

穩經濟政策加碼 信貸增長提速



市場解碼 汪濤

瑞銀證券
中國首席經濟學家

中國6月份新增信貸強於市場預期，信貸增長繼續放緩，但降幅小於預期。應如何解讀，未來有何可期？

6月新增人民幣貸款3.05萬億元（人民幣，下同），強於市場預期（市場調查均值為2.3萬億元，瑞銀證券預測為2.55萬億元），按年多增2470億元。貸款多增主要由中長期企業貸款帶動（新增1.6萬億元，按年多增1440億元），反映政策對基建和企業部門持續提供信貸支持。另一方面，6月新增中長期住戶貸款（主要是房貸）4630億元，小幅高於去年同期水平（按年多增460億元）。

另一方面，票據融資再次收縮820億元，不過其按年跌幅較5月有所改善（按年多減1620億元，而5月多減6710億元）。2023年上半年新增人民幣貸款共15.7萬億元，較去年同期多增2萬億元，主要來自中長期企業貸款（按年多增3.5萬億元），表明政策持續加碼。而儘管過去幾個月波動較大，上半年整體新增中長期住戶貸款較去年同期少增1000億元，反映房地產銷售乏力。

新增人民幣貸款走強（社融口徑下，按年多增1830億元）推動6月新增社融4.22萬億元，強於市場預期（市場調查均值為3.1萬億元，瑞銀證券預測為3.6萬億元），但仍按年少增9730億元。政府債券淨發行量走強是拖累6月新增社融按年少增的主要原因（5390億元，按年少增1萬億元以上），主要由於去年基數較高，當時地方政府專項債加快發行和使用，以支持基建投資。另一方面，企業債淨發行量2360億元（較去年同期大致持平），影子信貸整體收縮900億元（按年多減760億元），均基本符合我們的預期。

今年上半年新增社融21.5萬億元，按年多增5000多億，主要由於新增人民幣貸款走強（按年多增2萬億元）抵銷了政府債券淨發行量（同比少增1.3萬億元）和企業債淨發行量的走弱（按年少增7860億元）。對於後者，今年上半年城投債淨發行量較去年同期僅增加310億元，而其他企業債淨發行量明顯走弱。

儘管6月新增人民幣貸款和社融強於市場預期，但由於去年同期基數較高，6月信貸增長持續回落，不過降幅略低於預期。6月官方社融按年增速和調整後社融（剔除股票融資）按年增速均回落0.5個百分點到8.9%至9%，主要由政府債券淨發行量明顯弱於去年。我們估算的信貸衝衝從5月的跌1.1%進一步走弱至跌3.3%（佔GDP比重）。新增信貸流量小幅下行至19%（佔GDP比重，3個月移動平均），6月單月新增信貸流量上行至23%。

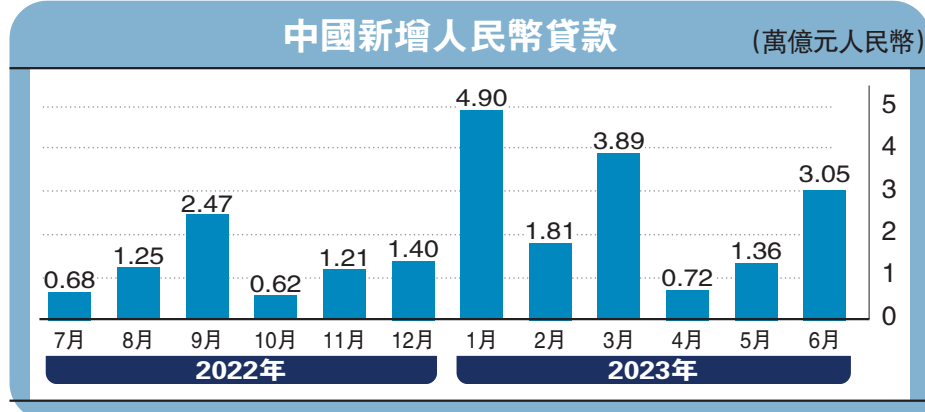
內房融資逐步改善

考慮到房地產活動持續走弱，消費復甦動能偏弱，我們預計下半年政策支持有望溫和加碼，信貸增長可能在年底小幅反彈至10%左右。首先，下半年地方政府專項債的發行有望提速，今年剩餘的1.5萬億元額度大部分會在未來幾個月陸續發行（相比之下，2022年下半年實際發行為6320億元）。其次，我們預計政策性銀行將加大信貸力度，籌集和使用新一批專項基建投資基金，從而提振公共投資。第三，對於房地產市場而言，鑒於近期監管延長了金融支持房地產市場有關政策，未來預計部分房地產政策放鬆有望支持房地產銷售企穩，開發商融資條件和房貸有望有所改善。

