

目前美國寬鬆的財政政策與貨幣政策已經深度捆綁在一起了，7月份美國聯邦政府債務總額已突破28.5萬億美元，創造歷史最高水平，達到美國GDP的130%。但中國與美國恰恰不同，降準只是中國常用的貨幣政策工具，人行資產負債表基本沒有大變化，只是改變了金融性公司存款的結構。

中美貨幣政策大不同



▲中國降準是常用的貨幣政策工具，而且降準是不會改變中央銀行資產負債表規模的。反觀美國方面，美聯儲主要通過大量擴表，來實行寬鬆的貨幣政策和財政政策兩者深度捆綁在一起。

松高鶴鳴



盛松成

中國首席經濟學家論壇
研究院院長

長期以來，美聯儲的兩大貨幣政策目標是物價穩定與充分就業，而且物價穩定一般都是放在首位的。但近期我們觀察到，美聯儲的貨幣政策目標重心已經發生了變化，它更加側重充分就業，而不是物價穩定。比如說今年6月，美國CPI同比增速已經達到5.4%，遠遠超過了長期目標2%，創下2008年8月以來新高，而且核心CPI也高達4.5%。按照歷史的情況，此時應開始施行緊縮政策。但在7月14日，鮑威爾繼續表示美國經濟復甦仍未達到可以開始縮減購債的程度，就是說美聯儲的緊縮政策遠遠沒有開始。

一、聯儲政策目標改變

緊縮政策的第一步是縮減購債，第二步是停止購債，第三步是出售債券，最後才是提高利率。因此，緊縮政策看來真正要到提高利率少說也一年半以後。7月19日，拜登也表示通脹是暫時的，美聯儲應採取一切必要措施支持經濟復甦。由此可見，無論是拜登政府還是美聯儲都一切以經濟增長為重，達成了高度一致，體現了美國的國家意志。

美國寬鬆的財政政策與貨幣政策已經深度捆綁在一起了，從美國國債持有者的結構變化中可見一斑：與2009年12月相比，2020年12月外國投資者持有美債比例從30.1%降到25.6%，尤其是國外官方，主要是美國國外的中央銀行，持有佔比從22%降到15.2%。那麼國內投資者持有比例肯定是在上升的，尤其是美聯儲，其持有的美債餘額佔比從2009年12月的6.5%，大幅上升到2020年12月的17%。因為美聯儲的資產負債表是每個星期四公布，而中國的中央銀行資產負債表是每個月公布一次。從美聯儲資產負債表裏可以看出，7月21日美聯儲持有美債佔比更是上升到了18.4%。按照這個速度下去，美聯儲持有的美國國債佔比有可能接近20%。為了配合積極的財政政策，2020年美聯儲持有的新發國債比例達到53%，就是說去年美國新發國債53%是由美聯儲購買的。

一般說來，在歷史上美聯儲與美國政府往往是一種相互制約的關係，但是現在發生了變化，兩者完全捆綁在一起了。美聯儲積極支持了極度寬鬆的美國的財政政策，因為只有美聯儲大量購買國債，國債供需關係才使

得國債的價格上升，國債的收益率下降。現在美國國債收益率只有1.2%。如果沒有美聯儲這麼配合，美國國債甚至有可能流標。美國能大量發債，很重要的一點就是降低美國國債的票面利率，降低聯邦政府融資成本。如果國債收益率上升，表面上看是不會影響到它的付息成本。但是因為國債買賣是市場行為，國債收益率上升會影響到下一步新發美國國債的票面利率。國債收益率上升，票面利率也要上升，票面利率上升就使得未來的美國財政付息提高，對美國的國債發行會形成很大制約。所以美聯儲就大量地購買國債，使得美國國債的收益率大幅下降。這就是美聯儲對財政政策的配合。

美聯儲的資產負債表，以前變化很小，2008年金融危機以後變化很大，有增有減。2008年擴表到2014年，擴大了約五倍；2014年至2017年基本沒有擴也沒有縮；2017年縮表到2019年，僅縮表了6000億美元；2019年縮表結束，又開始擴表，2019年9月18日到2021年7月21日，兩年不到擴了一倍以上。從3.8446萬億到8.2405萬億，擴了一倍以上，主要是通過購買美國國債。美聯儲持有美債從2.1萬億增加到5.2萬億，增加了3萬多億。還有抵押支持證券也從1.4萬億增加到2.4萬億，增加近1萬億。美聯儲主要通過大量擴表來實行寬鬆的貨幣政策和對財政政策的支持。

