

寬鬆未通脹 錢都去哪了？



經濟把脈 梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

在海外主要經濟體普遍面臨較大通脹壓力的情況下，中國的終端消費通脹水平已經連續三年處於低位水平。最新公布的中國4月消費物價指數（CPI）同比已經降至0.1%，生產價格指數（PPI）同比已經降至-3.6%。PPI主要受到全球大宗商品價格的影響，和其他經濟體PPI走勢比較一致，所以PPI受到全球性的外部因素影響較大。而CPI的變化更多是中國內部需求的集中體現，剔除食品和能源後，中國核心CPI同比只有0.7%，已經連續三年沒有突破過1.5%，增速明顯降了一個台階。

與通脹數據形成鮮明對比的是金融數據，最新公布的4月M2（廣義貨幣供應）同比增速高達12.4%，增速雖然有所下降，但依然處於比較高的位置。為何這麼高的「貨幣」增速，通脹卻沒起來？

一般來說，統計貨幣存量使用的是M2指標，但其主要涉及的是存款。事實上，「貨幣」的範圍是很廣的，任何商品都具有貨幣屬性，都可以用來做貨幣使用。通俗的說，居民將錢放在銀行存款，與放在理財、基金、資管產品等，本質是類似的，它們對於居民來說都是貨幣。

M2只是一部分的貨幣儲藏方式，而居民和企業還有很多其他渠道儲藏貨幣。而過去幾年裏，其他貨幣儲藏渠道的投資收益在不斷降低、風險在逐漸增大，居民和企業減少了其他渠道儲藏貨幣的數量。在2018年之前，實體創造的貨幣可能會選擇購買銀行理財、信託產品、資管產品等，但在2018年之後，銀行理財規模告別了高增長，實體創造的貨幣更多轉回了購買銀行存款，這種結構性變化推升了M2的增速。

既然M2對貨幣的統計存在範圍不全的問題，可以更多依賴社融的數據來觀察貨幣的創造速度。因為從理論上來說，「貨幣」和「信用」是一枚硬幣的兩個面。例如，一個居民從銀行借1萬元（人民幣，下同），其存款賬戶也會同時增加1萬元。在此過程中，實體部門的融資規模擴張了1萬元，同時實體部門的貨幣量也增加1萬元。該居民可以將2000元放在銀行存款，將8000元支付給另一個居民來購買東西，而另一個居民可能拿這8000元去購買銀行理財。這個時候如果統計M2的話，只有

2000元，因為8000元的理財產品並不統計入M2。而如果用社融來描述貨幣的創造就會客觀很多，因為不管這些資金以什麼形式流轉和存在，整個社會的信用都是增加了1萬元。

最新公布的4月社融的同比增速為10%，相比M2的增速低了2個百分點以上。但與中國5%左右的實際經濟增速相比，社融反映的中國貨幣創造速度其實也不低，那為何沒有通脹呢？這就牽涉到另一個宏觀問題，從簡單的數量方程式（MV=PQ）出發，要看有沒有通脹，不僅要看貨幣的存量，還要看這些存量貨幣在經濟體中每年流通多少次，即貨幣的流通速度。

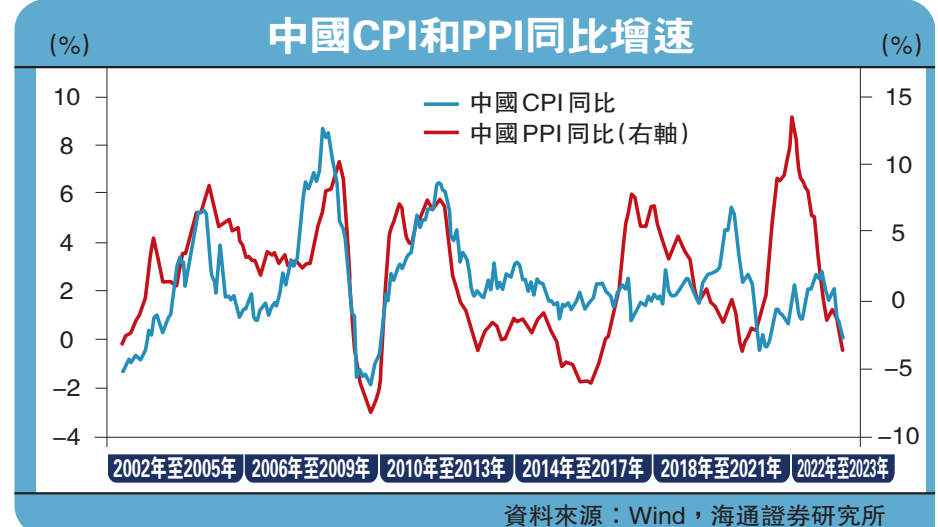
從中國的情況來看，貨幣創造速度和經濟增速比也不低，但貨幣流通速度是偏低的。在疫情之前，中國社融衡量的貨幣流通速度在每年0.4次以上，而疫情出現後，貨幣流通速度明顯降低，根據一季度最新數據推算，當前只有每年0.35次。這就意味着，仍有不少貨幣被創造出來，但貨幣沒有在經濟體中加快流轉起來，說明實體部門「花錢」的意願仍在低位。

