

## 宏觀經濟

### 利率市場化，帶刺的玫瑰？——海外利率市場化的分析與反思

16年以來，我國房價大漲引發地產調控，同業加速擴張帶來了同業監管，而這又恰逢我國利率市場化推進，金融機構之間競爭加劇。回顧美、日、韓的利率市場化經驗，我們發現這場景似曾相識。

#### 美國利率市場化與儲貸危機

86年完成利率市場化，期間主動負債大增，存貸利差先降後升。美國利率市場化始於1970年，成於1986年。期間存款占比由73年初的90%下降到87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，而後隨著利率下降而回升。

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，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占GDP的比重從70年的25%飆升至90年的127%。

地產風險積聚，儲貸危機爆發。由於金融杠杆攀升、大量信貸投向地產，80年代美國地產市場繁榮發展。1986年美國取消了對地產投資的稅收優惠，疊加空路率高企、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。

#### 日本利率市場化與泡沫經濟

與美國一樣，主動負債增加，信貸湧向地產。日本利率市場化在94年完成，期間存貸利差整體下行，商業銀行主動負債占比從77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70年代前半期的39%下滑至90年代前半期15%。

加息刺破資產泡沫。1985年-1990年間，貨幣寬鬆+信貸擴張，流動性流入股票和房地產市場，催生股市泡沫和地產泡沫。

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，刺破資產泡沫。銀行不良率從92年的2%飆升至95年14%的高位，銀行在內的諸多金融機構面臨破產。

## 韓國利率市場化與金融危機

非銀大發展，風險偏好抬升，短期外債飆升。韓國經歷了兩輪改革，終於在 97 年完成利率市場化。期間金融業資產大增，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，地產和家庭貸款占比從 20% 增至 25%（93 年至 96 年）。從杠桿率來看，金融部門大幅加杠桿，非存款負債占 GDP 的比重從 70 年的 42% 飆升至 96 年的 127%。另外，90 年代初面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 97 年 6 月銀行短期外債已經達到外儲的 2 倍。

從貨幣危機到銀行危機。97 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，韓幣大幅貶值。韓國財閥經濟下，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。

### 利率市場化，帶刺的玫瑰

美日韓經驗表明，利率市場化加劇機構間競爭，引發金融機構擴大杠桿、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，銀行表外利用信託、基金、券商通道逃避監管，使得地產和金融市場出現泡沫。而目前貨幣政策趨緊，金融監管全面從嚴，也意味著資產泡沫承壓。

## 大市導航

### 期貨策略：期貨工強農弱，市場後續考驗年線支撐

昨天萬得商品指數下探出 981 點，至此，半年線跌破後，1000 點心裡大關失守，此輪行情的 M 頭確立，技術上看，市場將直接考驗年線支撐有效性、能化板塊逆原油趨勢下行，跌勢加劇。

黑色板塊繼續大跌，頭部特徵顯現。主要原因在於，鋼材利潤在高位，鋼廠開工率攀升，庫存上升，而下游消費又因房地產調控而下滑。礦石庫存仍居高位，廢鋼增加，壓力不減。後市看，我們預計跌勢可能放緩，但大勢依然處於調整之中，建議觀望。

有色板塊跌幅雖小，但跌勢在形成。一方面，朝鮮半島衝突概率增加。另一方面，中國 PPI 上行受阻、市場對後期需求懷疑。第三，加壓的房產政策和汽車銷售增長受阻，削弱了消費預期。第四是有色庫存增長、以及國內礦山恢復等壓力。但是，應該注意，中美基建正面影響或將出現。預計世界經濟增長仍是主流，對有色的價格影響遠期正面。產業自身供應問題還會出現，潛在的環保限產、

罷工等因素仍然存在。此外，規律上看，聯儲加息週期後的經濟利好有色。為此，我們認為短期弱勢，中長期仍可期待。

能化板塊逆原油趨勢下行，跌勢加劇。我們認為，原油與能化的傳導不夠順暢可能是背離的原因之一。除商品期貨指數下跌影響外，下游消費不利、供需結構偏弱、產能過剩也是延續調整的原因。但我們預計原油走高導致的成本支撐終會發生作用。去產能、停車檢修、庫存偏低、下游消費重新走旺等對行業的正面影響仍會到來。後市看，我們認為短期延續走弱，但不能排除期間反彈。

農產品板塊走勢分化，總體偏強。其中，白糖、棉花、大豆均在上漲。主要原因在於 USDA 多項農產品供需報告利空已被消化，多數農產品前期調幅較大，風險釋放。此外，軟商品白糖在國內產量減少、進口受限、印度供應偏緊、中國貿易政策或將調整等影響下，出現一定反彈。第三，新棉種植面積增加不多，好棉花資源尚且偏少，優質棉供應預期偏緊。四是農產品後期受到天氣因素影響增加，題材豐富。總體看，我們認為預言農產品轉勢為時尚早，但部分品種短期或可能上演反彈。

風險提示：警惕市場繼續下探的風險。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然

不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。