

## 穩基建需要更多政策支持



天風觀察 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

進入二季度，市場關於基建的討論並不多。原因之一是前期基建相關融資額較大，一季度中長期基建類貸款新增2.16萬億元（人民幣，下同），同比去年同期增長了55%，環比去年四季度增長了192%，佔一季度新增企業本外幣中長期貸款的32.2%。二是市場對於復甦的主要關注點集中於消費和地產，而基建作為穩增長的抓手，是復甦的反面，如果經濟的內生復甦動力越好，基建發力的必要性也就越低。

但在經濟內生復甦略有走弱之時，基建投資也在悄然放緩。僅看4月數據，基建投資累計增速尚有9.8%，較3月回落1個百分點，但是當月同比增長7.9%，較3月回落2個百分點，較年初（1月至2月）回落4.3個百分點，較去年高點（2022年9月基建投資當月同比增長16.3%）回落8.4個百分點。而今年4月基數較低（2022年4月基建投資當月同比僅增長4.3%），說明基建投資的實際放緩幅度要比數據表現出的更大。

實際上，基建投資的放緩在與基建相關的螺紋鋼、瀝青、水泥等上游產品的高頻數據中早有體現。去年4月是基建投資的低點，但當前螺紋鋼的表觀需求僅持平去年同期，石油瀝青開工率僅略高於去年同期，而水泥熟料產能利用率甚至大幅低於去年同期26個百分點。今年3月和4月內地挖掘機銷量也大幅弱於去年同期水平。在去年同期存在疫情影響的情況下，今年基建相關的上游產品的高頻數據僅與去年同期大致相當，充分體現了當前基建投資的放緩幅度。

從財政的力度看，近期基建投資的回落看起來是政策發力主動放緩的結果。去年上半年基建投資的問題是資金到位積極，但項目開工遲鈍，投資金額沒有反映在實物工作量上，而今年基建的約束是財政加槓桿出現了明顯放緩。今年3月和4月，政府債淨融資分別為5552億元、3238億元，佔全年淨融資目標的比重分別為7%、4%（去年同期分別為9%、5%），淨融資規模分別同比下滑了11%和19%。作為政府控制力較強的工具，政府債融資的放緩，說明財政的發力在主動放緩。

今年1月至4月，基建類支出（節能

環保+城鄉社區事務+農林水事務+交通運輸）在一般公共預算中的佔比為20.4%，較去年同期下滑了0.6個百分點，處於近年來最低的水平。在今年一般公共預算支出增速保持在6.5%至7%左右的情況下，交通運輸方面的財政支出反而持續負增長，3月同比-0.6%，降幅在4月擴大到了-2.5%。

關於財政發力主動放緩的原因，筆者曾指出，「由於經濟開門紅超預期，今年財政政策不會在上半年急於發力，到年中前後再根據經濟內生復甦狀況相機抉擇，節奏可能會慢於市場預期。」

### 對沖土地出讓下滑影響

從財政支出的結構來看，財政支出的力度向民生領域有所傾斜。今年以來，一般公共預算支出中，社保和就業方面支出的佔比處於近五年以來同期最高水平，1至4月累計佔比較去年同期提升0.6個百分點，筆者認為財政對穩就業的加碼在一定程度上擠出了財政對基建的投資。

除了財政發力主動放緩外，今年基建方面可能還會有「預算不足」的風險。根據兩會《關於2022年中央和地方預算執行情況與2023年中央和地方預算草案的報告》中的內容，財政部對全年地方政府性基金預算本級收入的預期是增長0.4%，這意味着年初財政部對全年土地出讓收入的預期是「大致持平於去年」。

今年1月至4月全國土地出讓收入1.1761萬億元，同比下降21.7%；政府性基金收入則較去年同期減少2964億元，綜合財力較去年同期合計減少了1701億元，同比下滑1.7%。通常情況下，1月至4月土地出讓收入佔全年比重20%以上，如果全年土地出讓節奏和過去兩年持平，預計全年土地出讓收入在5萬億元左右，較去年下滑1.7萬億元。如果接下來沒有增量政策工具作補充，全年基建增速可能僅有2%左右，不足以支撐全年穩增長目標。

按照當前土地出讓收入的增長趨勢，如果不進行政策對沖，基建投資當月同比增速或將持續回落到8月、9月，屆時可能會有較大的穩增長壓力。因此筆者預計，7月下旬是增量政策出台的重要窗口期。如果要完全對沖全年土地出讓收入下滑1.2萬億至1.7萬億對基建投資的拖累，大概需要3500億元至5000億元左右的增量政策性金融工具。



