

首季穩經濟 社融料需13萬億



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

人行春節前的「救市」舉措頗有「兵馬未動，糧草先行」的意味——大幅降準50基點、PSL（新增抵押補充貸款）連月投放，萬億資金空間已經打開，問題是如何使用。我們曾提示今年一季度「開門紅」，財政加力的成色尤為重要，同時也離不開流動性寬鬆與擴信用的再通脹動力，要兼顧防空轉與穩增長，一季度的政府債融資與信貸投放量依舊不能少。

然而市場已經透露了信貸節奏放緩的信號。1月10年期國債持續下行逼近2.43%，暗示金融數據「開門紅」成色不及去年。觀察開年以來房企業績仍未好轉，實體經濟復甦波動，我們預計1月信貸投放在4.5萬億元（人民幣，下同）水平左右，總量同比少增，結構或延續「對公支撐，零售偏弱」局面。同時Wind高頻數據顯示1月政府債淨融資3353億元，同比少增約3000億元，新年財政目前還處於「按兵不動」的狀態。

這意味着實現一季度經濟「開門紅」，社融（主要是信貸與政府債）存在缺口——為了防止充裕流動性帶來的資金空轉風險，節後發債與寬信用提速是必要的。那麼一季度社融的「底線」是多少？

我們以超儲率作為主要着眼點，將2023年同期超儲率為基準，在政府債做主力的假設下，我們測算2024年一季度新增社融需要加碼至13萬億元水平以上（2023年首季為14.5萬億元），方可兼顧資金防空轉與經濟穩增長，此時債市或有調整風險；而若新增社融數據同比顯著回落，則流動性寬鬆與經濟復甦波動短期均是債市行情延續的助推因素。

首先，從多個維度觀察，今年節前流動性或是近年來最為充裕的一次。

一是人行空前龐大的流動性投放：1月以來人行逆回購、MLF（中期借貸便利）存量均高於歷史同期，2月初還有降準後的1萬億流動性釋放，一季度還有PSL等結構性工具的擴容。

二是資金壓力在節前可控：臨近春節DR007利率（銀行間債券質押式回購利率）波動較小，債市槓桿率高於歷史同期運行。

三是超儲率高於去年同期：由於1

月政府債供給壓力緩和，MLF增量續作以及PSL放量，測算2024年1月金融機構超儲率為1.5%，後續依據季節性推算2024年一季度末為1.8%，高於2023年同期的1.7%，反映今年一季度銀行信貸擴張的空間不小。

信貸與政府債有放量必要

那麼，在流動性較為寬鬆的背景之下，後續有哪些手段能擴信用、避免資金空轉？從社融角度，信貸與政府債均有出手放量的必要。

信貸投放加碼，抓手在房地產。一方面，1月24日人行發布會上表明「預計今年一季度仍然會保持較快的信貸增長」，同時宣布首次設立「信貸市場司」，反映人行對信貸「開門紅」依然重視。另一方面，開年的地產政策「雷厲風行」：經營性物業貸政策與城市房地產融資協調機制先後出台，短期地產供需兩端均是擴信用的有利抓手。

政府債也有前置發行的可能。雖然歷史上政府債少有在一季度就大規模放量，但觀察2月1日財政部發布會上表態「國債擬靠前安排發行」、「適當增加中央預算內投資規模」，節奏與放量均比以前的表述更加積極，釋放了一季度財政有望前置發力的信號。

測算來看，資金防空轉下政府債發力或「事半功倍」，而信貸加碼的任務有些「繁重」。我們通過五因素法測算金融機構超儲率，在其他分項符合季節性變動的假設下，2024年一季度政府債淨融資需達到1.7萬億元即可使一季度末超儲率壓降至2023年同期1.7%水平附近，對應一季度總新增社融13萬億元水平；而同樣條件下一季度新增信貸投放需要達到甚至超過2023年同期水平（10.6萬億元）才能通過繳準來消耗較高的超儲，意味着信貸投放需要支撐一季度總社融達到2023年同期的「天量」規模，這對於近期要求「投放均衡、平滑波動」的信貸增長是較為吃力的。

