

貨幣政策啟動逆周期調節



金融熱評 張濤

中國建設銀行
金融市場部分析師

5月份，社融與信貸的投放較上月回落，而且在信貸保持高位的態勢下，社融增幅出現了收窄，進而印證了總需求復甦乏力、融資需求難以持續高增的市場預期。截至5月末，人民幣信貸12個月滾動累增規模為22.76萬億元（人民幣，下同），大幅高於去年5月末的19.84萬億元，但社會融資12個月滾動累增規模33.5萬億元，僅略高於去年5月末的33.07萬億元，拖累社融總量的項目主要是企業與政府的債券融資，兩者的融資速度分別較去年5月末下降了2.6萬億元/年、1.4萬億元/年。另外，截至5月末，企業中長期貸款12個月滾動累增規模繼續新高，至14.41萬億元，而居民中長期12個月滾動累增規模連續3個月穩定在2.6萬億元。

就融資需求而言，除了企業信貸之外，其他渠道、部門的融資均出現了不同程度的增長放緩，當然基於社融、信貸在一季度的超前投放，二季度有所回落也在情理之中，但同期公布的5月份CPI和PPI數據（5月同比漲幅分別為0.2%和-4.6%），依然顯示物價下行壓力有增無減，讓市場增加了對總需求復甦乏力的擔憂。受此影響，5月份金融數據的下滑，被市場視作是經濟下行的表現。

針對融資需求的回落，尤其是持續低迷的市場預期，貨幣政策已經重返「逆周期調節」模式。基於前期自律機制對存款利率引導下調的基礎上，在時隔10個月後，再次下調政策利率10基點。央行公開市場操作的短期利率降至1.9%，中期政策利率1年期MLF（中期借貸便利）利率下調至2.65%，相應從2019年末啟動的此輪降息慢周期以來，近4年間，政策利率累計下調65基點。

與下調政策利率同步，央行在基礎貨幣投放上同樣也呈現出寬鬆。基礎貨幣12個月滾動累增規模一度為-1.76萬億元，伴隨降息慢周期的開啟，至今已回升至3.15萬億元，累計變化幅度高達4.91萬億元。在政策利率和基礎貨幣雙寬鬆推動下，企業貸款利率由

5.5%降至3.9%，累計下降了160基點；個人按揭貸款利率由5.8%降至4.1%，累計下降了160基點；10年國債收益率則由3.4%降至2.6%，累計下降了80基點。與此同時，若觀察GDP當季同比增速四個季度移動平均值的波動情況，GDP不變價的增速由2019年的6%降至3%，降幅為3個百分點；GDP現價的增速由2019年的8%降至4.5%，降幅超過3個百分點。可見，本輪貨幣政策的寬鬆主要源自「逆周期管理」的需要，雖然期間政策有所微調。

後市三大關注焦點

目前，從就業、收入、利潤等層面的經濟微觀體反饋出的經濟下行壓力依舊不小，相應微觀主體的信心依然脆弱，由於2019年以來，一直處於降息周期內，那麼隨着降息空間的耗用，存在三方面的問題，我們已經不能迴避了。

關注一：降息空間還有多少。本次降息後，政策利率已經降至歷史低位，同時商業銀行存款利率也是歷史低位，活期存款掛牌利率僅為0.2厘。那麼未來中國的降息空間究竟還有多少？年內是否還會降息？

關注二：商業銀行體系能夠承受息差收窄的空間還有多少？在支持實體經濟的宏觀要求下，商業銀行給企業和居民的信貸融資成本不斷創出歷史新低，相應商業銀行息差同步收窄、盈利下降，那麼伴隨降息政策實施，銀行息差還將繼續收窄，但這種收窄不是無限度，如果商業銀行息差難以回升，那麼擴張空間和資產質量均會受到影響。

關注三：居民降槓桿過程還要持續多久？受預期變化影響，自2021年二季度開始居民就持續減少新增債務融資，截至目前已經就減少了5萬億元/年，並從2021年四季度開始增加存款，至今增加10.35萬億元/年，伴隨居民存款增加，減貸款的資產負債調整，居民消費勢必會去趨勢性下滑，對於此局面何時才能扭轉，市場現在還沒有明確的預期。

當然，經濟如果順利擺脫下行困境，企業的盈利、居民的就業和收入、政府的財力就能得到改善，那麼上述提及的擔憂也會隨之緩解。因此，當務之急就是要盡快把經濟拉回應有的增長軌跡。