二、人行降準並非擴表

中國與美國恰恰不同，降準是中國常用的貨幣政策工具。去年疫情期間，1月、4月、5月，中國人行分別下調存款準備金率0.5個百分點，一次全面降準，兩次定向降準。這次為了支持實體經濟發展，促進綜合融資成本穩中有降，人行決定於2021年7月15日下調金融機構存款準備金率0.5個百分點，不含已執行5%存款準備金率的金融機構，這個5%主要是部分縣域法人金融機構。

本次降準後，金融機構加權平均存款準備金率是8.9%。降準以前平均存款準備金率是沒有官方公布的，筆者大概算了一下是9.3%。這次降準以後，釋放長期資金約1萬億元（人民幣，下同）。這是怎麼算出來的？因為我們現在存款是226萬億元，這次不降準的金融機構存款大概佔10%，所以降準涉及到的存款大概是200多萬億元，200多萬億元存款對應的存款準備金率下降0.5個百分點，所以釋放的資金就是1萬億元。

我們來看人民銀行資產負債表。人行資產負債表基本沒有大變化，

2019年12月到2021年6月從37萬多億到38萬多億，增加不到2萬億。人行資產負債表變化主要體現在結構上。儲備貨幣包括：貨幣發行、金融性公司存款、非金融機構存款。貨幣發行就是流通中現金，有8萬多億元。金融性公司存款是主要的儲備貨幣，包括法定存款準備金和超額存款準備金。降準實際上是改變金融性公司存款的結構，也就是部分法定存款準備金變成了超額存款準備金。這裏面有一個很重要的概念，就是我們不少人會誤解，以為降準會改變中央銀行資產負債表的規模。事實上，降準是不會改變中央銀行資產負債表規模的。

中央銀行傳統三大政策——公開市場操作、再貸款再貼現、存款準備金政策中，公開市場操作和再貸款再貼現會影響中央銀行資產負債表，體現在資產端中的對政府債權、對其他存款性公司債權和對其他金融性公司債權。但是存款準備金率這個工具是不會改變中央銀行資產負債表規模的，其改變的只是金融性公司存款的結構。降準以後，法定存款準備金成為超額存款準備金，但是整個存款準備金並沒有減少，也沒有增加。

可能有人會問，既然這樣，降準是用什麼辦法來使得貨幣寬鬆的呢？如果降準會改變中央銀行資產負債表中儲備貨幣的規模，那與降準是一種寬鬆貨幣政策手段就相矛盾了。有人說降準以後存款準備金就減少了，中央銀行資產負債表就縮減了。那降準豈不成了緊縮政策、升準反而成了寬鬆政策？

實際上，降準只是使部分法定存款準備金成了超額存款準備金，而並不改變存款準備金總額。法定存款準備金是商業銀行不能動用的，而超額存款準備金是商業銀行可以隨時使用的。如果商業銀行用超額準備金向企業放款，放款的時候則增加了企業在商業銀行的存款，商業銀行又立刻要向中央銀行繳納存款準備金。也就是說，商業銀行同時既放款，又增加了存款，而這個存款又要繳納準備金。

所以一般情況下，降準不會影響中央銀行資產負債表規模。降準主要影響的是貨幣乘數。如果原來是20%的法定存款準備金率，那麼100元存款最多只能放款80元，最後創造存款的倍數最多是五倍，但如果法定存款準備金率從20%下降到10%，那麼100元存款可以放款90元，最終可以創造十倍的存款，這是理論上的。所以，降準實際是提高了貨幣乘數。今年6月份中國M2貨幣乘數是7.14，2019年6月是6.14，近十年最低的時候不到4，2011年6月M2貨幣乘數只有3.84，這就是降準的效果。

