




►降準釋放的資金成本低及資金期限長，給銀行「長錢」可以引導銀行多投點中長期信貸。

今年4月15日早上，人民銀行平價等量續作MLF（中期借貸便利），但到了晚間就全面降準0.25個百分點（不含已執行5%存款準備金率的金融機構），同時為加大對小微企業和「三農」的支持力度，對沒有跨省經營的城商行和存款準備金率高於5%的農商行，在下調存款準備金率0.25個百分點的基礎上，再額外多降0.25個百分點。

# 通脹約束下 降準偏謹慎



金融熱話

李奇霖

紅塔證券研究所所長  
首席經濟學家

從今次降準的幅度來看，0.25個百分點是低於預期的。那麼，為什麼人行的降準幅度偏保守呢？

原因一：美債收益率上升的幅度大、速度快，中美利差即將倒掛，外部存有約束。

目前海外主要發達經濟體比如美國、歐盟等面臨的主要問題是防通脹。比如我們可以看到3月美國消費者物價指數（CPI）和核心CPI分別達到了8.5%和6.5%，創下了1983年來的新高。同時，美國的就業市場在穩步修復，失業率持續下滑，經濟整體向好。

在此情況下，美國等主要經濟體的貨幣政策重心紛紛轉向防通脹。此前公布的美聯儲3月貨幣政策紀要也表明後續美聯儲會加快收緊步伐，不少美聯儲官員表示，可能需要一次或者多次加息50個基點；同時表示後續每月縮減950億美元資產上限可能是合適的。

在美聯儲貨幣政策持續收緊，同時中國在「穩增長」的表述下貨幣政策維持寬鬆的時候，中美利差開始大幅收窄，其中2年期中美利差已經連續多日倒掛，而10年期中美利差也已經處於倒掛的邊緣了。

在中美利差持續收窄乃至倒掛的時候，人行在穩增長的同時，也會開始將目光放在兼顧內外平衡上。

原因二：現在資金面已經非常寬鬆了，資金面鬆緊不是影響信用寬鬆的主要矛盾。

正如人行所說，目前中國流動性已經處於合理充裕水平，降準的迫切度並不高。這一點從近期資金面上也能夠一窺端倪，目前DR001（銀行間1天質押式回購）和DR007（銀行間7天質押式回購）近10日的均值分別只有1.56%和1.84%，近20日均值也僅有1.66%和1.95%。同時，近期同業存單利率的持續下行也表明目前銀行可能並不是特別缺負債。

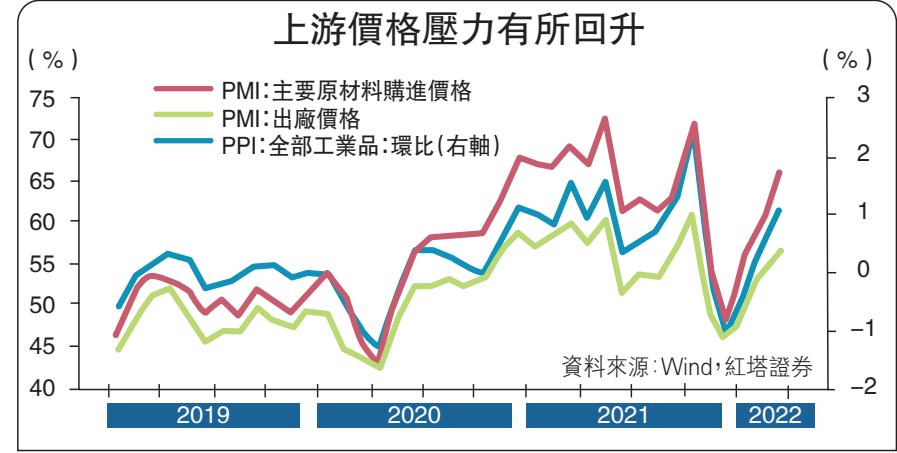
原因三：當前存在結構性通脹壓力。

俄烏衝突延續加劇了海外部分大宗商品供需錯配的基本面，原油、有色金屬、玉米、鉀肥等商品在3月裏價格波動加劇。受此影響，中國的輸入性通脹壓力有所回升。可以看到3月國內生產物價指數（PPI）環比已經達到了1.1%，漲幅明顯回升，同時PMI（製造業採購經理指數）的主要原材料購進價格指數和出廠價格指數也連續兩個月回升了。