內地居民儲蓄率達38%

「花錢」的意願偏低，從居民收支數據就能觀察出來。從一季度統計局居民收支調查數據看，中國居民儲蓄率仍然達到38%，而疫情之前是在35%以內，反映了支出意願偏弱。

從信用擴張的結構也能夠看出來，因為一個部門「花錢」意願高，信貸擴張也會較快。從居民部門來看，4月份居民貸款再度出現負增長，這是非疫情、非春節月份第二次出現這種情況，上一次是08年金融危機的時候。過去十二個月的居民貸款增量只有5.1萬億元，而之前最高的時候曾達到9萬億元以上，當前這一增長速度已經回到了2016年時候的水平，考慮到房價物價上漲的因素，居民加槓桿的意願是比較弱的。

要想改變通脹偏低的狀況，依然可以從貨幣數量方程式出發，一方面是穩住貨幣的存量，穩定實體的融資需求，這就需要進一步降低實體融資成本。過去幾年，政策上在降低企業融資成本上發力較多，但居民部門的融資成本仍然偏高。另一方面是提振實體信心和預期，改善貨幣流通速度。居民和企業對於未來的信心強、預期好，才會敢消費、敢投資，支出增加了，對於整個經濟體系來說，貨幣流轉速度才能加快，經濟需求才能好起來。



資料來源：Wind，海通證券研究所

凶宅按揭注意事項



樓按明曉 張穎穎

網絡按揭轉介營運總監

轟動一時的德福花園五屍兇案為例，事件雖已發生逾廿年，時至今日大部分銀行仍不願意為該單位及同層單位承造按揭。

雖然大多數人對凶宅避而遠之，但由於較一般單位有較多折讓，因此市場上偶有凶宅的交投，上月就有一宗凶宅以低於市價四折成交的個案。事實上，凶宅轉手獲利的新聞亦不時出現，部分更成為拍賣場上爭相競投的對象，承接力不容忽視。但凶宅一般都會出現估價不足的問題，如有意入市凶宅，建議預留充足的首期資金預算。此外，每家銀行對凶宅按揭取態不一，建議尋找大型專業的按揭轉介公司協助配對至合適的銀行。

購房前做定功課

如想避免購入凶宅，入市前建議先向地產代理查詢，他們有責任向買家透露打算購入的物業是否凶宅。另外亦可向銀行對單位進行估價，如發現估價與市價有大差距，甚至未能對其物業作出估價，該單位便有凶宅之嫌。最後，準買家可自行做定功課，透過坊間一些「凶宅網」查閱單位是否為凶宅。

早上上映的一套黑色喜劇電影，講述主角有晚倒垃圾時在家門口發現一具屍體，擔心事件曝光後自己的單位變成凶宅，會影響單位價值，主角欲將屍體搬去同層住戶。最後其他住戶均發現屍體後，同樣擔心單位變為凶宅，眾人合力將屍體搬離大樓。該戲的劇情雖然離奇又詭譎，然而，香港樓價高企，若果辛苦買下的單位變為凶宅，日後將會較難售出，即使買家有興趣購買凶宅，申請按揭時亦會遇上不少阻滯。

銀行審批按揭時會根據單位的估值而決定可借出的貸款額，放售難易程度是計算估值的一個考慮。普通人對凶宅會有所忌諱，因此凶宅的承接能力往往不高，並會影響價值，銀行對於其估價會較為審慎。而每家銀行對凶宅的定義有所不同，如單位發生枉死及兇殺等非自然死亡的事件，一般都會視為凶宅。此外，估價行亦會依照事故的轟動程度，決定單位能否承造按揭，以1998年