▲第一信託銀行因擠兌問題而倒閉，為美國短時間內第三間爆煲銀行。

從全美銀行數據來看，美國銀行業資產端與負債端均面臨較大壓力，預計持續的存款流失問題會進一步增加銀行的經營壓力。同時，銀行持有的商業房地產貸款存在較大風險敞口。這一趨勢或將推動信貸加快緊縮，進而導致勞動力市場快速走弱，筆者預計美聯儲年內存在降息的概率。

# 銀行危機或逼使聯儲年底降息



經濟把脈 明明

中信證券固定收益首席研究員

美國銀行業當前面臨存款流失和金融非中介化問題，與儲蓄危機類似，在美聯儲激進加息政策下，預計銀行存款流失趨勢難改，銀行經營壓力與流動性風險將增加。美聯儲大刀闊斧的加息，導致存款利率和貨幣市場基金利率差距不斷走闊。在短期資產高收益率的吸引下，美國銀行業存款自2022年下半年加速流出。雖然硅谷銀行事件發生後頭部大銀行存款端有所受益，但中小銀行面臨存款搬家的挑戰比較嚴峻，第一信託銀行也因擠兌而快速倒閉。

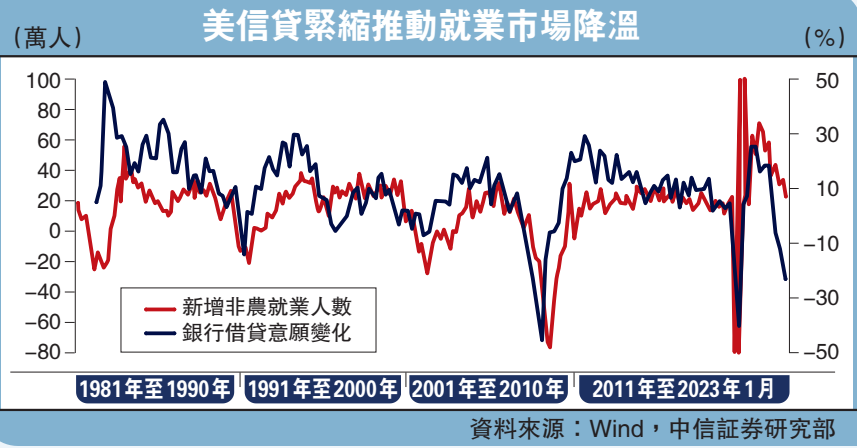
### 負債端：存款流失難止

儲戶對於存款的擔憂情緒較重，蓋洛普（Gallup）在4月3日至25日期間進行的一項民意調查顯示，48%的美國人擔心自己在銀行等金融機構的資金安全性，其中19%的人表示「非常擔心」。此外，由於金融科技的發展及信息傳播速度加快，今輪擠兌速度遠超於此前危機時期，因而若發生風險事件，則銀行會面臨較大的流動性衝擊挑戰。美國金融穩定報告指出，今年以來倒閉的硅谷銀行和簽名銀行最高單日提款率超過20%，遠超2008年華盛頓互惠銀行擠兌中2%的最大單日提款率。鮑威爾也在5月議息會議後的新聞發布會中提及硅谷銀行的擠兌速度與歷史上的擠兌速度不符，擠兌速度超預期。

雖然銀行可以通過抵押借貸、使用美聯儲貨幣政策工具等方式填補流失的存款，但這將使銀行利潤空間進一步被擠壓。由於美聯儲在短期內較難降息，因此預計美國銀行業的存款流失問題將持續增加美國銀行業流動性壓力。

硅谷銀行未保險存款佔比較高並非個例，同時聯邦存款保險公司（FDIC）對銀行存款的保護或較為有限。從全美銀行2022年四季數據來看，實際上存在一些資產規模大於500億美元的銀行未受存款保護的存款金額佔比高於90%。此外，也有部分更大規模銀行的未保險存款佔比在75%以上，例如花旗銀行。不僅這些銀行自身更容易受到擠兌風險，這一情況也會增加美國銀行體系的脆弱性。

另一方面，實際聯邦存款保險基金可以覆蓋的存款賠償有限。在行情後存款規模大幅上升，但存款保險基金準備金率反而小幅下降。具體來看，截至2022年12月，FDIC準備金率約為1.27%（即存款保險基金佔受保護存款的1.27%），存款保險基金規模約1282億美元，僅佔美國國內存款總額的0.7%，甚至不足以覆蓋硅谷銀行的存款總額（1731億美元），FDIC需要依靠美聯儲資金協助才能解決硅谷銀行和簽名銀行的存款賠付。雖然FDIC也可以向財政部借款，但這意味着納稅人的資金將承受銀行損失，因此這一途徑的可用性存疑。因而，目前FDIC對於美國存款的保護能



