

信貸投放的「增減取捨」



天風視野 宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

人民銀行近期發布了《2023年第三季度中國貨幣政策執行報告》（以下簡稱「貨幣報告」），本次為中央金融工作會議召開以後的首份貨幣報告，在金融高質量發展的主題下，貨幣政策出現了一些新的導向。

本次貨幣報告的關鍵內容可以簡單概括為：兩個適度容忍——適度容忍信貸增速的下降，適度容忍M1（狹義貨幣供應）和M2（廣義貨幣供應）的剪刀差。

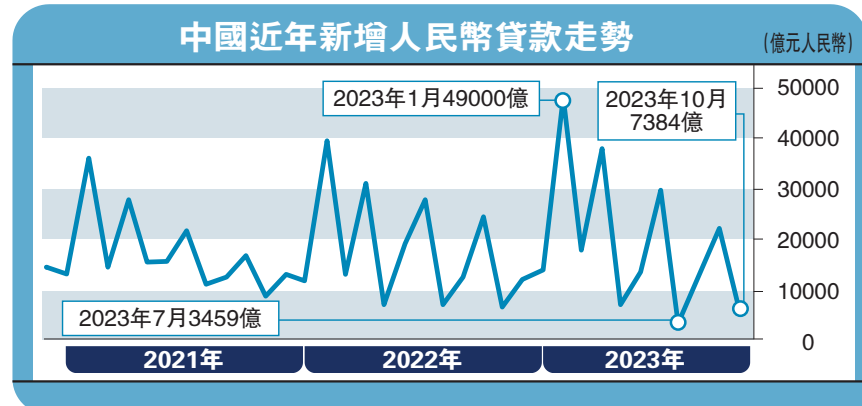
第一個容忍體現在貨幣報告中的《專欄2——盤活存量資金，提高資金使用效率》——「着力提升貨幣信貸支持實體經濟恢復發展的質量和效率，更多關注存量貸款的持續效用，盤活被低效佔用的金融資源，提高資金使用效率，盤活存量貸款、提升存量貸款使用效率、優化新增貸款投向對支撐經濟增長同等重要」。

其核心思想可以概括為「增、減、取、捨」四個字，標誌著對於貨幣政策支持實體經濟的要求從增速更快轉向結構更優、效率更高。結構更優，需要信貸投放有增有減。信貸投放的結構伴隨經濟結構的調整而出現相應的變化，增加新動能的支持，減少對舊動能的支持。

信貸投放的「增」主要集中在高質量發展相關的行業。比如中央金融工作會議提到的「把更多金融資源用於促進科技創新、先進製造、綠色發展和中小微企業，大力支持實施創新驅動發展戰略、區域協調發展戰略，確保國家糧食和能源安全等」，也即本次貨幣報告提到的「做好科技金融、綠色金融、普惠金融、養老金融、數字金融五篇文章」。

信貸投放的「減」主要體現在去地產化和化解地方政府債。過去多年，房地產是經濟增長的重要組成，根據筆者測算，2012-2020年間，廣義房地產業（包括房地產建築和房地產服務兩個環節的直接和間接拉動）對經濟的貢獻穩定在17%-18%之間。但從2021年起，經濟開始了「去地產化」的進程，廣義房地產業對經濟的貢獻從2020年的17.4%快速下降到了2022年的14.3%。

經濟「去地產化」的同時，金融也在「去地產化」。從增量角度看，今年前三季度房地產貸款在新增人民幣貸款中的佔比為-0.2%，較2020年的26.3%大幅下降26.5個百分點。從存量角度看，房地產貸款在人民幣貸款餘額中的佔比自2021年起加速回落，從2020年末的28.7%回落6個百分點至2023年9月末的22.7%。



