

# 經濟下行融資需求疲軟

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

8月12日，中國人民銀行（央行）公佈了7月金融及信貸數據。其中，7月新增人民幣貸款1.06萬億元（人民幣，下同）、新增社融1.01萬億元、M2同比增速8.1%。具體來看：短貸季節性回落疊加需求疲軟使新增人民幣貸款承壓。7月金融機構新增人民幣貸款1.06萬億元，同比少增3,975億元，按月大幅減少6,000億元。其中，短期貸款6月衝高之後季節性回落是重要原因之一，例如，7月住戶部門短貸僅新增695億元，按月少增1,972億元，企業部門則更加嚴重，短貸淨到期2,195億元，按月大幅少增6,603億元。歷史上來看，短期貸款在多數年份表現出在二季度末衝高後大幅回落的季節性規律。

中長期貸款並未體現出明顯的季節性變化，居民部門未受到房地產融資調控的明顯影響，仍然新增4,417億元，較6月僅小幅下滑；企業部門中長期貸款新增3,678億元，較

6月變化不大，但規模依舊偏低，而且考慮短貸後企業部門7月合計新增貸款僅2,974億元，較6月大幅萎縮6,131億元，創下去年1月以來新低。

## 非標融資額明顯縮減

在筆者看來，數據反映了近期宏觀基本本面整體偏弱、居民消費意願降低、企業盈利狀況仍未改善、外部環境變化對預期帶來負面影響等因素之下，金融機構風險偏好並未明顯降低、實體部門融資需求也仍然偏弱。

直接融資回升難改社融增量萎縮。7月社會融資規模僅新增1.01萬億元，環比大幅減少1.25萬億元。其中，直接融資成為唯一亮點，地方專項債發行進度繼續加快，7月淨融資4,385億元、環比多增840億元；企業債券淨融資2,240億元、環比多增1,063億元；而受科創板新股集中發行帶動，沉寂已久的

非金融企業境內股票融資7月新增593億元，環比多增439.8億元。

除此以外，人民幣貸款和非標融資均表現不佳。7月委託貸款、信託貸款分別減少987億元、676億元，按月跌幅分別為160億元、691億元，其中信託貸款受近期房地產融資調控收緊影響較大，7月房地產信託發行量大幅減少；值得關注的是，未貼現的銀行承兌匯票大幅拖累了非標表現，當月減少4,563億元，較6月多減3,251億元，與近期票據到期規模放大、票據監管邊際收緊（如北京地區出監管意見嚴查票據真實交易背景等）有關。

此外，7月包商衝擊的市場影響較前期緩和，流動性較6月有所收緊，疊加實體融資需求疲軟、房地產融資等監管政策收緊影響，M2同比增長8.1%，環比下降0.4個百分點。

總體來看，7月金融及信貸數據一定程度反映了下半年經濟下行壓力加大的預期。一方面，逆周期調控的壓力並未減輕，實體經濟融資需求疲軟、貨幣政策傳導機制不暢通等問題也仍然存在，另一方面，防風險和結構性去槓桿的任務依然艱巨，房地產、中小銀行等金融領域風險不得不防。央行二季度貨幣政策執行報告的表態表明，貨幣政策將面臨更多權衡。

在此背景下，當前貨幣政策仍將保持結構性寬鬆、精準發力，必要時可以考慮降準甚至降息。但筆者認為中長期還是要依靠更多金融供給側改革措施來解決問題，如推進貸款利率“兩軌合一軌”，構建支持中小銀行的“三檔兩優”存款準備金制度，保持房地產融資調控常態化等，以降低融資成本、疏通貨幣政策傳導機制、防範金融風險，引導資源更多流向實體。

## 美債息倒掛 避險資產受捧

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“2年期和10年期美債收益率在8月14日一度出現倒掛，這是2007年6月以來首見。這條消息近日已經刷遍所有財經媒體的報道，成為投資者口中最大的話題。之所以這麼緊張，就是因為一般而言，長期利率會高於短期，如果發生倒掛，表示投資者普遍預期未來利率更低，經濟增長前景不樂觀。而從歷史數據來看，在2年期和10年期美債收益率出現倒掛的一段時間之後，美國經濟就會真的出現衰退。”

