

# 金融監管收緊 資產泡沫承壓



去年房貸放鬆，推動一二線城市房價漲，並向三四線傳導

中新社

去年以來，中國房價大漲引發地產調控，同業加速擴張帶來了同業監管，又恰逢利率市場化推進。回顧美、日、韓經驗，利率市場化加劇機構間競爭，引發金融機構擴大槓桿、提升風險偏好，容易催生資產泡沫，一旦貨幣政策轉向或外部環境巨變，泡沫破裂引發危機。我們發現這與中國目前的情形相似。

海通證券首席經濟學家 姜超



超限觀點

## 1. 美國利率市場化與儲蓄危機

美國利率市場化始於1970年，成於1986年，其間存款佔比由1973年初的90%下降到1987年的78%，而同業借款從7%增加到16%。利率市場化抬升負債成本，疊加美聯儲加息，存款利率上升幅度遠大於貸款利率，使得存貸利差大幅縮窄，而後隨着利率下降而回升。

風險偏好抬升，地產貸款高增。面對資金成本上升的壓力以及激烈競爭，本國商業銀行普遍提高資金的運用效率，增加貸存比，並且增配高收益資產。這體現為房地產貸款比重持續增加，1987年房地產貸款比重已經超過了工商業貸款，而到了1990年，房地產貸款比重大幅上升至40%。與此同時，非銀機構崛起，

金融部門非存款負債佔國內生產總值（GDP）的比重從七〇年的25%飆升至九〇年的127%。

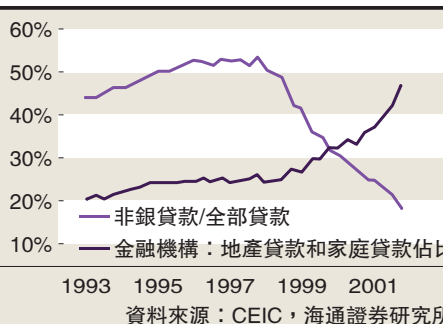
地產風險積聚，儲蓄危機爆發。由於金融槓桿攀升、大量信貸投向地產，八十年代美國地產市場繁榮發展。1986年美國取消了对地產投資的稅收優惠，疊加空置率高企、美聯儲加息，地產市場景氣度下滑，不良貸款嚴重，最終導致銀行業危機。

## 2. 日本利率市場化與泡沫經濟

日本利率市場化是一個漸進式過程，在1994年完成，其間存貸利差整體下行，本國商業銀行主動負債佔比從1977年的14%上升到1996年的26%。從資產端看，按揭貸款和地產貸款比重持續增加，金融同業貸款比重同樣抬升，而製造業貸款比重從七十年代前半期的39%下滑至九十年代前半期15%。

1985年至1990年間，受到寬鬆貨幣政

策的推動，日本M2（廣義貨幣供應）同比增速從8%上升至12%以上，遠大於消費者物價指數（CPI）的同比增速，兩者增速之差有不斷增大的趨勢。從銀行體系源源不斷溢出的流動性進入了股市和房市，居民新增住房貸款快速增加，日本股市指數及主要城市土地價格指數同比增速均出現了大幅增長，資產價格泡沫迅速形成。



面對資產泡沫和高企的物價，日本央行在1989年開始連續加息，政策利率從上調前的2.5%升高到6.0%。短時期內基準利率的急劇提升，最終成為「泡沫」崩潰的導火索，股價、地價驟降，其中東京、大阪的房屋價格，更是經歷了超過兩位數的暴跌；銀行不良貸款率從1992年的2%飆升至1995年14%的高位，銀行在內的諸多金融機構面臨破產。

## 3. 韓國利率市場化與金融危機

韓國經歷了兩輪改革，終於在1997年完成利率市場化。其間金融業資產大增，非銀尤其迅猛，非銀機構的金融資產平均增速為28%（1980至1996年），遠高於同期銀行增速。貸款方面，地產和家庭貸款佔比從20%增至25%（1993年至1996年）。從槓桿率來看，金融部門大幅加槓桿，非存款負債佔GDP的比重從1970年的42%飆升至1996年的127%。另外，九十年代初對經常帳戶的持續逆差，韓國放開了銀行體系短期資本流入限制，銀行外債飆升，到了1997年6月銀行短期外債已經達到外債的兩倍。

