



▲全球貨幣寬鬆的環境下，若中國過快收緊貨幣政策，會造成大量短期投機性資金湧入，推高人民幣匯率，削弱出口企業競爭力，也可能引起輸入性通脹和資產泡沫，擾亂中國貨幣政策施行

人行半年內無必要收水

2020年伊始，面對新冠肺炎疫情的嚴重衝擊，中國人民銀行積極引導利率下行、降低存款準備金率、運用再貸款再貼現政策、創新直達實體經濟的貨幣政策工具等，共涉及9萬億元（人民幣，下同）資金供應。當下宏觀政策取向已由「穩增長」轉變為「穩增長與防風險並重」，此時，是否應該收緊貨幣政策？筆者的看法是，不妨「讓子彈再飛一會兒」，至少在明年上半年之前，都不應收緊貨幣政策。



松高鶴鳴
盛松成

中國首席經濟學家論壇
研究院院長

首先，中國當前經濟面臨的主要任務是恢復和穩定經濟增長。中國經濟恢復基礎依舊薄弱，投資不及預期，消費仍有待恢復。三季度最終消費支出對GDP增長的貢獻率為34.7%，低於2019年全年的57.8%。1月至10月製造業投資累計增速僅-5.3%，遠低於疫情前水平。企業生產尚在恢復過程中，尤其需要降低融資成本，而收緊貨幣政策將提高利率。

其次，收緊貨幣政策也不利於防範風險。前一段時間，永煤、華晨等國企信用債暴雷，同時市場預期貨幣政策將進一步收緊，由此引發市場恐慌，金融市場利率大幅波動。歷史經驗已經證明，微觀企業風險越大，越不應該收緊宏觀政策，尤其是目前中國財政政策潛力已不大。理論界幾乎公認的典型事例是，上世紀20年代末、30年代初，全球經濟大危機的一個主要原因就是美國政府在危機初期不僅沒有實行寬鬆政策，反而收緊貨幣；而2008年國際金融危機後，美國經濟得以迅速恢復，與美聯儲實施寬鬆的貨幣政策密不可分。當微觀主體面臨償債風險時，收緊宏觀政策可能會成為壓在駱駝身上的最後一根稻草。風險的化解只能一個企業一個企業地對症下藥，而不能操之過急，不然反而可能使風險擴散。

再次，目前主要國家採取極度寬鬆的貨幣政策，而中國保持正常的貨幣政策。當前國內外利差較大，中國10年期國債利率在3.3%左右，美國則為0.8%左右。在不到一年的時間內，美聯儲資產負債表幾乎擴張了一倍，而中國央行資產負債表基本保持穩定。如果中國收緊貨幣政策，會使人民幣匯率加速升值，大量短期投機性資金湧入，造成輸入性通脹，擾亂中國金融市場和貨幣政策的實施。

最後，只有在經濟過熱的情況下才能考慮收緊貨幣政策。目前，中國處於低通脹、資產泡沫可控的狀態。CPI已下降至0.5%，核心CPI連續四個月僅為0.5%，70個大中城市新建商品住宅價格指數為4.2%，是近十九個月來的歷史低位，遠未達到收緊貨幣政策的條件。

一、當前穩健的貨幣政策靈活適度

相較於發達國家，中國貨幣政策並沒有大放水。發達經濟體普遍降息至零利率或負利率，美聯儲、歐央行

、英國央行和日本央行資產負債表擴張比例分別高達本國GDP的15%、17%、14%和20%。美聯儲總資產已經從2019年9月的3.7萬億美元擴展至當前的7萬億美元以上。而目前人民銀行資產負債表規模及其與中國GDP之比均與2019年底水平差不多。

中國貨幣政策已逐漸回歸常態化。廣義貨幣供應量（M2）和信貸增速均保持穩中有降的態勢；社會融資規模同比增速雖持續上升，但其主要來自於政府債券的發行。目前，廣義貨幣供應量M2和社會融資規模存量的增速比中國GDP增速高出不少。但由於疫情衝擊，保持合理充裕的流動性是經濟恢復的前提。明年中國GDP增速會大幅提高，根據IMF（國際貨幣基金組織）預測，2020年中國GDP增速可能在9%左右。那麼10%左右的廣義貨幣增速並不高，與明年的經濟增速相匹配。