◀數字貨幣的興起構成國際貨幣體系的新挑戰，人民幣國際化不僅面對傳統國際貨幣競爭，而且需要應對新型貨幣帶來的挑戰。

貨幣國際化具有很強的歷史語境和周期性，並伴隨着國際政治經濟格局變遷。人民幣國際化經過十餘年發展，進入到了新的發展階段，同時面臨新的機遇。有序推進人民幣國際化需要審時度勢，既要總結日圓國際化的經驗教訓，更要釐清人民幣國際化與日圓國際化的差異特徵，把握好發展方向和目標定位。

人幣國際化須汲取日圓教訓



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室
特聘研究員

2022年5月，國際貨幣基金組織（IMF）發布特別提款權（SDR）定值審查，人民幣的權重升至12.28%。IMF數據顯示，截至2022年四季度，人民幣在全球外匯儲備中的佔比升至2.79%，僅次於美元、歐元（佔比20.47%）、日圓（佔比5.51%）和英鎊（佔比4.95%）。人民幣在國際支付的比重持續上升，預計未來有望超過日圓的國際份額。

目前來看，全球政局勢發生新的變化，國際貨幣體系處於變革期，「去美元化」潮湧現，主權數字貨幣研發進程加快，國際貨幣多元化格局將可能逐漸形成。於人民幣國際化而言既是重要戰略窗口期，面臨許多新的機遇，但同時將可能遭遇新的挑戰。對此，應準確把握內外發展形勢，掌握人民幣國際化主動權，創造人民幣國際化的有利條件，而且人民幣國際化也將為國際貨幣體系變革提供更多可能性。

日圓與人幣國際化差異

一是經濟發展潛力和空間差異。20世紀60年代日本經濟開始起飛，到80年代一躍成為當時經濟總量排名第二的經濟體，卻在20世紀90年代陷入長期停滯，無法支撐日圓國際化目標。日本經濟經歷了大起大落，使得日圓國際化從短暫的成功到衰退，驅動貨幣國際化的動能持續減弱。目前日本的國內生產總值（GDP）全球佔比近5%左右，遠低於1978年至2005年全球佔比10%左右的水平。2019年日本經歷疫情衝擊，日圓的貶值趨勢漸強，2022年截至9月末的貶值幅度超過30%，經濟復甦不振，日圓的波動性加劇，造成資本外流和金融市場恐慌，表明日圓的競爭力在下降。

中國自20世紀90年代末經濟開始騰飛，2010年經濟總量超過日本成為世界第二大經濟體，人民幣國際化具備較好的物質基礎和宏觀經濟條件。從2009年上海試點跨境人民幣使用到2016年人民幣正式加入SDR貨幣籃子，人民幣成為繼美元、歐元、英鎊和日圓之後加入SDR貨幣籃子的第五種貨幣。目前中國經濟全球佔比接近18%，經濟總量接近美國的80%，預計到2035年的潛在經濟增長率將維持在4%左右，將為人民幣國際化奠定更加深厚的經濟基礎。

二是經濟制度與金融監管差異。經濟金融制度是貨幣國際化演變的重要因素，日本與中國在此領域的差異主要體現在兩個層面：

首先是經濟制度差異。日本在資本主義經濟制度，奉行自由市場和經濟金融自由化政策，日圓國際化總體上比較先進，其間出現金融自由化傾向，出台部分過激政策。人民幣國際化相對穩健，要求符合中國的基本經濟制度和金融制度要求，與中國特色社會主義市場經濟制度相適應，走中國特色金融發展道路。

其次，金融監管制度差別。日本



是由大藏省（財政部）和中央銀行即日本銀行共同實施的金融監管體制，大藏省在金融機構審批、管理和監督方面擁有很大的權力，而日本銀行的金融監管職能建立在與各客戶銀行分別簽訂協議基礎之上，經常出現職能衝突和政策相悖的問題。中國已經建立起比較成熟的金融監管體系，2017年11月設立國務院金融穩定發展委員會，2018年4月設立中國銀行保險監督管理委員會，依照法律法規統一監督管理銀行業和保險業，2020年11月中國人民銀行發布《中華人民共和國人民銀行法（修訂草案徵求意見稿）》，《金融穩定法》也將在不久之後正式推出，將加快補齊監管短板，為人民幣國際化提供堅實的監管保障。