樓價回調 上車盤選擇多



樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

筆者撰寫本文站在評論員的角度，而非地產代理的身份，所以引用的數據都是根據傳媒資料。根據報章報道，YOHO West以震撼價發售，有關發展商是以質素優良見稱的，配合吸引價格成為市場焦點。當然，項目現在未發售，我們很難評估當中的變化，但是用樓市評論員的角度，可以說有關的樓盤及發售價格是有條件在市場尋底的。如果市場有了新的指標，讓部分購買力在市場暢順運作，樓價有望探底後逐步回升。

對於上車人士來說現在是一個美好時刻，筆者剛看到本公司數據分析部主管林佳武的報告，反映當下樓價已適合年輕人上車。以統計處數字作根據，最新25至34歲年輕全職職員的每月工資中位數是2.1萬元，即兩位年輕人入息是4.2萬元。基本上，兩人合力入市買450萬元或以下物業沒有難度。

我們不妨看看年輕人今日的選擇，

而化債也是信貸投放「減」的部分。本輪化債要求遏制增量、化解存量，部分存量的城投貸款會被陸續償還，城投貸款整體可能會表現為淨壓降。

「取」的是信貸資源使用的效率提升。一方面，金融資源更多地向高質量發展、「五篇大文章」傾斜，本身就是促進經濟轉型升級，提高效率。另一方面，人行在本次貨幣報告中也在強調「盤活被低效佔用的金融資源」、「盤活存量貸款」，筆者預計接下來也會加快推進銀行不良貸款的核銷和處置，從低效率部門釋放信貸資源。

「捨」的是對信貸資源的追求。由於房地產、基建等傳統行業產業鏈長、投資規模大，因此信貸投放結構從舊動能向新動能的轉變，大概率會引起信貸增速的下降，但這並不意味著金融對實體支持力度的減弱。

因此貨幣報告也強調，「衡量信貸支持實體經濟的成效，不宜過於關注新增貸款情況」、「要避免對單月增量等高頻數據的過度解讀」。未來信貸增速可能會有所下降或長期保持低位，但信貸結構和效率的變化，也會加大金融對實體的支持力度。

「增減取捨」四個字歸根結底還是呼應了中央金融工作會議的要求——「準確把握貨幣信貸供需規律和新特點」。

應對跨經濟周期

第二個容忍體現在貨幣報告中對於近期關於資金空轉討論的回應。2022年以來，社融、M2增速明顯高於名義GDP增速，同時M2增速也明顯高於M1增速，這似乎與「保持貨幣供應量和社會融資規模增速與名義經濟增速基本匹配」有所矛盾，甚至存在「資金空轉」的嫌疑。

人行指出，「要從更長時間的跨周期視角去觀察，更為合理把握對『基本匹配』的理解和認識」，意思是「社融、M2增速與名義GDP增速基本匹配」不是對當月、當季或者當年的要求，而是對跨經濟周期、更長時間維度的要求。

同時，資金活化程度較低是經濟的結果而非原因，反映實體部門需求不足、預期偏弱，因此更需要貨幣政策發力穩增長，保持相對於名義GDP和M1增速更高的社融和M2增速，才能對經濟起到托底作用，在跨周期的時間尺度下平滑經濟轉型的短期波動。

總結來看，中央金融工作會議召開以後的首份貨幣報告出現了一些新的導向——更加重視金融支持實體的結構和效率，適度容忍信貸增速的下降；更加重視貨幣政策在跨周期視角下的效果，適度容忍M1和M2的剪刀差。



巴西化解地方債務危機經歷了曲折的歷程，有三方面的經驗及教訓是值得鏡鑒。

因財政體制等原因，巴西於上世紀末曾出現過三次地方政府債務危機。在此過程中，巴西經歷了中央政府與地方政府的博弈與救助，並順勢推進一系列重要的財政改革，走向相對成熟的央地財政關係、建立了現代財政體制，從而徹底走出了地方債務危機的惡性反覆。