一季度新增社融規模對市場有何變盤？如果新增社融同比連月顯著少增，則流動性寬鬆與實體擴信用偏緩短期均可成為債市行情延續的助推因素。

而另一面，如果一季度社融能夠實現「開門紅」，則會消耗超儲水平使資金面收斂，實體融資景氣度也將回升，債市或面臨調整壓力。歷史上可參考2023年一季度，防疫調整後信貸與經濟均「開門紅」，資金面利率上行，10年期國債收益率在年初回升後震蕩。



日本經濟經歷「失落的三十年」，並非必然，其中有非常深刻的政策應對失誤。

從1990年開始，伴隨着泡沫經濟的破滅，日本經濟陷入了以「低增長、低就業、低通脹、低財富、低槓桿」為典型特徵的「資產負債表衰退」，持續時間長達30年之久，也被稱為日本「失落的三十年」。

日經濟泡沫爆破四個反思



經濟視線 沈建光

京東科技集團
首席經濟學家

在和日本當年政策制定者、銀行家以及學者探討原因和政策應對的得失，近期也在香港和日本連續參加了幾場關於日本經濟重回增長的研討會，以及研究美國應對危機的政策經驗後，筆者深切感到，日本經濟經歷「失落的三十年」，並非必然，其中有非常深刻的政策應對失誤，尤其是「失落的第三十年」中政策應對的不協調、不一致、不連續的問題，值得深入反思。站在中國經濟發展的當下，日本這些曾經的政策失誤對當前也不乏重要啟示。

反思一：主動刺破泡沫，但嚴重低估泡沫破裂造成的衝擊

為了控制股市和房地產泡沫不斷膨脹，日本決策層主動出擊，從1989年5月開始連續5次加息，貼現率從3.25%提高到1990年8月的6.0%。同時，1990年出台「實行房地產融資總量控制政策」，「要求金融機構對房地產貸款增速不超過總貸款餘額增速，導致日本房地產貸款餘額增速從1990年3月的15.3%迅速降低到1991年3月的0.3%。此外，從1991年開始，日本還開始實施土地稅制改革，收緊土地稅。

在加息、信貸、稅收等政策不斷打壓下，日本股市、房價先後劇烈下跌。日經225和東京證券交易所指數在1989年底均達到階段性峰值，之後快速下滑，1990年暴跌33%，1992年3月日經平均股價跌破2萬點，僅為1989年最高點的一半。日本土地價格在1990年三季度達到高峰，在1991年下降了8%左右。

但對於資產泡沫破裂的影響，日本決策層出現了明顯的諛諛。1991、1992年日本企劃廳發布的《經濟白皮書》都認為，泡沫經濟崩潰對個人消費、企業投資的負面衝擊非常有限，且在1993年以後就會消失，金融機構不良貸款也不是一個嚴重的問題。到了1993年，《經濟白皮書》才意識到「泡沫經濟破滅給實體經濟帶來了巨大影響」，但此時泡沫破裂已過去了三年。

而這種巨大影響的背後，是企業和居民部門的資產負債表遭受了重大衝擊。自日本資產泡沫破滅後，作為日本企業和家庭重要資產配置的房地產價格自90年代高峰時期下跌超過70%，股票資產跌幅超過80%，給日本企業和家庭造成了1500多萬億日圓的財富損失。

反思二：政策缺乏協同，導致貨幣政策陷入「流動性陷阱」

在泡沫破裂之後，日本政策應對思路的不統一，應對措施缺乏針對性，導致市場看不清未來的前景。

雖然日本央行開始降息來應對泡沫破滅後的經濟不景，但在股市、地產價格雙雙大幅下跌，終究還是落入了「流動性陷阱」。日本央行9次降低貸款基準利率，從1991年的6%降至1996年的0.5%，但並沒有扭轉貸