從貨幣危機到銀行危機。1997年東南亞金融危機波及韓國，短期外債恐慌性流出，外儲減少，韓圓大幅貶值。韓國

## 匯價追隨商品價格波動

上海商業銀行研究部主管 林俊泓



市場動脈

商品價格與匯率相關貨幣表現應趨向一致，此邏輯不難理解。具體來說，商品價格左右商品出口國的出口/進口相對價格（即所謂「貿易條件」），繼而對其本國貨幣淨需求造成影響。

正因如此，商品價格與商品相關貨幣近期南轅北轍的表現令人詫異：一方面，踏入4月份以來，路透/傑富瑞商品研究局商品價格指數（Reuters/Jefferies CRB Commodity Price Index）升勢重現；另一方面，商品相關貨幣表現卻難言樂觀。這是否代表著「表現遲滯」的貨幣會追回升幅？

我們試着從兩方面着手解開謎團。首先，找出哪些商品對匯率影響力較大。其次，探討此類「重要」商品對預測匯率走勢是否存在價值。

我們就澳元、紐元及加元兌美元匯價，與個別商品（此研究中包括石油、黃金、鋼鐵、牛奶及煤炭）和路透/傑富瑞商品研究局商品價格指數進行相關性分析。主要結果概括如下：

（一）在商品相關貨幣當中，以加元匯價對商品價格變化最為敏感，其次為澳元，再次為紐元。考慮到加拿大產業高度倚重農產品、燃油及鋼鐵，有關結果也許並不讓人感到意外；

（二）同時追蹤各類商品價格的綜合價格指數為最重要的單一參考指標。相比起個別商品，匯率變化更貼近商品研究局商品價格指數變

化；

（三）與月度匯率變幅比較，商品價格指數能更有效解釋每日匯率變幅。這點符合傳統理論的預測，商品交易者擁有的資訊優勢隨時間流逝而消失；

（四）在個別商品層面，黃金及鋼鐵對匯率的影響力最大。分析結果出乎意料地一致：該結果適用於不同貨幣，以及不同時段。

## 匯價走勢領先金價

乍眼看來，上述結果存在相當說服力。但我們亦不應過於草率，斷言商品價格與匯率之間存在單向的因果關係。到底是商品推動匯率走勢，還是倒過來，匯率推動商品價格走勢尚未可知。作嚴格檢測，我們對商品價格及匯率之間的關係進行格蘭傑因果關係測試（Granger Causality Test），該測試能夠評估兩者之間的不同關係。（結果見附表）

從日度及周度維度判斷，計量分析呈現出商品價格推動匯率，而非匯率推動商品價格的證據。具體來說，商品價格每日變化，對加元及澳元匯價其後變化影響甚巨。

然而，商品價格對預測紐元每日變化似乎卻無價值，此結果可能與新西蘭倚重流動性較低及特殊商品有關。此外，我們發現外匯匯率領先於金價變化，而非相反。換言之，在多數例子中，金價對預測外匯匯率作用不大。

總括而言，商品研究局商品價格指數對匯率變化存在最廣泛的預測能力。這點符合經濟直覺，顯示外匯投資者能夠從商品價格指數中提煉出有用信號。

## 格蘭傑因果關係測試結果 (以10%顯著水平為界線)

	加元		澳元		紐元	
	日度	周度	日度	周度	日度	周度
黃金對匯率存在預測作用	錯誤	真實	錯誤	錯誤	錯誤	錯誤
鋼鐵對匯率存在預測作用	真實	錯誤	真實	錯誤	錯誤	錯誤
商品價格指數對匯率存在預測作用	真實	真實	錯誤	真實	錯誤	錯誤

## 納米樓助青年上車

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

兩年前「佔中」事件，令香港分為兩大陣營，撕裂程度嚴重，至今仍然未能修補。相信要待時間慢慢淡去，希望不久將來可再次融合，重拾和諧，團結香港。筆者相信，只有和諧，才能令政府當局及社會大眾齊心去達成不同的發展決策，社會才能變得更好。

最近樓價不斷上升，有樓的人士歡喜若狂，仍未有樓的市民則不斷抱怨，這是正常的現象，相信任何城市或國家都會雷同。香港雖是彈丸之地，但並非完全沒有土地可以供應，只是政府的決斷力，以及市民的不同觀點，導致不斷的爭拗，令政策推行上困難重重，影響土地開發進度。