巴西化解地方債務危機的啟示



條分縷析 徐忠
前中國人民銀行
研究局局長

巴西建國以來央地財政關係一直沒有理順，1988年巴西新憲法希望央地財政合理分權，但此次改革仍是不完善的，存在三個根本性的問題。

一是巴西財政脫離實際、「大包大攬」，造成了財政在總量上的不可持續。巴西在養老金制度和基建支出方式的選擇上就存在問題。在歷史有欠賬、現在高保障的情況下，巴西養老金制度選擇了現收現付的受益基準型（DB），不是更可持續的預籌積累的供款基準型（DC）。在這種制度下，養老金不是主要由個人賬戶負擔，而是由公共支出彌補。進入90年代，每年由財政補貼的虧損達到GDP的4%以上。

二是央地財政關係中，地方政府財政支出與收入匹配度不高。巴西政府財權過度集中於中央，地方政府收入與支出不匹配。沒有建立適配的地方稅收體系，地方政府的自有收入不足，對轉移支付和債務的依賴很大。同時政府間職責劃分不清晰，地方政府剛性支出較多。比如，地方公務員工資福利過高且不能調整，長期佔到州政府收入一半以上，造成了巨大壓力。

三是對財政紀律缺少激勵約束機制。聯邦政府對地方政府舉債的限制形同虛設，沒有硬約束。此外，州長由選民選舉產生，傾向於過度承諾，也極容易走民粹主義路線；禁止連任導致了地方財政缺乏連續性，存在不當激勵。

推動改革 根治問題

上世紀80年代末，地方財政已經難以維持，巴西連續出現了三次地方債務危機。這個過程中，聯邦政府與地方政府進行了多次的博弈與救助，直到第三次才成功度過了危機。

1) 1989年地方債務危機：只救助、未改革

第一次債務危機發生在80年代末，外債率先出問題。由於缺少監管，外債逐漸成為巴西地方債務的最脆弱環節，公共部門（聯邦政府、地方政府、國有企業）外債佔GDP的比重從1982年的17.1%增長至1984年的37.4%。在世界石油危機的衝擊下，巴西州政府的外債難以償付。

在是否提供救助的問題上，聯邦政府和州政府的立場是不一致的，聯邦政府擔心道德風險，州政府則希望由聯邦政府兜底。但如果州政府自己承擔的話，只能減少提供必要的公共服務，甚至亂收費，當地的居民會極度困難。也就是說，財政體制的缺陷成為影響雙方博弈結果的關鍵，最終聯邦政府接管了州政府的外債。1989年12月，州政府期限超過1年的外債全部置換為聯邦政府債務，償還期限

為20年，總額約佔1989年各州財政收入的20%，相當於當時GDP的2%。

但此次救助存在兩個問題：一是債務處理不徹底，救助力度不夠大。外債只是地方債務的一部分，還有很多其他債務沒有解決。二是聯邦政府幾乎為無條件救助，沒有提出任何財政改革的要求，強化道德風險。

2) 1993年地方債務危機：救助與改革未聯動

第二次債務危機發生於1993年前後，地方政府對聯邦金融機構的債務也出現問題。這次危機的背景是，地方政府逐漸擠向地方政府債券來擴張債務，隨着聯邦政府收緊地方政府債券融資，各州債務再次難以為繼，出現對聯邦金融機構的債務違約。

聯邦政府與地方政府進行了第二次救助博弈，結果沒有變化，又救助了州政府對聯邦金融機構的債務，總額相當於當時GDP的7.2%。還款期限延長到20年，利率保持在初始水平，並為債務償還設置上限，超額部分可延期。

此次，聯邦政府意識到了盡快推動財政改革的重要性，針對一些重點領域出台了應急行動計劃等措施。一是調整基建支出方式。1995年頒布《特許經營法》，出售高速公路等基礎設施的特許經營權，由私人收費運營。二是推動國企改革。1990年制定私有化計劃，1995年拓展參與的企業與行業範圍，並放寬對外資的限制。三是健全激勵約束機制。1993年不再允許地方政府發行新增債券，1994年規定聯邦政府可扣留一定比例的轉移支付來制約地方政府。