目前中國金融市場利率基本恢復到疫情前水平，國債利率甚至高於去年底。截至11月30日，10年期國債利率超過3.3%，存款類金融機構7天質押式回購加權利率（DR007）為2.3049%，銀行間7天質押式回購加權利率（R007）達2.4761%。近期，央行打破常規開展中期借貸便利（MLF）操作及逆回購操作，表明了央行保持流動性合理充裕的政策意圖。

二、收緊貨幣政策不利於防風險

疫情後中國經濟平穩恢復，貨幣政策的確無需大水漫灌，但當前中國面臨的主要任務是恢復和穩定經濟增長，同時防範金融風險，所以不宜收緊貨幣政策。

當前中國經濟恢復基礎依舊薄弱。首先，第三產業增長尚未恢復到正常年份水平。其次，三季度最終消費支出對GDP增長的貢獻率為34.7%，低於2019年全年的57.8%。企業生產和投資積極性較低，1月至10月製造業投資累計增速僅-5.3%。第三，失業率仍處於高位，10月份中國城鎮調查失業率為5.3%，為歷史較高水平。第四，疫情對民營企業衝擊更大，小型製造業企業二、三季度景氣度大幅低於大中型製造業企業。

由費雪方程（MV=PT）可知，如果貨幣供給M增加，而物價P未明顯上漲，在交易量T不變或下降的情況下，意味著貨幣流通速度V下降。此時如果貨幣供應量再減少，則必然引起產出T下降。相比於正常情況，疫情造成了金融部門與實體部門聯繫不甚緊密，金融部門提供較為充足的流動性，但實體經濟減少了交易活動，生產和消費都無法達到正常水平，由此造成貨幣流通速度下降。

目前收緊貨幣政策不利於防範化解銀行信貸風險。在疫情衝擊尚未消退時收緊貨幣政策，金融市場利率將快速上行，企業借貸難度和融資成本提高，不利於企業生產經營活動，並降低企業中長期投資意願。當下不少企業仍然需要借助銀行貸款維持生存。貨幣政策收緊將使銀行收縮信貸，增加企業資金鏈斷裂風險，結果使銀行貸款不良率提高。截至今年三季度末，商業銀行不良貸款餘額2.84萬億元，較上季末增加987億元；商業銀行不良貸款率1.96%，較上季末微升0.02個百分點。此前銀保監會主席郭樹清提出今年將加大對不良貸款處置力度，全年預計處置3.4萬億元不良貸款（而去年為2.3萬億元）。今年前三季度，銀行業共處置不良貸款1.73萬億元（同比增加3414億元）。據此推算，四季度銀行業可能需要處置1.67萬億元不良資產。

利率上行往往伴隨信用利差走闊，民營企業受到衝擊更大。2013年，因擔憂通脹上行，央行量價工具齊出，收緊貨幣政策，貨幣市場和債券市場利率同時上行。2013年12月，7天期銀行間同業拆借利率（R007）較2013年年初上行218BP，同期央企、地方國企、民企信用利差分別變化-1.06BP、28.09BP、39.22BP，民營企業利率上行更多。2016年底，因擔心資金空轉、資產價格泡沫，中國開啟金融去槓桿。2018年4月，7天期銀行間同業拆借利率（R007）較前期低點（2016年10月）上行105BP，同期央企、地方國企、民企信用利差分別上行25.37BP、56.29BP、60.24BP，民企利率上行幅度明顯高於其他類型企業。2018年4月至12月，央企和地方國企信用利差分別小幅上行7BP、2.1BP，而民企信用利差大幅上行109.4BP。由此可見，利率上行往往伴隨着信用利差走闊，民營企業受到的影響更大。

財政政策潛力有限，貨幣政策應予以適當配合和支持。為應對疫情，

入市講求膽識與知識



樓市強心針
廖偉強

利嘉閣地產總裁

本港樓市過去多年來屢遇不同層面的大風浪，包括87年股災、97年亞洲金融風暴、03年沙士事件、08年金融海嘯、18年中美貿易戰、19年修例風波及20年的新冠肺炎疫情等。大風浪下，總有些業主看淡後市接連沽貨，樓價因而受衝擊，但亦正是樓市危中有機的時刻。經驗告知我們，大部分人都未敢入市，因多數人的心態都是寧買當頭起，能夠在谷底入市者不多見。