力實質上較為有限，存款保護機制無法消除銀行擠兌風險。

### 資產端：商業地產貶值

銀行抗流動性風險能力持續惡化，需注意美國中小銀行面對流動性衝擊的脆弱性。從全美銀行業數據來看：1）截至2022年四季度美國銀行業主要準備金儲備（Primary Reserve）與存款的比率處於較低水平，中小銀行（總資產低於500億美元）該指標分布右偏明顯。由於2020年美聯儲將法定存款準備金率從10%下調至0%，因而當前較多銀行的準備金率明顯低於疫情前10%的要求。2）銀行持有的高質量流動資產佔總資產比重在2022年快速下降，非全球系統重要性且非大型銀行逐步接近疫情前水平。

此外，商業房地產價值大幅縮水，商業房地產貸款存在不低的損失風險。商業房地產貸款存在一定違約風險。2022年以來商業房地產價格大幅下跌，空置率持續上升，商業房地產面臨較大下行壓力。業內預計，2023年有1620億美元商業房地產貸款到期，為未來十年最高水平。到期貸款多為五年、十年前低利率環境下投放的貸款，貸款今年到期後將被迫適應更高的利率環境，而當前非金融企業槓桿率在78%以上，高於2008年金融危機和疫情衝擊前水平，因此商業房地產貸款違約風險預計將在今年明顯上升。由於當前銀行業中商業房地產貸款佔比較高，尤其是對於小銀行，因此商業房地產下行預計會對銀行業造成一定負面影響。

高利率環境也將導致銀行證券投資的未實現損失大幅上升，增加了美國銀行業的脆弱性。在2020年美聯儲大規模放水後，美國銀行業資產負債表大幅上升，同時持有證券規模也大幅上升。但當前貨幣緊縮的環境下，銀行證券投資的未實現損失大幅上升，銀行證券投資未實現損失大幅侵蝕銀行普通股一級資本的現象具有普遍性。其中，小銀行存貸比更高、擠兌風險也更高，未來面臨較高的流動性壓力。

### 金融監管放鬆埋下隱患

筆者認為行業監管的放鬆也為近期銀行危機埋下隱患。2008年金融危機後，美國國會2010年通過了《多德-弗蘭克法案》，提高了銀行業的監管標準。但該法案頒布幾年後，隨着經濟從金融危機中恢復，越來越多的人認為它對於中小銀行的監管過於嚴

格，於是2018年通過的《促進經濟增長、放鬆監管要求、保護消費者權益法案》將系統重要性銀行的總資產判定下限閾值從500億美元提升至2500億美元，這為近期的銀行業危機埋下了禍根。

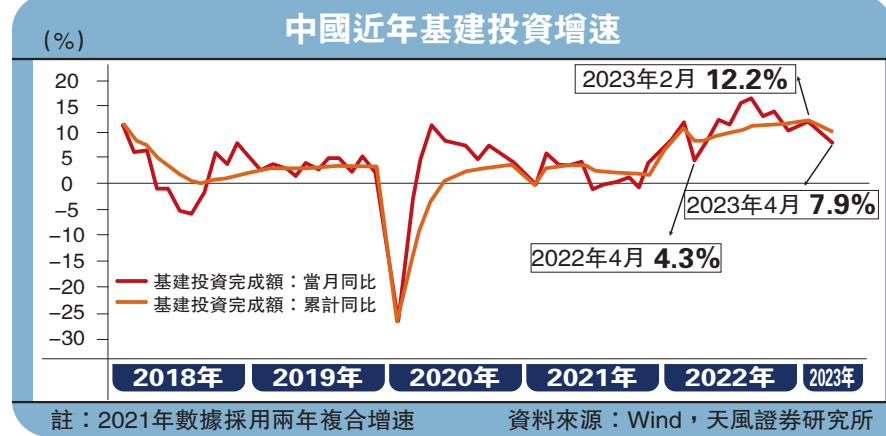
由於監管放鬆，銀行資本充足率存在被高估的可能性。2015年監管政策放鬆，允許非第一類與第二類型銀行一次性選擇不將累計其他綜合收益（Accumulated Other Comprehensive Income, AOCI）計入核心一級資本（Common Equity Tier 1 Capital），而可供出售金融資產（AFS）的未實現損益是AOCI的重要組成部分。因此，中小銀行可以避免可供出售金融資產的未實現損益影響普通股一級資本。