但因為缺乏消費，價格向下游傳導並不順暢，國內結構性通脹的壓力有所回升，特別是與輸入性通脹相關的產業鏈壓力表現得更為明顯。今次原材料價格上漲包括了化肥、尿素、鉀肥、農藥等農業種植相關的上游價格上漲，這意味着上游原材料價格上漲對CPI的傳導要強於去年。也因此，人行還有控制通脹預期的考慮，因而降準幅度偏保守。

## 寬信用強於寬貨幣

目前來看，人行沒有繼續降息，同時降準幅度偏保守，市場寬貨幣的預期應該是證偽了，而從政策層面的角度來看，當前迫切需要的是繼續寬信用，促進社融進一步企穩，讓金融



支持實體的力度進一步增強，而不是寬貨幣。原因也說過了，繼續寬貨幣意義不大，因為銀行間市場不缺錢，而且還有外部收緊的壓力。

之所以強調寬信用，主要是中國穩增長壓力確實有所加大，需要政策發力去支持。3月以來內地疫情再次反覆，wind數據顯示現有確診已經達到了2.48萬人。個別疫情較為嚴重的地區也紛紛採取了封城或半封城的舉措。

這一方面使得相關地區的企業開始停產、停工，並且沿着產業鏈向上下游蔓延，對更大範圍的企業造成衝擊。比如我們可以看到因為在吉林、上海、江蘇等多地的供應鏈合作夥伴陸續停產，蔚来整車暫停生產。另外，運輸不暢則進一步加劇了市場的供應鏈問題。

另一方面也使得居民線下消費場景缺失、線下消費意願降低，並降低了居民的收入修復增速（特別是經營性收入）。在這樣的情況下，居民的預防性儲蓄需求有所回升，而消費意願進一步下滑。

這一點在房地產市場上體現得更為明顯。目前房地產行業是經濟下行的主要原因之一，而在「穩增長」的政策導向下，今年以來已經有超過60個城市出台了房地產政策邊際放鬆的信號了。但我們也要看到在政策信號頻出的時候，地產銷售市場並未出現明顯的回暖，3月30大中城市商品房成交面積僅有970萬平方米，同比下滑了47.3%。

銷售端的大幅下滑一方面是疫情影響了居民線下看房和購房的行為，這在一線城市體現得十分明顯；另一方面在疫情加大了居民收入不確定性的時候，居民加槓桿購房的意願很低。

此外，反覆的疫情更是打壓了居民和企業對未來的預期。現在一個很嚴重的問題是誰也不清楚什麼時候疫情會再次爆發、會在哪儿爆發，這就像是「達摩克里斯之劍」一樣，成為了所有人的擔憂。在這樣的情況下，居民不願意消費，特別是不願意加槓桿消費，而企業在進行中長期投資的時候也會更加謹慎。

## 預期落空不利債市

促進寬信用要比促進寬貨幣要重要得多，而這次顯然把促進寬信用的任務交給了銀行。

比如近日市場利率定價自律機制召開會議，鼓勵中小銀行存款利率浮動上限下調10個基點（BP）左右。這也是從負債端發力，通過降低銀行負債的方式來推動降低銀行資產端定價。此前人行也多次表示會優化存款利率監管，保持金融機構負債端穩定，從而促進貸款利率穩中有降。

再比如銀保監會也表示，要「鼓勵撥備較高的大型銀行及其他上市銀

行逐步回歸至合理水平，提高服務實體經濟能力。」

這一點筆者可以詳細來講一下。撥備覆蓋率（計提的貸款損失準備／不良貸款）簡單來說，就是商業銀行為了抵禦貸款潛在風險而提前計提的準備金。目前，監管要求的撥備覆蓋率是120%到150%。但實際上，不少銀行會計提更高的撥備覆蓋率，比如2021年末寧波銀行、招商銀行的撥備覆蓋率都達到了525%和484%，所有大型銀行的撥備覆蓋率也達到了239%，大幅超過了監管要求。之所以會出現這樣的情況，可能是部分銀行將計提貸款損失作為自身利潤調節的工具，以此來平滑利潤。