▲筆者認為，在現階段，基於中國經濟的情況權衡利弊，財政擴張是較優選擇。

中國經濟雖然一季有明顯反彈，但進入二季度後經濟動能弱於市場預期。M2（廣義貨幣供應）增長速度加快，但貨幣擴張對需求的促進作用似乎有限。最近市場討論的一個熱點問題就是，錢去哪兒了？發出去那麼多貨幣為什麼對經濟的刺激作用有限呢？

穩經濟宜寬幣策擴財政並行



中金點睛 彭文生

中金公司
首席經濟學家

一個最流行的解釋是貨幣流通速度下降。貨幣流通速度是一個古典貨幣數量論的概念，根據費雪交換方程式： $MV=PY$ ，即貨幣總量乘以貨幣流通速度等於商品價格乘以商品數量。這是一個恒等式，我們計算的貨幣流通速度是經濟運行的結果，經濟活動沒起來，但貨幣多了，自然意味流通速度放慢了。不過，這就像是一個黑匣子，無法告訴我們貨幣在經濟運行中的作用機制，對背後深層次邏輯的揭示意義有限。

還有一個流行的解釋是貨幣空轉，但同樣難有說服力。比如前幾年在解釋貨幣擴張沒有帶來通脹時，曾經有一種流行的說法是大量貨幣被房地產部門吸收了。但如果這種邏輯是對的，那麼隨着房地產市場下行，貨幣會流回實體經濟，推動通脹率上升。但現實情況是，我們發現往往房地產市場不景氣時，通脹率也是處於低位。

筆者認為上述解釋沒有抓住問題的本質，有兩種理論更具參考意義。一是奧地利學派的理論，主張從貨幣供給的結構角度看貨幣流向，先得到貨幣的行業受益，後得到貨幣的行業受損（因為物價可能已經上升，導致其購買力下降），經濟周期波動往往是信貸驅動某些行業的過度擴張和隨後的緊縮。

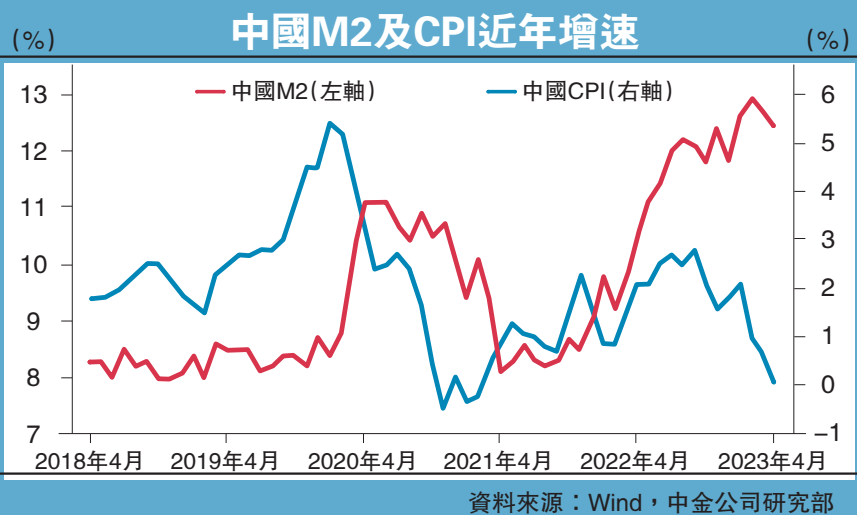
第二個有解釋力的理論是凱恩斯的貨幣理論，他主要從貨幣需求角度論述了居民的流動性偏好，包括交易、防禦和投機需求。在其看來，貨幣需求波動是決定經濟波動的最主要因素。在1936年出版的《就業、利息與貨幣通論》中，他指出居民信心的波動，即流動性偏好的變動，決定了經濟的周期波動。當一個負面衝擊導致民眾信心偏弱時，流動性偏好導致居民的貨幣需求上升和動物精神，居民因此更願意持有現金、國債等安全資產，造成普遍的消費和投資意願不足，進而帶動經濟下行。

債務償還擴大貨幣需求

當前，股市的風險溢價反映了居民部門對未來的信心。對比來看，A股的風險溢價處於十年來的較高水平，而美股風險溢價處於十年來的較低水平，這都顯示了中國的貨幣投放更多流向了安全和流動性資產。

相應的，為應對民眾信心缺乏引發的流動性偏好，凱恩斯主張增加貨幣供給。當全社會的貨幣需求增加時，如果貨幣供給不變，將會導致民眾拋售風險資產或不消費，進而制約整體經濟表現。相反的，如果政府（央行）增加貨幣供給以滿足民眾的流動性偏好，則有助於減輕民眾拋售資產和不消費的壓力。2020年，各國政府為應對新冠疫情普遍增發貨幣，正是採用凱恩斯理論。