款和貨幣供應增速的持續下降，日本的M2增速由1990年的12%降至1993年的0左右，同時，通脹也持續下行，最終長期陷入通縮。

這背後的原因，是資產價格大跌後遺症誘發的，一方面是銀行遭遇不良貸款上升和資本充足率下降，出現了明顯的「惜貸」，另一方面則企業資產負債表收縮，收入大幅下降，無法維持終身僱傭制度，居民就業及收入預期隨之下降，出現了明顯的「惜借」，貨幣信貸供需兩端乏力。

此外，「地價稅」的對沖，寬鬆的貨幣政策也沒有改變房地產的下跌態勢。1989年日本將稅制改革作為調控土地價格的主要手段，但到地產價格本來就開始崩潰的1991年，才出台嚴苛的地價稅收緊措施，包括開徵地價稅，強化特別土地保有稅、農地徵稅及轉讓所得稅，提高遺產稅等。

這些緊縮措施加劇了地產所有者的拋售意願，導致房地產市場持續下跌。直到7年後的1998年，日本土地政策才開始全面轉向，此時東京房屋價格指數較1991年的高點已經下降了近50%。直到2004年，日本房地產價格才見底，此時該指數下跌幅度接近60%。

反思三：財政政策「重投資輕消費」，居民消費持續低迷

在泡沫破裂之後，「流動性陷阱」還不是日本經濟恢復的唯一攔路虎。日本財政政策的「重投資輕消費」，導致經濟恢復遭遇「供需循環不暢」。

泡沫破裂後，日本的財政支出一開始並沒有明顯增加。後來的擴張性財政政策以增加公共投資為主。公共投資的增加並沒有促進居民就業和消費的增長。1990年，日本有效求人倍率為1.4倍，即勞動力市場上每名求職者對應1.4個招聘職位，此後大幅下滑，到2005年之前一直沒有超過1倍。受此影響，日本民間消費增速從1990年的4.8%迅速下降，之後的十年未超過3%，且在1998年跌至-0.6%。

消費稅政策招斷復甦苗頭

緊縮的消費稅政策，招斷了日本經濟復甦的苗頭。日本擴張性的財政政策對居民消費關注不夠，對經濟的刺激效果不佳，反而導致財政收支缺口持續擴大。為此，1997年，日本政府頒布《財政結構改革法》，要求到2003年將財政赤字佔GDP比重降低到3%以內、停發赤字公債等，將消費稅稅率由3%提高至5%，終止部分減稅措施，提高醫療費中個人負擔的比例。

從此，消費稅率提高和減稅措施的退出增加了國民的負擔，導致佔日本GNP（國民生產總值）60%左右的個人消費進一步疲軟，拖累經濟的恢復。加上東南亞金融危機的疊加衝擊，1996年稍有起色的日本經濟（增長4.4%）再次陷入衰退，增速跌落至0附近。

反思四：金融風險化解不力，不良資產越滾越大

泡沫破裂後，日本政府對金融風險重視不夠。日本實施的是主銀行制度，政策當局忽視了資產價格下跌、企業經營困

境與銀行不良貸款之間的惡性循環，對不良資產處置採用了軟着陸的解決方式，寄希望於經濟恢復和資產價格上漲帶動不良資產的下降。

但隨着資產價格持續下降，資產負債表衰退顯現，企業破產不斷增加。1991年度，企業破產數量大幅增加至13578單，較1990年增加48%左右。

與此相應，日本的不良貸款也是越滾越大。1992年底，日本銀行業不良債權總額約40萬億日圓，1998年9月底上升至87.5萬億日圓。如果考慮被金融機構隱藏的不良資產，實際的規模更大。