而目前較高的撥備覆蓋率也就給了銀行較大的下調空間。那麼降低撥備覆蓋率有哪幾種方式呢？從理論上看，一來銀行可以減少貸款損失準備的計提（降低分子），釋放利潤，進而使得銀行能夠有充裕的資金來補充資本金，提高銀行的信貸投放能力；二來銀行可以增加風險貸款的投放（擴大分母）。從目前的角度來看，政策可能更多的是鼓勵銀行通過降低分子端來實現撥備覆蓋率降低。


簡而言之，讓銀行存款利率下降，讓銀行自己去降低LPR（基礎借貸利率）的報價和上浮的利率，讓銀行降低撥備，引導銀行去支持實體，把讓利實體的任務交給銀行是當前的政策重心。

那麼問題回來了，既然這樣，為什麼還需要降準呢？筆者認為降準的核心目的在於給予銀行「長錢」。因為降準釋放的資金成本低，釋放的資金期限長，可以有效降低銀行負債成本，讓銀行負債成本長期化，因為現在信貸結構偏短，給銀行「長錢」可以引導銀行多投點中長期信貸。

最後，我們要注意到的一點是，人行兼顧內外平衡並不改「以我為主」的狀態。目前人民幣匯率整體依舊比較強勢，從實際收益率角度來看，在海外高通脹下，中美的實際收益率差依然有空間，資本流出的風險總體是可控的，現在沒有寬貨幣不代表失去了寬貨幣和「以我為主」的能力。只是說現在政策的重心在寬信用和基本面上。

從市場的角度來看，低於預期的降準是利空債券市場的。之前的債市整體是偏強的，10年期活躍國債的收益率向下達到了2.75%左右的水平。這背後的主要驅動因素是在人行維持短期資金面寬鬆的時候，市場考慮到疫情的衝擊等，對後續降準、降息有較樂觀的預期。但人行謹慎降準，以及近期出台的相關政策均表明人行的政策重心在「寬信用」上，而對寬貨幣比較謹慎。同時，3月金融數據明顯企穩也表明目前中國寬信用行情在漸行漸近。在這樣的情況下，中國債券市場短期應該是沒什麼機會了。

# NFT行業監管正本清源



鍵能講堂

付 饒

國際新經濟研究院  
高級研究員

2022年4月13日，中國互聯網金融協會、中國銀行業協會、中國證券業協會聯名發布《關於防範NFT相關金融風險的倡議》（以下簡稱《倡議》），呼籲消費者自覺抵制NFT投機炒作行為，警惕和遠離NFT相關非法金融活動。此舉反映出NFT已經進入內地主流監管視野。

《倡議》開端就提到，「NFT作為一項區塊鏈技術創新應用，在豐富數字經濟模式、促進文創產業發展等方面顯現出一定的潛在價值。」這是NFT首次被正式寫入協會這種「半官方組織」的文件中，也是首次得到內地官方的正式承認。

- 《倡議》主要內容包括：
- （1）不在NFT底層商品中包含證券、保險、信貸、貴金屬等金融資產，變相發行交易金融產品；
  - （2）不通過分割所有權或者批量創設等方式削弱NFT非同質化特徵，變相開展代幣發行融資（ICO）；
  - （3）不為NFT交易提供集中交易（集中競價、電子撮合、匿名交易、做市商等）、持續掛牌交易、標準化合約交易等服務，變相違規設立交易場所；
  - （4）不以比特幣、以太幣、泰達幣等虛擬貨幣作為NFT發行交易的計價和結算工具；
  - （5）對發行、售賣、購買主體進行實名認證，妥善保存客戶身份資料和發行交易紀錄，積極配合反洗錢工作；
  - （6）不得直接或間接投資NFT，不為投資NFT提供融資支持。

筆者認為，上述倡議主要防範的是

數字藏品的金融化，而非數字藏品本身；所抵制的是變相開展代幣發行融資的行為。而「通過分割所有權或者批量創設等方式削弱NFT非同質化特徵」的表述僅僅是對ICO的典型模式進行舉例，並不是說有符合這類模式的行為就是代幣發行融資行為。