此外，如我們此前所述，估計今年新增信貸的15%至20%可能用於償還存量債務的利息支出，這意味著實際流向實體經濟部門的新增信貸可能少於官方數據，因而未來幾個月政府需要加碼信貸支持，配合準財政政策的擴張，確保對實體經濟提供充足的信貸支持。高基數效應逐步消退也有望支撐下半年信貸按年增速溫和反彈。理想情況下，今年應實現超過10%的信貸增速以推動經濟復甦。



▲今年上半年新增人民幣貸款共15.7萬億元，主要來自中長期企業貸款。



單位違規改動 影響按揭有多大？



談樓說按 王美鳳

中原按揭
董事總經理

早前將軍澳一個屋苑單位被發現拆除部分主力牆而受到市場關注，據悉屋宇署評估情況後發出建築命令，要求一個月內完成修復主力牆。主力牆內部藏有鋼筋，是支撐樓宇結構及用作承重的牆身，若主力牆被拆，便有可能構成樓宇結構風險。

由於按揭貸款涉及將物業抵押予銀行，銀行須確保按揭物業完好，若然單位有較嚴重違反《建築物條例》的改動，基於單位有潛在結構風險，在完全解除有關法庭命令前，銀行一般不會批出按揭貸款。

那麼，對於一些曾進行改動、加建或僭建的單位，又或單位已被屋宇署發出建築物命令（Building Orders），銀行是否必然拒批按揭？買賣流程當中，買方可從土地查冊紀錄了解單位是否已被發出違反《建築物條例》的命令，第24條（Section 24）是較常見建築物命令，主要是關於拆卸、移去或改動建築物，簡稱「拆卸令」，例如單位有違例僭建、改動、加建工程如天台玻璃屋、加建簷篷或圍板，內部間隔改動等，被勒令拆除僭建物又或還原改建部分。若查冊顯示單位有第24條建築物命令，現時較多銀行做法是先評估有關違例改動的類型及嚴重性，以及若需進行清拆修復工程的複雜程度或費用，再決定是否接受承造有關按揭貸款。

如性質輕微 借款人需簽承諾書

若非屬於涉及結構性或較大風險如拆除主力牆、改建開放式廚房引致阻塞逃生門及影響消防安全條例、又或僭建物危害單位結構等，銀行仍可就着較輕微的僭建改動批出附帶條件的按揭貸款，最常見做法是要求借款人簽署一份承諾書（undertaking），承諾對於有關建築物命令負起所有責任及涉及之費用。但留意，由於過程當中增添了額外評估及安排視察物業等工序，按揭審批時間或因有所延長。

▲按揭貸款涉及將物業抵押予銀行，銀行須確保按揭物業完好。



居民可支配收入提高，有助穩定投資和就業市場信心，創造更具韌性的消費條件。

目前關於消費復甦進度、效果以及可持續的討論日漸增多。從歐美日消費復甦動能來看，前期的大規模刺激政策「功不可沒」，但能否持續仍存未知數。一旦刺激政策退出，儲蓄率下降，消費復甦的支撐作用將可能減弱。同時，發達經濟體通脹嚴峻，價格的貢獻對消費支出擴大的作用不能忽略，中長期通脹將對消費支出產生抑制作用。如何促進消費、擴大內需不能依靠簡單的數據橫向類比，應全面準確評估消費復甦偏弱的「疤痕效應」、經濟增長預期以及歷史積累的債務負擔問題。

擴大消費動能 刺激經濟(上)



