升，而建築業PMI高位回落。春節臨近，與居民消費、出行相關行業的需求逐步釋放，促進服務業景氣度上升。樓市整體降溫，房地產行業景氣度處於收縮區間。受天氣轉冷、春節臨近以

及需求減弱的影響，生產淡季全國各地工地陸續停工，建築業PMI高位回落。

寄望未來兩季經濟企穩改善

穩增長擴內需速度加快、力度加大，受到積極政策的帶動，製造業PMI作為宏觀經濟運行的先行指標，已經出現止跌回升，但傳導到經濟增長仍有一段時間。由於製造業PMI仍然低於榮枯線，一季度主要經濟數據可能普遍偏低，經濟增速將下行。為了防止下行壓力加大的風險，減稅降費規模需要進一步擴大，逆周期穩增長政策措施需要盡快出台和落實，二至三季度有望看到經濟運行企穩改善。

美聯儲顯耐心與決心同行

程實、王宇哲、錢智俊 工銀國際研究部

「君子藏器於身，待時而動。」2015-2016年，美聯儲鴿派加息猶豫踟躕，2017-2018年，鷹派加息果敢疾行。2019年，美聯儲加息時機又將如何抉擇？筆者認為，1月美聯儲議息會議如期按兵不動，表明政策耐心和政策決心將共同貫穿於2019年加息進程。一方面，隨着隱性決策規則更趨穩健，且面臨短期不確定性的集聚，美聯儲料將有充足耐心謀定而後動，今年3月加息落地的可能性大幅下降。另一方面，得益於美國經濟「減速不失速」的趨勢，以及加息衝擊的逐步緩解，美聯儲仍有空間堅守政策決心，完成貨幣政策正常化的審慎目標。

中國經濟或首季度企穩

有鑒於此，2019年美聯儲有望進行不多於兩次的加息，但加息時機將更加依賴相機抉擇，首次加息有望延遲至二季度。受此影響，一季度美元指數仍將易降難升，人民幣匯率有望繼續維持長期穩態。中國國內貨幣政策空間因此擴大，有助於中國經濟在一季度企穩。

內外不確定性尚待消化

從短期形勢來看，內外部不確定性尚待消化。2018年底至今，三大不確定性因素接踵而至，正在深刻影響美聯儲決策。第一，美國政府停擺危機。雖然美國史上最長的政府停擺暫告結束，但是其造成的巨額經濟損失將隨後兌現，疊加其伴生的統計數據失真問題，料將對高度依賴數據的美聯儲決策產生掣肘。第二，特朗普赤字財政。本次政府停擺表明，美國內部政治博弈已經進入白熱化狀態，未來料將明顯阻礙特朗普政府大規模基建計劃的落地，進而導致政策斷檔，加速財政刺激效果的消退。第三，中美貿易問題磋商。自1月7-9日的首輪磋商以來，中美經貿博弈局勢持續緩和。但是，考慮到特朗普政府慣於在談判期間採取「極限施壓」，針對中國明星企業的制裁措施仍在加碼，因此磋商進程是否會再生波折並衝擊美國金融市場，仍存未知數。面對上述不確定性，靜觀趨勢變化、謀定而後動，將是美聯儲的理性之舉。

遇水搭橋 炒家賺錢總有法

廖偉強 利嘉閣地產總裁

「10 years challenge（10年挑戰）」是近日社交媒體上流行的新玩意，由facebook創辦人朱克伯格掀起，上載自己10年前後的對比圖，看看容貌的變化，結果引來一眾用戶紛紛做效。在鋪天蓋地的對比圖當中，有些人的變化很大，而有些人的容貌則如「凍齡」，一點變化也沒有。然而，筆者認為活動的深層意義，不是在容貌之間，而是檢討自己無論在工作、性格、行為或能力有沒有變化，有沒有進步，方對得起人生中寶貴的10年光景。

炒家從不消失 僅改變手法

所謂「人生有多少個10年」，筆者從事地產市場超過30年，見證了本港樓市多番的起起跌跌，也認識了無數活躍於房地產市場的炒家，見識了他們如何在樓市的高低跌宕中遇水搭橋，因應不同的市場環境而改變獲利方式。在政府2010年推出第一隻辣招「額外印花稅（SSD）」之前，房地產的炒賣活動非常暢旺，「摸貨」、短期持貨獲利的情況十分常見，引致樓價飛升，社會的不滿聲音也此起彼落。為了遏抑樓價，政府推出SSD打擊炒賣活動，及後亦陸續推出更多辣招，令原本熾熱的市場成交日漸減少。這些措施看似十分奏效，以往活

躍於房地產市場的炒家似乎都「退隱江湖」，消失不見。然而事實是否如此呢？聰明的讀者當然知道答案是否定的，所謂「你有張良計，我有過牆梯」，精明的炒家當然會另覓圖利的方法。事實上，作為一個炒家，只要有利可圖，並非一定要短炒，而是可以將炒賣的時間延長，直至獲利為止。房地產市場的炒家非常靈活，無論是住宅、工廈割細、商舖分間、車位、收購舊樓及地皮等，只要有有利可圖，都可以炒賣。所以，炒家從來不會消失，只是轉換其獲利的方而已。

地少人多 高樓價藏結所在

地少人多一直是香港樓價一直高企的癥結所在，供應不足，令房地產的需求及活躍的程度絕對優勝於任何國家，因此本港樓價多年來都是反覆上升。就是這樣的優勢及特色，支撐樓價硬淨難大跌。正如本港樓市自去年中開始，受到因為中美貿易戰、息口、以及政府的「娥六招」等利淡因素而應聲倒地，至今樓價

累積的跌幅已有一成。不過隨着最近中美貿易戰的談判過程順利、股票市場開始回穩、加息機會減少等利好因素，加上部分業主調低放盤價格，以及發展商以優惠價格推盤，驅使買家開始入市，令市場氣氛呈現180度轉變，在農曆新年前更爆發「小陽春」，不論一二手的買賣交投都明顯熾熱起來。由此可見，本港樓市雖會偶有調整，也很快就重拾升軌，正是如此穩定、高獲利比例的房地產市場，令炒家愛不釋手，難以杜絕。



■港樓易升難跌，炒家不肯離去。中新社

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。