也因此，NFT消費者應選擇合理合法、健康有序的收藏方式，維護自身正當權益，遠離因盲目炒作產生的風險。

對於從業者而言，機遇和挑戰並存，利好多於利空。一些專業鑄造商，將NFT作為企業事業單位做市場營銷、品牌傳播的工具，讓企業買單發送給個人用戶是完全合乎以上倡議的。一些數字藏品電子商務平台做出了不可二次售賣的限制，相關用戶都是以研究、欣賞、收藏為目的而消費的，不是以投資為目的而炒作，也是完全合乎倡議的。反而倡議中要求購買主體實名，相關從業者可以挖掘這一特性，讓數字藏品去賦能希望低成本獲得用戶數據的行業。


筆者預計，內地未來將有一批專業鑄造商脫穎而出。這些機構能為項目方配置基於聯盟鏈的合約開發、網站系統，並針對NFT的用戶喜好設計功能玩法。諮詢方面，專業鑄造商具備擬定NFT發行規則、設計創意、合規方案等諮詢能力。運營方面，專業鑄造商則可根據項目特色定製營銷方案，並對上鏈藏品做不同的視覺形象包裝，階段性輸出內容，在交互中提高用戶認知度與品牌黏性，聚焦用戶留存和營銷效果。

除了能在主流媒體、垂類媒體做新聞分發，還能將藏品的信息（視頻、圖片或文字）傳遞給NFT藏家中的意見領袖，並主辦AMA(Ask Me Anything, 百問百答)、UGC（用戶生成內容）挑戰賽等活動，為項目方運營社交媒體賬號，設計視覺內容等。



▲市場有意見認為，內地主要防範的是數字藏品的金融化，而非數字藏品本身；所抵制的是變相開展代幣發行融資的行為。

# 「近親轉讓」對置業者有好處？



樓按明嘸

張穎嘸

經絡按揭轉介營運總監

根據政府最新公布，每年以「近親轉讓」方式豁免繳付15%從價印花稅的個案達4000多宗，佔港人買家比例約6%至8%。而在2021/2022年度（截至2022年2月底），近親轉讓個案暫錄得4324宗，宗數屬三年新高，佔港人買家的6.51%。到底「近親轉讓」對置業人士有什麼好處？

「近親轉讓」是指直系親屬之間的物業轉讓，如父母與子女、配偶、兄弟姊妹等關係。在該物業交易時，無論新買家是否已持有物業，只須按照「第二標準」即較低稅率繳交稅項。除了可豁免繳付「第一標準」即較高稅率的印花稅外，另一好處是賣家交易後可恢復「首置」身份。大家都知道，香港首置身份彌足珍貴，因為除了同樣只需繳付「第二標準」從價印花稅外，首置人士的按揭成數、入息比率、壓力測試要求都較為寬鬆，上車亦相對容易。

早年不時有報道以「近親轉讓」方式轉讓物業的個案，假設A先生打算將

擁有100%業權，樓價估值為800萬元的物業轉讓給爸爸，由於轉讓至近親，該交易只需繳付「第二標準」稅率，即800萬元×3.75%=30萬元的稅項；比起「第一標準」稅率，即800萬元×15%=120萬元的稅項，節省90萬元或75%。

其後A先生若打算再購入一間1100萬元的單位，原先如A先生持有其他物業，印花稅會以「第一標準」計算，即1100萬元×15%=165萬元；若A先生沒有持有任何物業，稅率則以「第二標準」計算，即只需繳交1100萬元×3.75%=41.25萬元的印花稅，兩者相差123.75萬或75%。

此外，若A先生為非「首置」身份，按揭成數最高為四成，首期需要660萬元；而「首置」買家則可申請按揭保險計劃，最高貸款金額900萬元，即首期只需200萬元，節省了460萬元或近70%的首期開支。另一方面，若A先生持有其他物業，供款入息比率及壓力測試基準將下調一成至40%及50%；相反若A先生沒有持有任何物業，供款入息比率及壓力測試基準為50%及60%，如申請按揭保險計劃則為45%及55%。

「近親轉讓」好處既可慳印花稅外，即使3年內轉讓亦不需繳付「額外印花稅（SSD）」，更可不斷把物業轉讓至同一位直系親屬。而轉讓後更重獲「首置」名額，可以較低印花稅購入物業，減低置業的成本。不過，「近親轉讓」交易亦涉及律師費及其他雜費，需要考慮節省的稅務成本是否真的划算。此外，買家亦要考慮物業估價、自身入息及重新計算SSD等問題。



◀近親轉讓涉及律師費及其他雜費，故需考慮節省的稅務成本是否真的划算。