總的來看，雖然這一輪救助意識到了財政改革的重要性，推動了廣泛的財政改革，但由於地方政府缺少配合財政改革的激勵，改革的進度與效果均不理想。

3) 1997年地方債務危機：救助與改革相結合

第三次債務危機發生於1997年，各類債務紛紛違約，很多州銀行也出了問題。巴西公務員工資福利作為地方政府的最大支出，成為第三次債務危機的導火索。1989年至1994年，公務員工資福利支出佔到州政府淨收入的52.1%，1995年至1997年達到近70%。

聯邦政府不得不進行第三次救助，與各州一一協商，納入地方債券等各類債務，根據其狀況簽訂不同條款的合約。大多數州簽訂了30年合約，償債期限進一步拉長，利率普遍為通脹基礎上加6%至7.5%，設置了債務減免條款，也增加了違反規定的懲罰機制，包括提高債務償還上限與更改利率等。

經過對前兩輪救助的反思，巴西這一次將化債與改革相結合，加快了財政改革速度。聯邦政府與各州政府共同制定債務重組和財政調整的計劃，作為債務重組的交換條件，各州承諾實施改革，在規定期限內達到公

務員工資、地方國企改革等具體目標。

總的來看，第三次救助不僅全面考慮各類債務，還以救助換回財政改革，解決了未來的道德風險問題，成為最終救助成功的關鍵。

在三次地方債務危機後，聯邦政府認識到，只有徹底解決財政體制的問題，才能根治地方債務危機的隱患。2000年以來，巴西又經過數年努力，逐漸走向相對成熟的央地財政關係、建立了現代財政體制。

一是通過立法硬化財政紀律約束。2000年頒布《財政責任法》，在立法層面將財政約束轉為硬約束，對規範財政紀律起到關鍵作用。一方面，為州政府設定支出、舉債的硬性限制，並禁止聯邦政府緊急救助州政府。另一方面，加大監督與懲罰力度，提高州政府預算管理和財政信息的透明度，追究違規舉債或無法償還債務的相關人員責任。

二是推動養老金改革與基建支出方式調整，控制公共支出。本世紀以來，巴西對現收現付的養老金制度進行漸進式改革，向個人賬戶的預籌積累方向改革。2000年後大力發展補充性個人養老金。2012年針對公務員建立一筆補充養老金，都具有明顯的個人賬戶、積累制特徵。在基建支出方面，2004年頒布《公私合作關係（PPP）法》，政府可將項目開發委託給私營的合作機構，向最終用戶收費，不足部分由政府補貼。

三是不斷優化政府間的收入與債務結構。通過增加稅種、調整稅率來調節各級政府的收入，增加地方政府收入。1993年至2005年，稅收佔GDP的比重從25%提高至37%。此外，通過債務置換與轉移支付，聯邦政府和地方政府的債務結構得到調節。1993年，聯邦政府與地方政府的淨債務之比為104%，2010年為222%。不過，地方政府目前還沒有獨立的稅政，不能自主設立稅種，這是需要繼續優化的。

解決困局 力度要夠大

總結來看，巴西化解地方債務危機經歷了曲折的歷程，有三方面的經驗教訓是值得鏡鑒的。

首先，對地方債務的救助力度要足夠，才能救助成功；同時要建立激勵相容的央地財政關係，才能防範道德風險。

其次，公共支出、私人支出在GDP中的比重與財政的能力逐漸適配是財政體制改革的成功要素，這又與養老金改革、基建支出方式有關係。

最後，大國經濟體的財政體制選擇非常重要，要建立「一級政府、一級舉債權、一級預算、一級稅收權、一級舉債權」的財政管理體系。這種「分灶吃飯」的關係，強調科學劃分央地財政職能和收入，通過財政紀律，讓地方政府自我平衡、自我負責。