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室
特聘研究員

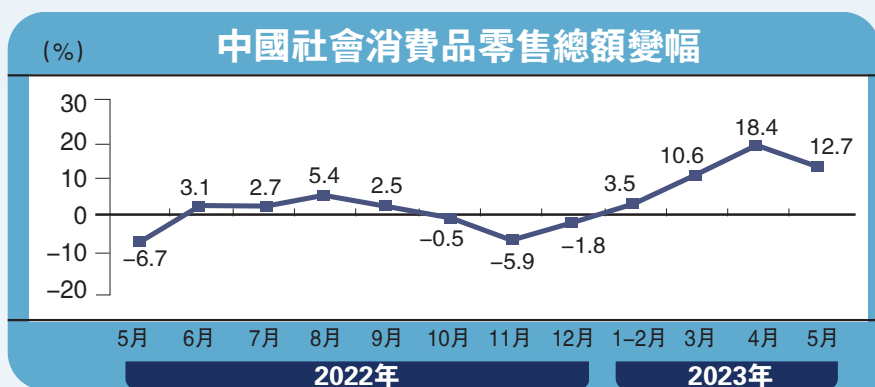
政策選擇上，一方面需要適當擴大直接補貼或實施低收入家庭救助政策，努力改善消費支出預期，同時依託貨幣政策組合（存量住房市場減息、剛需住房利率優惠等）來降低居民中長期負債成本，並進一步健全社會保障網絡，增厚擴內需的物質基礎。另一方面，通過穩定投資和市場信心來驅動經濟恢復性增長預期，扭轉短期資產負債表萎縮帶來的不利影響，加快結構性改革，促進潛在經濟增速回歸到正常水平。

長遠來看，擴內需是長期戰略，不能脫離經濟周期和債務周期，應考慮短期與中長期政策的配合，歸結為一點，消費增長和貢獻度提升的關鍵仍在於穩定經濟增速，提高居民可支配收入，穩定投資和就業信心，創造更具韌性的消費條件和消費預期。

如何衡量消費對經濟增長的貢獻？傳統方法是將投資、消費和出口作為經濟增長的「三駕馬車」，主要依據西方經濟學的「需求決定供給」理論，按支出法核算。美國「大蕭條」後市場失靈的缺陷暴露，現代凱恩斯主義開始流行，公共投資成為重要的經濟增長驅動力，而外向型經濟主導的經濟增長，將淨出口的貢獻度提升到新的高度。經濟到了一定發展階段後，消費對經濟增長的貢獻加快提升。國際經驗來看，消費貢獻度的高低與經濟增長以及經濟總量規模密切相關。據世界銀行統計，高收入國家的人均國民總收入（GNI）及最終消費支出的增長趨勢幾乎一致，1971至2021年高收入國家人均GNI的年均增速約1.8%，最終消費支出年均增速約2.5%，最終消費支出的增速要高於人均GNI，部分反映高收入國家的超前消費和依賴消費信貸，這也與高收入國家的消費信貸市場更為發達有關。統計顯示，發達國家消費信貸佔GDP一般達20%及以上。

發達經濟體依靠內需支撐

過去一段時間，高收入國家的經濟增長不高，消費支出卻仍處於擴張區間，二者的增速並不完全匹配，主要原因在於高收入國家所依賴的高赤字所支撐的高福利制度。如今，歐美日發達經濟體的高赤字經濟陸續引發問題，包括經濟中長期增長下行或陷入停滯，同時高福利引發的社會問題。數據顯示，1961至1990年高收入國家GDP年均增速和最終消費支出年均增速均為4%左右，1991至2016年兩者均降至2%左右，幾乎腰斬。同期高收入國家的居民最終消費支出佔GDP比重基本維持在58%左右，意味着資本形成和淨出口的佔比幾乎沒有變化。多數發達經濟體的貿易長期處於赤字狀態，淨出口的貢獻度不斷下降，如美國、歐盟和日本2022年的貿易赤字均創下近年新高，因此要高度依賴消費內需，否則經濟將可能負



增長。由此可見，發達經濟體經濟復甦增長既存在脆弱性，也很難逆轉下行態勢。

中等收入國家的表現卻不盡相同。世界銀行的數據顯示，1997至2021年中等收入國家人均GNI年均增速約4.3%，最終消費支出年均增速約2%，人均GNI的增速要明顯高於最終消費支出，這或許部分解釋中等收入國家為何擁有較高儲蓄率，但也意味着消費內需仍有較大提升空間。數據顯示，中等收入國家1965至2022年的GDP年均增速約4.8%，同期最終消費支出佔GDP的比重卻從65%下降至50%左右。目前而言，新興經濟體的公共投資仍大有裨益，而且淨出口仍有發展餘地，最終消費支出佔比並不能完全解釋消費對經濟增長的貢獻，三方共同發力不但有利於拓展居民收入增長空間、促進居民財富增長，而且也是支撐經濟可持續增長的關鍵。比較阿根廷、巴西等曾經進入中等收入國家行列的歷史經驗，雖然超前消費和過度借貸短期內創造了較高的生活水平，但最終是經濟增長放緩，有效投資和淨出口的增長韌性不足，導致增長失去動能，不但消費內需增長不可持續，而且錯失經濟長期增長機會。總之，合理有效的投資、穩定的淨出口以及消費內需的增長應是正確選項。