降準不代表貨幣寬鬆

春實秋華



梁中華

海通證券研究所
首席宏觀分析師

如何觀察央行貨幣政策的鬆緊態度？僅僅看降準是不夠的，因為中國貨幣政策的操作工具和調控框架都已經發生了很大變化。在2014年之前，外匯佔款高增長，投放基礎貨幣較多，所以當時提高存款準備金率是正常的，而如果降準，那確實意味着寬鬆。但2014年之後，外匯佔款不再高增長，為了彌補基礎貨幣的缺口，不管經濟是強是弱，理論上來說都可以降準，所以降準不再完全等於貨幣寬鬆，而逐漸成為了一種偏中性的貨幣政策操作。

當降準不再完全等於寬鬆情況下，觀察央行貨幣政策態度到底應該看什麼呢？其實主要是觀察銀行間資金利率。

隨着基礎貨幣的投放方式由被動轉變成主動，央行可以更加精準的調控銀行間市場的流動性。而利率作為資金的價格，其變化趨勢反映了資金的供求關係，央行可以通過主動操作量的多少，影響資金供給、進而影響資金價格。所以利率逐漸成為了央行貨幣政策操作的目標，而觀察利率的高低變化，也能夠看出央行貨幣政策的鬆緊態度。

央行影響了銀行間的資金利率後，金融機構的負債端成本也會發生變化。例如，銀行金融機構的資金主要來自兩塊，一塊是非金融企業和居民的存款，而存款利率一般情況下不會調整；另一塊是來自其他金融機構的金融負債，例如同業存款、同業存單、金融債等，而這一塊的資金成本和銀行間利率高度相關。所以在存款利率不變的情況下，金融機構的負債端成本主要受到銀行間資金利率的影響。從歷史數據來看，同業存單利率走勢與DR007（銀行間7日回購利率）走勢高度相關。

此外，銀行負債端成本變化又會傳導到資產端的利率，進而影響實體經濟。銀行等金融機構是債券市場和信貸市場的資金提供主體，所以金融機構負債端成本的變化，會傳導到債券市場利率和貸款利率，進而影響整體市場利率水平。從歷史數據來看，DR007利率與貸款利率、10年期國債收益率走勢均存在顯著的相關性。

因此，整個價格型調控框架的鏈條是：央行直接影響銀行間市場的流動性，銀行間利率影響金融機構負債端成本的變化，進而再影響實體經濟的融資

成本。而觀察貨幣政策的態度，就應該看銀行間資金利率的變化，尤其是DR007的變化。央行通過貨幣操作數量的多少，來影響銀行間的資金利率，使得銀行間利率圍繞逆回購等政策利率波動，兩種利率一般情況下不會出現背離。但是過去幾年也會出現銀行間利率和逆回購利率背離的情況，在這種時候，觀察銀行間的市場利率才是最重要的，因為這個才是影響金融機構負債端成本最大的變量，畢竟金融機構從市場上借錢的體量，要遠遠大於從央行借錢的體量。

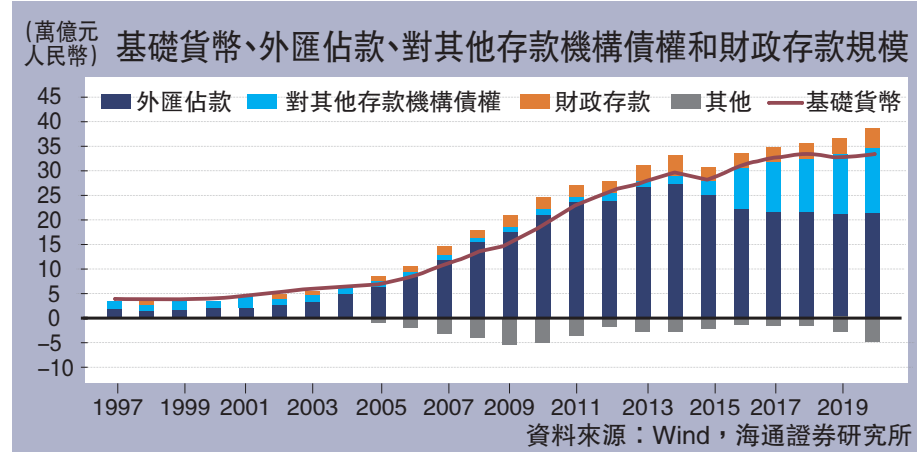
短期降息概率較低

當前看貨幣政策的態度，並不能僅僅盯着降不降準，因為降準的寬鬆信號意義已經不如以前；當前更應該看央行會不會降息，這個才是能夠反映貨幣政策態度的。而且通過前文分析，從寬鬆的實際效果上來說，降準確實不如降息。7月15日降準政策落地後，銀行間資金利率並沒有出現明顯下行，所以從實際的寬鬆效果來看，這一次降準基本上做到了「中性」。如果銀行間利率不下行，那就不叫寬鬆。