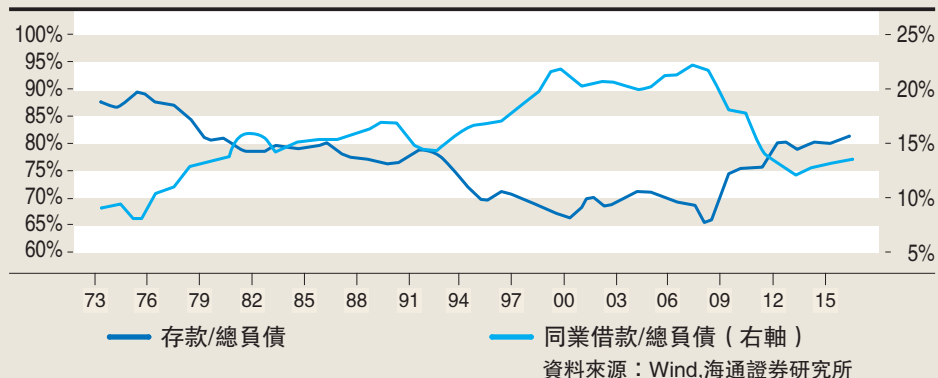
另外，香港人的居住形式正在不斷改變，由以往三代同堂的大家庭組

合，到今天以核心家庭為主導。今天的父母，為了下一代的自由空間，寧願早些資助子女置業，讓他們擁有自己的小天地。

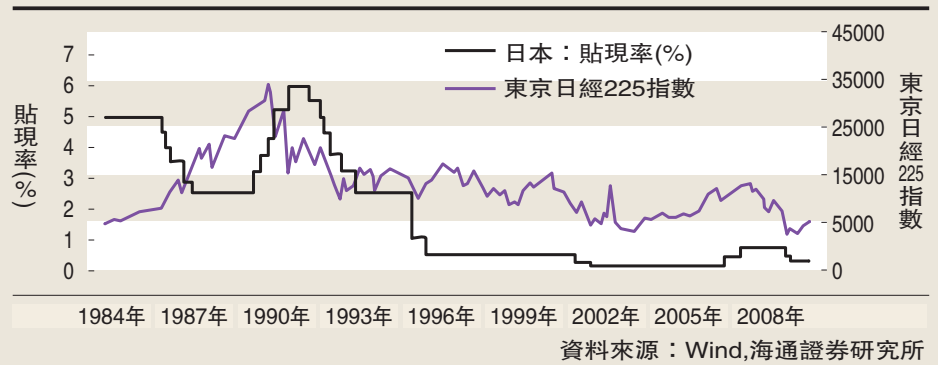
發展商有見及此，將推出的單位越建越細，以迎合市場口味，亦衍生今天所謂的「納米樓」。不過，納米樓並非今天才有的新產品，只是今天用實用面積計算，面積感覺比較細小，其實很多二手屋苑，以前的建築面積就是今天實用面積的納米樓。

筆者認為納米樓完全沒有問題，只要市場有需求，便有存在價值。皆因沒有人一入市便可以購買大單位，向來都是慢慢由細屋換大屋。納米樓是不少市民踏上市置業路的首關，第一步就是要令人人都能夠擁有自己的居所，之後，才慢慢考慮增建更大及更多的理想單位，一步步去實現市民的置業夢想及日後換樓的希望。

## 美國利率市場化進程中，同業借款佔比上升



## 日本央行貼現率與日經指數走勢



財閥經濟下，企業嚴重依賴銀行貸款，疊加利率飆升、經濟放緩，部分企業陷入危機，如韓國第二大鋼鐵企業韓寶集團破產。銀行不良貸款大增，部分銀行倒閉。與此同時，股市泡沫破裂，非銀機構資產大幅收縮。

## 4. 利率市場化猶如帶刺的玫瑰

美日韓經驗表明，利率市場化加劇機構間競爭，引發金融機構擴大槓桿、提升風險偏好，容易催生資產泡沫，一旦貨幣政策轉向或外部環境巨變，泡沫破裂引發危機。美國1989年儲蓄危機和日本九十年代地產泡沫與利率市場化推進下銀行增加地產領域信貸有關；韓國1997

年金融危機，源於金融自由化推進下，銀行尤其是非銀機構大幅擴張，以及短期外債大增。

場景似曾相識。中國利率市場化基本完成，銀行資產負債快速擴張，同業存單興起，並在表外利用信託、基金券商通道逃避監管，主動負債增加，也使得地產和金融市場出現泡沫。去年中國居民中長貸增加5.68萬億元（人民幣，下同），較前年的3萬億元增長接近一倍，房貸放鬆推動一二線城市房價漲，並向三四線傳導。而目前貨幣政策趨緊，金融監管全面從嚴，也意味着資產泡沫承壓。