貨幣需求的一個特殊方面是債務償還帶來的交易性和流動性資金需求。從存量債務有序滾動的角度來說，存量債務償還的資金來源部分來自於新增貸款。因此，如果債務還本付息負擔佔新增貸款的比重上升，這意味着更少的新增資金被用於促進實體經濟增長。從企業和家庭部門還本



付息佔新增信貸比例來看，過去幾個季度雖然有所下降，但與2008年全球金融危機和2020年疫情期間相比，仍處於高位。這意味着債務償還帶來的資金需求處於高位，制約了貨幣投放向實體經濟傳導的效率。

綜合來看，信心不足導致居民追求安全資產，同時還本付息負擔上升，這都對貨幣投放的主要流向有重要含義。因此，儘管當前M2增速較快，但相對於貨幣需求而言似乎仍顯不夠。

在金融周期下行階段，理想的貨幣環境是「緊信用、鬆貨幣、寬財政」。從金融到財政，從內生貨幣到外生貨幣，具體的政策手段有三個：貨幣政策、監管政策和財政政策。

從貨幣政策角度來看，6月13日，央行下調7天逆回購利率10基點。但如果降息沒有配合財政擴張的話，在私人部門信心不足的情況下，貨幣政策通過信貸傳導的效果可能有限。從監管政策角度來看，如果私人部門信心不足，即使有取消限購限貸、降低首付比例等監管政策放鬆，效率可能也不高。總之，在信用緊縮的順周期壓力下，靠信貸和房地產進行逆周期調節的效率低，或者從結果反推來看，要達到理想的政策效果，則可能需要異乎尋常力度的貨幣放鬆和信貸擴張，帶來長期的負面影響。

就現階段而言，最優的政策選擇是財政擴張。經歷過去十幾年的信貸擴張，中國債務積累已到了較高位置，目前採用擴張信貸的方式即使短期有助於促進經濟增長，也可能會進一步增加後續的債務風險。貨幣放鬆既可以支持財政擴張，也可以支持信貸擴張，但這兩種方式對於經濟增長、居民部門信心、匯率、通脹、債務和經濟可持續性有不同的影響。在現階段，基於中國經濟的情況權衡利弊，財政擴張是較優選擇。

財政擴張也需要央行擴表的配合，否則財政擴張帶來的資金需求將造成市場利率上升，對私人部門投資有擠出效應。此外，這一操作還具有可行性，中國央行總資產與GDP之比目前處於相對低位，蘊藏着較大的擴表空間。

調整收支結構刺激消費

未來財政擴張的空間有多大？我們可以從三個層面來理解：一是通脹，二是擠出效應，三是可持續性。

首先，通脹不是目前財政擴張的約束條件。財政政策擴張可能帶來通脹，但目前來講通脹處在低位，甚至有觀感擔心通縮。

其次，限制擠出效應需要市場友好型的財政擴張，從導向來看應該體現為從投資轉向消費。擠出效應是指

政府直接參與經濟活動包括投資可能會給資源配置帶來的扭曲，什麼樣的財政政策能夠降低其對市場的干擾？首選是擴大消費的財政政策。此類政策一方面有利於刺激短期增長，另一方面可以在長期促進科技創新水平。從各國消費市場規模與創新之間的關係來看，一國的消費規模越大，人均創新水平越強。

就促進消費而言，財政政策還可在許多方面發力：

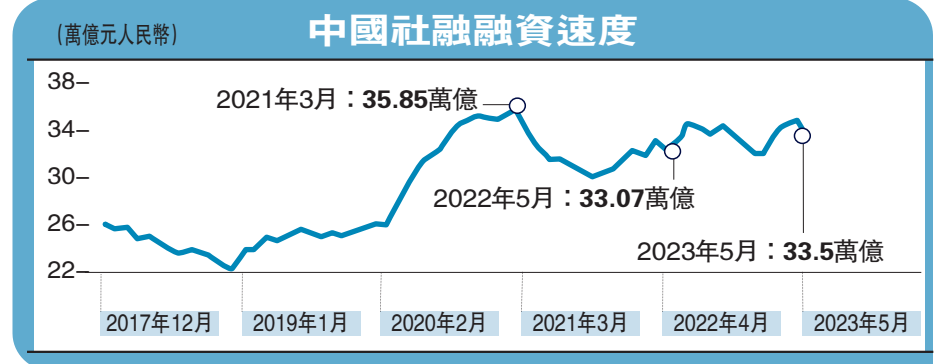
1) 調整支出結構。比如，增加面向農村老年人等弱勢群體的轉移支付，增加教育和醫療等公共服務保障支出，將失業年輕人納入社會保障體系，降低固定資產投資支出佔比等。此外，財政還可提升旨在鼓勵生育的補助力度，例如完善育兒津貼、生育獎勵、稅收抵免等直接補助制度，以及大力提升普惠託育等間接補助力度。這有助於鼓勵生育、促進生育率回升。