不過，7月的降準最大的影響，其實是對市場的預期。之前大家對經濟和政策的看法還存在很大分歧，但本次降準其實徹底統一了之前分化的預期：經濟要下行而不是上行、政策要放鬆而不是收緊。所以市場寬鬆預期的發酵下，國債利率大幅走低。

往前看，筆者認為貨幣政策的寬鬆確實是趨勢。從經濟基本面向來，我們一直強調，本輪經濟復甦的最高點是在去年四季度，今年以來經濟在不斷走弱。從結構上來說，當前消費偏弱，出口和地產表現尚可，後繼續隨着出口和地產經濟回落，穩增長壓力會進一步增加。貨幣政策只能跟隨基本面走，後繼續寬鬆是趨勢。

短期內，全面降息式的貨幣政策寬鬆，可能還需要耐心等待。一方面，當前經濟增速雖然有下行，但主要是結構性問題導致，總量的貨幣政策很難解決結構問題。從貨幣政策操作來看，降準政策往往出現在經濟下行的前期，而降息的政策往往出現在經濟下行速度較快時。例如，2014-2015年間的降息發生在PMI（製造業採購經理人指數）指數多次跌破榮枯線以後。另一方面，當前結構性的通脹和資產泡沫壓力還比較大，也會牽制貨幣政策的寬鬆節奏。因此短期內全面降息出現的概率或較低。



社會團結一致 增加土地供應

樓市新態



汪敦敦

祥益地產總裁

有報道指，7月份香港整體樓宇買賣登記9949宗，創二十六個月新高。筆者看到後苦笑，在樓市辣招的規定下，這些成交當然是以剛需為主，一個月樓宇成交的需求已經是9949宗（其中7160宗是住宅），但整年的所謂新供應都只是1.5317萬宗（2020年樓花成交）。

筆者認為香港首先要面對的是實際需求不止1.5317萬宗。香港過去二十年總共起少了約50萬個單位（對比1997年前十年的平均約4萬伙公營房屋及3萬伙私人房屋），如今多多供應也不能彌補之前的需求缺口。甚至社會仍無知地用各種理由不讓政府發展土地，除了誤信傳媒，港人亦有很多需要自我檢討的地方。當然，現在應該是要官民合一，共同打拚新樓宇供應，而且是要打拚十年內，最好是五年內的房屋供應。

根據運房局截至今年6月底一手私人住宅潛在供應量數據，反映發展商增加了持有的供應至9.6萬伙，其中已落成但仍未賣的單位有1.2萬伙，比兩年

之前是多了3000伙。房屋供應真的增加了嗎？我們深入考察數據一下，原來發展商正在建築中的單位只有6.8萬伙，是2016年以來最少，亦反映建屋在減少；而建築中已預售的單位有1.1萬伙，也是2019年以來最少，令發展商建築中未賣的單位按季增加1000伙至5.7萬伙。而已批出但未動工的單位有2.7萬伙，對比去年同期增加7000伙，可見發展商曬太陽的供應亦增加。看來發展商是有很大主動權的，能在動工流程裏面掌握到對他們有利的時間表。

近期發展局局長黃偉倫表示，有意將濕地緩衝區的發展地積比率增加，筆者贊同這個可以增加短期造地效益的做法。

事實上，現今濕地緩衝區的地積比率要求太高，有人說這可能是發展商提出的意見，筆者認為縱使現在形勢對發展商有利，但我們不應該願與發展商合作，因為整件事情的關鍵就在乎整體供應是否能大幅增長，若整體供應大幅增長政府就可以反客為主，令發展商變為薄利多銷的運作。但若供應日益不足，我們很難在自由市場中要求發展商不能待價而沽。筆者認為整件事的關鍵仍然是官民合一，增加短期土地供應。