中等收入國消費貢獻穩定

從多數中等收入國家看，無論是居民最終消費支出增速還是佔GDP的比重，並未隨着經濟的中高速增长而加快，總體上消費對經濟增長的貢獻度保持在較為穩定的增長區間，沒有出現類似高收入國家完全轉向消費內需為主的增長模式，淨出口和投資仍佔有一定的地位，並發揮支撐經濟增長的特殊作用。主要可能有兩方面的原因：其一，多數中等收入國家作為後發國家，早期的發展均以出口導向型為主，憑藉國際分工體系以及全球產業轉移所創造的比較優勢，通常以引進發達經濟體的技術和設備等建立工業基礎，大都依靠較高的貿易額實現經濟增長；其二，多數中等收入國家在工業化初期基礎設施較為落後，城鎮化率偏低，早期的外向型經濟不斷推動城市建設，農業人口加快向城市遷徙，因而催生了大量的基建投資需求，政府大規模城鎮化創造了更多的公共投資，並以引進外資帶動民間投資擴張，投資率普遍較高。

但是，經過多年經濟增長所帶來的財富積累，中等收入國家的居民槓桿率普遍有上升趨勢，主要來自購房

和其他大宗消費兩方面的驅動：一方面是城鎮化率的提升和基建加快，房地產市場變得活躍，購房需求上漲，較低的住房信貸利率，加上炒房熱，導致居民槓桿率上升，房貸成為居民資產負債表的主要構成部分；另一方面是經濟增長帶來的社會發展，居民生活改善和消費升級，例如汽車、家電等大宗消費興起，超前消費和借貸文化的興起，催生了消費信貸市場的擴張。據國際清算銀行（BIS）數據，2008至2021年新興市場居民部門槓桿率從25.8%急升至50.6%，14年間幾乎翻倍。觀察近年中等收入國家的居民儲蓄增速情況發現，雖然中等收入國家的居民儲蓄佔GNI比重仍保持穩定增長（從1996年的25%上升至2021年的36%），但國民淨儲蓄佔GNI的比重卻在2008年達到高位後不斷下行。世界銀行統計顯示，1990至2008年中等收入國家的國民淨儲蓄佔GNI的比重從10%倍增到20%左右，但近年已降至15%左右。雖然從資產配置的角度可以解釋一部分原因，例如中等收入國家的居民配置權益市場的比例上升，但主要原因仍在於居民信貸規模的不斷增長。

過高槓桿率引發泡沫風險

這一點可以從國際金融協會（IIF）的數據發現端倪。根據統計，新興市場家庭債務佔GDP的比重，從2001年的15%升至2020年的47%，漲幅超過2倍。考慮到中等收入國家的經濟增長相對穩定，但對絕大多數中低收入國家而言，過度的借貸以及偏低的儲蓄水平將可能引發家庭債務危機，不利於消費內需的增長。結合高收入國家的經驗教訓，過高的槓桿率也存在較大的泡沫風險。1990年代日本居民家庭經歷的泡沫經濟，不但造成消費長期通縮，而且導致30年的經濟增長幾乎停滯不前，即便日本政府多次大規模刺激卻並未見效，僅能勉強維持經濟運行。因此，中等收入國家如果經濟增長較快步入下行通道，應妥善應對居民槓桿率上升的問題，並盡早提出宏觀優化政策修復居民資產負債表，防止出現日本所經歷的資產負債表衰退和流動性陷阱。按照這個維度分析，居民消費支出仍應保持在合理增長水平，鼓勵適當的、合理的消費支出，並穩定國民儲蓄率，為擴內需和內外雙循環留餘地，否則將可能造成過度透支，削弱未來中長期增長潛力。對多數新興經濟體而言，未來的增長空間既源於城市化浪潮，也在於產業轉型升級。

（未完，待續）