2) 調整收入結構。稅收的公平原則要求稅負與公民的收入成比例甚至累進稅率，而間接稅卻具有累退性質，既不能幫助調節人群之間收入分配差距，也不能平滑個人在經濟周期不同階段的可支配收入變化。就未來的優化方向而言，十八屆三中全會已經指明方向，降低間接稅增加直接稅，需要降低增值稅等流轉稅稅負，引入新的直接稅稅種，擴大直接稅稅基或提高直接稅稅率。

再次，就政府債務的可持續性而言，更應該用功能財政理念看待財政政策的作用。要發揮財政擴張的積極作用，不可避免地要求公共部門增加借貸，與之相伴隨的一個問題是如何保證財政及公共部門債務的可持續性。從其奉行的借貸原則來看，私人部門應是「量入為出」，這是因為私人是花自己掙的錢；而政府部門則是「量出為入」，只要政府部門花出去的錢有利於促進長遠的增長，未來的稅基就會增加。

具體而言，這涉及政府的融資成本和經濟增長的平衡，如果國債收益率低於GDP增速，政府通過舉債來增加需求就具有可持續性。這意味着政府部門增加借貸帶來的償付壓力較輕，且政府債務水平隨着經濟增長被稀釋，長期的債務可持續性有保障。

更進一步，國債的表現天然具有逆周期的特徵，比如在經濟衰退期間，私人部門債務的風險溢價上升，是順周期的，而投資者對國債的需求反而上升，是逆周期的。從資產配置的角度看，國債扮演安全資產的角色，在經濟面臨下行壓力，市場風險偏好下降時，增加國債等安全資產的供給，有類似增加貨幣供給的作用，從而降低信心不足對實體經濟和風險資產的衝擊。



經濟復常 港樓價今年看漲



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

日前美國聯儲局公布最新議息結果，由於市場普遍預期「6月唔加7月加」，所以今次暫停加息是意料之內。值得一提的是，今次是在連續10次加息後，首次不加息。雖則美聯儲亦「明示」下半年會加息，但似乎加息潮已接近尾聲。

雖然加息對供樓影響有限，但息口走勢未完全明朗，或多或少影響投資氣氛。由於新盤以吸引價搶客，購買力持續傾向一手物業，相信「一手暢旺、二手拉鋸」的情況會於短期內持續。

筆者個人預期，發展商將乘勢加速推盤。隨着多個項目陸續部署登場，料7月份一手交投繼續造好。一手持續暢旺，反觀二手繼續「積弱」，交投量寥寥。然而，本港樓市仍可看高一線，原因在於下半年利淡因素將逐漸消散，亦出現四大利好因素，支持樓市重拾上升動力。

一是，自從兩地通關以來，各行各業，如旅遊、飲食、零售、保險、航運業等均見復甦跡象，市場預期今年香港GDP可升至3.5%至5.5%。眾所周知，樓價走勢一向與GDP高度相關，所以樓市隨GDP同步齊升的機會相當高。加之執筆一刻，市傳中央政府計劃「採取重大措施振興經濟」，相信內地與香港的經濟增長將帶動樓市加快復甦，為本港樓價帶來支持，刺激效果料將於下半年

漸漸浮現。

二是，上半年租金已由低位回升，美聯「租金走勢圖」今年5月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約34.56元，按月升約0.9%，連升4個月，並創15個月新高。隨着暑假租務旺季來臨，租金升勢吸引投資者入市，亦促使令部分租客轉租為買，間接為樓市帶來上升動力。

按揭優惠搶客吸引入市

三是，近5年半間，香港先後經歷貿易戰、修例風波、新冠疫情等因素影響，不少置業需求一直積壓，只要利淡因素消退，相信屆時剛需將再度爆發。

四是，其實今年銀行業對按揭業務態度轉趨正面，有不少大行不斷調高按揭現金回贈金額，反映出業界對承接樓按上取態相當積極，優惠甚至可抵銷部分加息的影響，有助於樓市進一步趨向復甦。

總括而言，個人估計隨着眾多利淡因素消散，樓市「撥雲見日」，將吸引積壓的購買力入市，令一二手交投有望齊齊回升，全年樓價料升約10%至15%。



▲筆者料今年樓價升約一成半。