三是目標與路徑模式差異。雖然早期的日圓國際化促進了日本經濟和金融國際化，提升了日本經濟的國際競爭力，但由於經濟政策失誤和金融改革不完善，導致後期的日圓國際化受阻，催生大量的金融投機和資產泡沫。日本政府、商業及金融界對於日圓國際化的認識從謹慎保守到逐步自由開放的演變，卻始終未能明確日圓國際化的基本目標，盲目推行國際化，導致日圓升值壓力過大，同期日本經濟增長低迷並陷入衰退，但歸根結底仍是日圓國際化的政策共識和目標共識欠缺。

人民幣國際化從起初就遵循比較穩健和漸進式的改革方式，通過資本項目開放、跨境人民幣資產轉讓等改革政策試點，由此人民幣投融資貨幣功能較快提升。從人民幣國際化經驗來看，自2009年1月中國人民銀行與中國香港地區、東南亞各國、歐洲國家等陸續簽訂雙邊本幣互換協議，建立離岸人民幣清算中心。截至2020年底，中國已與39多個國家簽署貨幣互換協議，規模接近3.5萬億元人民幣。同時，積極推進合格境外機構投資者（QFII）作為過渡性制度安排，並穩妥有序推進資本項目高水平開放和建設開放多元、功能健全的外匯市場，促進人民幣匯率市場化改革。

四是國際貨幣體系環境差異。日圓國際化當時的國際貨幣體系仍是以美元為主導，1971年布萊頓森林體系瓦解後國際市場尚未有比較有競爭力的貨幣取而代之，日圓在這一時期推進貨幣國際化具有較有利的國際環境，加上新自由主義思潮的影響較大，日圓國際化進程相對較快，但也受制於美元霸權體系，相應的制度和法規方面並不完善，導致日圓國際化在短暫的成功後即陷入衰退。

人民幣國際化起步較晚，所面臨的國際環境更趨複雜，歐美等發達國家自身面臨的經濟復甦形勢比較嚴峻，處於一個持續衰退的周期，美元作為國際主導貨幣的趨勢在減弱，「去美元化」浪潮在加快演變，國際貨幣體系走向多極化趨勢。同時，數字貨幣的興起構成國際貨幣體系的新挑戰，人民幣國際化不僅面對傳統國際貨幣競爭，而且需要應對新型貨幣帶來的新挑戰。

人幣國際化三點建議

日圓國際化的歷史經驗表明，後發國家的貨幣國際化難度更大、挑戰更多。當前，人民幣國際化迎來新的機遇窗口，汲取日圓國際化經驗教訓，建議重點圍繞三個層面推動人民幣國際化進程。

一是堅持「以我為主」的原則，完善人民幣國際化頂層設計。人民幣國際化應立足中國經濟社會發展實際，遵循貨幣國際化規律，防範因過快、過急的貨幣國際化而引發的金融風險，統籌發展與安全，深化經濟金融改革和擴大開放，在人民幣國際化進程中維護國家經濟、金融和安全利益，穩慎推進人民幣國際化，保持人民幣匯率走勢穩定均衡，建議設立人民幣國際化路線圖，加強頂層設計和戰略部署，加快制定完善人民幣國際化的長期戰略和策略布局。

二是加大高水平制度型開放，為人民幣國際化創造便利環境。穩慎推進人民幣國際化，確保人民幣國際化與經濟貿易高質量發展目標、匯率市場化改革方向，以及高水平制度型開放要求相一致，着重對標國際通行的規則、規制、管理、標準，建立健全開放、合規、安全的人民幣支付結算、市場交易、投融資等市場化機制。對此，必須汲取日圓、英鎊等經驗教訓，以穩妥的高水平制度安排促進人民幣國際化使用。

三是加強數字人民幣研發測試，積極推動CBDC（中央銀行數字貨幣）國際監管治理。考慮到全球範圍內數字經濟、跨境服務貿易等廣泛興起，未來有必要探索將數字人民幣納入到人民幣國際化路線圖。從美聯儲和歐洲央行對主權數字貨幣的各類立場文件來看，發展數字美元或數字歐元的根本在於維護以美元、歐元等為基礎的國際貨幣秩序及地位，預計未來數年內全球主要央行將加快CBDC研發和測試進程，一旦發展成熟，將對目前的國際貨幣體系帶來競爭。

（本文僅代表個人觀點）