樓市大跌後，樓價逐漸回升之際，這時候就有大量買家願意入市，於是一舉推升樓價，甚至有不少人趕不及在相對低位入市而望門興嘆。這個時刻就會有買家或投資者對筆者說：「如果能再遇到蕭條的時候，定會大量入市」，這番話，筆者多年來已聽過無數次。

去年底今年初，筆者曾預測

2020年樓市會出現噴射式上升，當然這個預測至今仍未兌現，因筆者預測時尚未出現疫情。不過大家想想，今次疫情是前所未有的嚴峻，再加上之前的中美貿易戰及修例風波，樓價理應大幅急挫，但至今樓價仍與年初時相若，證明筆者在當時的預測應該是準確的，只是突如其來的疫情左右樓價上升，故最終這個爆升料會延至2021年出現。

如果讀者認同筆者的預測，今天絕對是入市的好時機。雖然準買家仍有所憂慮，例如見到每天傳媒報道業主減價的個案，其實這些現象在任何市況都會出現，總有業主借機沽貨，亦總有買家趁低吸納，所以樓市總會有一定成交量。

筆者認為機會常有，至於能否成功入市，需要視乎投資者的知識及膽識。作為一個成功的房地產投資者，一定要熟悉各區物業的成交趨勢及價格，這就是掌握了知識，但更關鍵的入市條件是膽識，因為只有夠膽入市才是實際行動，否則一切盡是空談。



▲有意見認為，新冠肺炎疫情突如其來的襲擊，阻礙了今年樓價的上升勢頭

中國今年政府赤字率擬按3.6%以上安排，發行抗疫特別國債和地方政府專項債券，同時實行減稅降費。前三季度，全國一般公共預算收入14.1萬億元，同比下降6.4%。近期華晨、永煤等地方國企債券違約，直接原因來自於企業自身經營狀況，但從深層次看，也由於地方政府財力緊張，企業再融資難度增加，借新還舊的老路難以為繼。當前，財政潛力已有限，需要貨幣政策予以配合。

全球貨幣寬鬆的環境下，若中國過快收緊貨幣政策，會造成大量短期投機性資金湧入，推高人民幣匯率，削弱出口企業競爭力，也可能引起輸入性通脹和資產泡沫，擾亂中國貨幣政策施行。人民幣兌美元匯率從6月初的7.13迅速升值至11月的6.57，升值幅度高達7.85%。截至今年9月末，境外機構和個人持有人民幣債券、股票規模分別達到2.98萬億元、2.75萬億元，同比增長分別為36.4%、55.55%，增速明顯快於往年。中國經濟恢復較快，而西方主要國家經濟仍深陷泥潭。

三、宏觀環境不符合收緊貨幣條件

央行貨幣政策起到逆周期調節作用，因此收緊貨幣政策往往是基於經濟過熱的預期，主要表現為物價呈現快速上漲趨勢，或者資產價格過快上漲、明顯泡沫化。

中國當前通脹仍處低位，且繼續呈下降趨勢，實體經濟並未出現過熱跡象。10月份，中國CPI已下降至0.5%，核心CPI連續四個月增長僅為0.5%，PPI增速連續兩個月僅為-2.1%。

非標資產繼續壓縮，房地產價格總體平穩。2020年1-10月社融新增委託貸款和信託貸款分別減少3364億元和5012億元，資金在金融體系內空轉並不明顯。2020年10月份，70個大中城市新建商品住宅價格指數為4.2%，是近十九個月來的歷史低位。分不同城市看，一線城市同比漲幅長期低於二三線城市，增幅持續穩定在5%以下已長達三十八個月之久，而二三線城市增速也已持續下降十九個月，目前處在4%左右的近期低位。

從國際經驗來看，當經濟遭受嚴重危機時，不宜收緊貨幣政策，反而是寬鬆的貨幣政策有利於經濟走出困境。如前文所述，典型的案例是上世紀20年代末、30年代初美國錯誤應對大蕭條的教訓和其成功處理2008年金融危機的經驗。

國外疫情還在氾濫，當前中國經濟恢復基礎尚且薄弱，預計一段時間內都難以真正恢復至疫情前水平。所以，綜合考慮國內外經濟金融各方面情況，幾乎沒有任何理由收緊貨幣政策，而應該繼續保持穩健的貨幣政策靈活適度，讓子彈再飛一會兒。