根據2022年第四季度的數據，美國銀行業中有98.97%的銀行都選擇不將AOCI計入CET1資本，所以這些銀行的資本充足率並沒有反映銀行可供出售金融資產未實現損益的風險。而對於需要將AOCI計入CET1資本的銀行而言，銀行可以通過在賬面上將可供出售金融資產轉換為持有至到期投資，來避免這部分未實現損益影響CET1資本充足率。

未來美國信貸緊縮幅度令人擔憂。首先，存款流失的背景下，銀行惜貸行為預計將更為嚴重。其次，在目前高利率的背景下，優質資產更為稀缺，貸款風險也更高。再次，由於存款流向貨幣基金、國債，而貨幣基金持有資產的76%為國債與回購協議，因而銀行存款流失會導致存款的派生能力減弱，可用信貸資金縮減。因而預計信貸緊縮將繼續，其對經濟的負面影響將逐步顯現。

信貸緊縮效應或導致美國就業市場更快降溫，美聯儲不再加息的概率較大，年內存在降息可能性。由於小企業的抗風險性弱於大企業，小企業相對於大企業融資渠道更為有限，銀行供給端貸款收縮及貸款需求端因高利率放緩等因素預計將對小企業造成更大的打擊，未來小企業減緩招聘、裁員的趨勢或將逐漸顯現，而小企業是新增就業職位的重要提供者，這也將引發勞動力市場更快速的降溫。

筆者預計勞動力市場降溫將推動核心服務項通脹放緩，美國通脹壓力屆時將進一步緩解。考慮到美國銀行業壓力將持續，美聯儲6月及以後不再加息概率較高。信貸緊縮背景下勞動力放緩或快速走弱，因而在美聯儲年內降息的概率，降息時點或於今年四季度或明年一季度。



## 公屋資格不應「世襲」



樓市新態 汪敦敬

祥地地產總裁

近年特區政府造地的確有了突破，在收地上明顯有了進展，地政總署今年預算收地約210公頃，大約相等於5個嘉湖山莊，按年增加九倍，規模挑戰逾十九年新高，當中98%的地是涉及新界西洪水橋發展。但解決房屋問題不單只是增加新的供應，亦講究如何運用二手供應，即是要優化轉流率，不同板塊都有轉流率的問題。其中最嚴重就是公屋的轉流率，按照目前的轉流率，約須九十年才可以將全部租客更新一個循環，對於居住公屋的人可能是很好的福利，但是對輪候公屋的人就嚴重的不公平了。

房委會資助房屋小組將於本週三（24日）開會，據悉會作出多個建議，包括：1）只容許每間公屋只有1名成年子女，即長者戶主不可以為第2名成年子女「加名」，減少「世襲」問題。2）住戶購買物業後的申報期限，亦會由現時在下次申報期申報，收緊至簽署臨時買賣合約後1個月內；過去持有「暫准居住證」的富戶會利用十二個月「暫住期」轉移資產，當局擬將暫住期減少至四個月；濫用公屋者被收回公屋後5年內不得再申請。3）現時公屋戶入住首十年不用作任何資產申報，為防止

出現濫用情況，改為每兩年申報一次，拒報者即趕走。

筆者認為上述建議都是相當合適的，可以改變轉流率低的情況。筆者正是第一代的「徙置區嬰兒」，徙置區源於1953年的石硤尾大火之後，政府為了解決住屋安全問題於是建立了高密集的徙置區。雖然徙置區後來發展成為今日的公屋，但是有別於以筆者的理解是完全沒有改變到的。資助房屋是草根住屋的安全網，現在的風氣是，很多人當了公屋是世襲的。公屋不是資產，正確來說是公器，即是說任何市民只要是合乎資格就有權利上樓，所以當收入及資產超越了公屋範圍的人士應該光榮地搬出公屋，而不是將公屋變相據為己有。

筆者記得孩童時，因為裝修的關係總共延遲了兩個月才將徙置區單位交還房委會，當時我們覺得很慚愧。但看數字，2011年至2021年公營租住房屋總數增加了9.6萬個單位，但是同期增加的居住人口只有約8.3萬人。這種畸形發展，其中一個原因是和2019年之前的政治文化有關，既得利益群體被過分包容，等同放棄了更需要的弱勢少數人。

公屋如此，收地也如此。環保本來是好事，但香港近年的環保停滯，反而是因為少數環保人士阻止了對太多人有利政策，這個就是霸權，特區政府是應該出力去修正民情。無論如何，特區政府這個轉變是值得讚賞及支持的。