倒掛這兩個字其實不是第一次在今年出現，就好比3月之時，3個月和10年期美債收益率倒掛，亦引發擔憂。那次的倒掛還不是投資者最主要關注的一個指標。但這次的倒掛的確是重要的信號。雖然目前只是第一次出現，有不少不確定的因素，但至少是給投資者提個醒，之後需要密切跟蹤這個倒掛情況。

### 恐慌情緒高漲

市場前一日還在美國延後對部分中國商品的關稅消息下開心，風險資產反彈，但很快受到2年期和10年期美債息倒掛的影響，進入恐慌的氣氛。VIX從8月開始重新回到大波動的狀態，14日大漲26.14%至22.1。風險資產普遍受壓，資金青睞避險資產。拋售美股，擁抱美債。10年期美債收益率下跌不是第一天，從去年11月開始

連續受壓，形成下跌的趨勢，7月還在2.0%一線附近徘徊，但到了8月加速下行，不但跌破2.0%的支持，現在更已經將重心下移到1.5%水平，料未來還將維持弱勢。

黃金受到投資者的追捧。在今年6月份前，其實表現都比較普通。到了6月，投資者對於美聯儲減息的憧憬升溫，即便不少經濟數據顯示情況還未太差，金價受到刺激不斷走高，從1,300美元樓下一路升穿1,400美元，走勢強勁，當月就累積了近8%的漲幅。到了7月，金價一方面是在等待美聯儲最後的議息決定，看到底是否會如市場預期的減息，一方面是在消化之前短短一個月累積的漲幅。7月的黃金主要就是震盪調整為主，在1,400至1,450美元區間，其間也曾經向上做出過突破。

直到8月開始，金價終於再次重拾上行動能。一方面，8月1日特朗普突然宣佈了對剩下中國輸美貨物加徵關稅，中美矛盾加劇，地緣政治風險很快給金價帶來支持。另一方面，全球經濟增長擔憂持續，中美矛盾更是雪上加霜。而這樣的擔憂在2年期和10年期美債收益率倒掛之時，更是進一步體現。料越來越多央行也會加入到減息的步伐中，美聯儲下個月再減息的概率更大。這樣的貨幣政策的調整，對於金價是利好。金價目前已經加速走高，突破1,500美元，並越升越有。

對於後市，地緣政治風險這個因素在短期來看不容易解決，而貨幣政策的轉變也形成趨勢，金價中期看漲，升至1,600至1,800美元區間的概率也是有的。

（筆者為香港證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益。）

## 機場騷亂有機會成壓跨香港經濟最後一根稻草

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

香港經濟本已飽受內憂外患，貿易萎縮、旅客減少、零售疲弱，下半年經濟轉壞及裁員潮已是無可避免。日前在香港國際機場出現的大規模示威，更有機會成為壓跨香港經濟最後一根稻草。

香港作為國際貿易中心，去年客運量達至7,470萬人次，當中不少是中轉客。若以客運量計算，本地機場全球排名第8，於亞洲區僅次於北京首都國際機場及東京羽田機場，高於全球第16位的韓國仁川機場及第19位新加坡樟宜機場。若以貨運量計算，本地機場排名連續9年全球第一，去年仍大幅拋離排行第二位的美國田納西州孟菲斯國際機場，更遑論其他亞洲城市。

事實上，香港國際機場能取得如此佳績，是經過多年努力累積的成果，得來絕不容易。首先，成功的物流中心必定是高效營運者，香港國際機場當之無愧。其次，機場所覆蓋的航點要多、航班要密。由於物流中心受制於集群效應，航運網絡一旦成形便難於逆轉。受益於中國經濟高速增長所帶動的容量，並利用“一國兩制”之利，香港快速開拓至內地及國際新航點客運服務，同時利用客機剩餘運載力開拓貨運業務，取得貨流經香港中轉的慣性。

### 競爭者正不斷追趕

隨着亞洲及中國經濟急速發展，各地均積極投入基建以發展經濟。最新的競爭者包括廣州白雲機場及深圳寶安機場，兩者皆潛力無限。廣州白雲機場去年客運量達6,977萬人次，位處全球第13位，雖然航班及航點數量與香港仍有距離，但其增幅相當不俗。另外，廣州市政府正為白雲機場加建至5條跑道，增加機場吞吐量，其國際航點覆蓋率追上香港只是時間問題。深圳寶安機場亦正積極建設第3條跑道，應對空運所需，與香港機場既有競爭，又有合作空間。

香港的示威活動如果不及早“回復理性”，最終只會出現“攬炒”局面。現時已經有不少海外投資者擔心香港的情況，重新檢視甚至暫緩在港投資；另一方面，對內地而言，香港又是否一個仍能信任的地方，相信大家心中有數。香港經濟正面對由盛轉衰的交叉點，未來走向，只在大家一念之間。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表香港文匯報立場。

## 兩融“鬆綁” 利好券商營運前景

寶鉅證券金融集團投資研究部

上周外圍市場雖然正面對着不少風險因素，如中美貿易戰的走向不明以至美股債息倒掛等消息，A股市場卻迎接了不少政策帶來的暖風而靠穩。繼科創板開通帶動“打新”熱潮過後，各部門在政策面上先後推出“三支箭”，繼續為A股市場提供信心，首先是證金公司日前宣佈將下調整體轉融資費率80個基點，降低證券公司的融資成本以提供資金予市場；而另一方面則有中國證監會就修訂《證券公司風險控制指標計算標準》公開徵求意見，鼓勵券商適度增加槓桿而優化其資本運作空間；第三支箭則是為融資融券“鬆綁”。

8月9日，中證監指導交易所修改《融資融券交易實施細則》，細則修訂內容涉及多個方面，包括改善擔保物的範疇及將風險識別下放至證券公司自身等，而最受外界注目的則是取消了最低維持擔保比例不得低於130%的統一限制，以及在保留原有融資融券的股份上，按加權評價指標的大小排序，將可進行兩融的股份由原先的950

隻擴充至1,600隻，相關修訂將在8月19日生效。

### 取消統一“平倉線”

是次修訂取消了維持擔保比例不得低於130%的統一限制，而相關擔保比例將下放至證券公司根據客戶資信，擔保物質量及公司風險承股能力而自行釐訂，為券商及客戶提高了不少的自由度。以往券商的做法是如果客戶的擔保比例貼近130%的話，不論客戶的風險取向或風險承受能力如何，客戶均將會被強制平倉而造成損失。修訂過後，券商將可因應客戶情況而提升或降低其擔保比例，一方面可以更滿足客戶的需要外，亦可減低跌市時因大量客戶觸及監管紅線而發生“人踩人”式沽貨的機會，為券商的營運面及客戶的需求面提供更高的自由度。

另一方面，可作融資融券的股份數量上升由950隻擴大至1,600隻將進一步鼓勵市場進行兩融。是次擴充中，深交所及上交

所的可兩融股份數分別由425隻及525隻同時上升至800隻，增幅分別是88.2%及52.4%，而擴充過後，可進行兩融的股份將由原先的市值佔總市值比的70%提升到80%。修訂納入更多股份可進行兩融，投資者現時持有的股份能獲得的融資額將有所增加，而可兩融股份增加亦為投資者於未來進行投資，在股份選擇時帶來更多彈性，進而達到活化市場之效。

### 利好市場長遠發展

內地的兩融業務餘額由2015年的高位2.27萬億元(人民幣，下同)，下跌至近期約9,000億元的低水平，是次兩融“鬆綁”，預期可吸引投資者進行更多的兩融相關業務。同時，政策面將風險控制及監控事宜下放至證券公司層面，除了為投資者及證券公司帶來上述的正面影響外，亦為整個A股市場提供更自由及更全面的營運環境，利好內地金融市場未來的長遠發展。