此時，日本政府才下定決心向金融機構注入政府資金，解決風險問題。但風險化解延遲，導致日本政策投入了巨大的救助資金。1998年3月，日本政府首次為21家銀行注入10156億日圓的財政資金；1998年10月，政府又推出了總額為60萬億日圓的重建金融計劃，其中25萬億日圓用於銀行注資。如在泡沫破滅初期堅決推進風險處置，應該不需要如此巨額的政府資金投入。

更為糟糕的是，還沒等救助政策產生效果，日本政府又推出了金融體制改革。1998年10月，日本政府通過了兩部重要的改革法案《金融再生法》和《早期健全法》。特別是《早期健全法》要求：日本金融廳以自有資本為標準對經營惡化的金融機構提出改善經營或停業的措施，以督促金融機構早日恢復正常經營。

但為了提高資本充足比率，日本金融機構不得不採取收縮資產負債表措施：一方面盡力沖銷不良資產，另一方面嚴格限制貸款發放。結果導致「惜貸」問題更加嚴重，許多中小企業因無法獲得融資而破產倒閉，又出現了「壞賬上升—收縮貸款—企業倒閉—壞賬上升」的惡性循環。最後，日本政府不得不在2002年4月推出了旨在對不良債權進行最終處理的緊急經濟政策，日本金融機構才逐漸走出不良資產的泥潭。

綜上所述，在日本1990年股市、房市泡沫破裂後，資產價格大幅下跌後導致資產負債表衰退，形成資產價格持續下跌、金融機構風險高企、企業融資和居民消費收縮、經濟長期通縮和低增長的惡性循環，最終將經濟拖入「失落的三十年」。資產泡沫破裂對市場主體資產負債表和經濟金融發展的衝擊通常是系統性的，政策部門的形勢研判不可低估其影響。同時政策應對需要有不系統性和一致性、政策力度要足夠，否則風險難以出清、市場預期難以提振、經濟難以快速恢復。

2023年中國實現了5.2%的增長，但年底的中央經濟工作會議也明確指出了2024年經濟持續恢復面臨有效需求不足、部分行業產能過剩、社會預期偏弱、風險隱患仍多等困難，同時也面對房地產、地方政府債和金融風險的三重挑戰，及時有效的經濟應對政策至關重要。日本90年代泡沫經濟破裂的政策應對失誤，從另一個角度為中國經濟避免陷入資產負債表衰退提供了很好的啟示。

先免後徵 為樓市注入購買力



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼任宅部總裁

人才仍未成為「香港人」，便會啟動程序徵收稅款，啟動後需在30日內繳稅，否則將徵收最高達10倍稅款的罰款金額。

何永賢透露，去年宣布調整住宅物業需求管理措施之後，去年12月送交土地註冊處註冊的住宅物業買賣合約宗數為2929宗，雖不及去年上半年每月平均4370宗水平，但對比10月的2123宗及11月的2554宗，連續兩個月上升。

就「先免後徵」的申請數字，她表示，計劃推出兩個多月來，稅務局已收到474宗外來人才申請，當中394宗經已獲批，這反映香港具吸引力。此等數字顯示「先免後徵」安排深受外來人才歡迎，亦有助增加外來人才對香港的歸屬感及留港發展意欲，也證明香港這個城市有吸引力。

政府為了搶人才成立「人才服務辦公室」，積極吸納外地人才，推出高端人才通行證計劃和優化原有的人才入境計劃。去年11月底，各項輸入人才計劃共收到逾20萬宗申請，獲批來港人士當中已有逾8.1萬人來港工作及定居。

萬事起頭難，外來人才初來香港人生路不熟，適應不容易，買樓又要交重稅頗為困擾，「先免後徵」解決了他們不少困難。

特區政府推出不少措施吸引外來人才，其中「先免後徵」安排，解決了他們不少煩惱。外來人才輕鬆應付各項物業相關印花稅稅款等問題，可全力在香港打拚，提高了外來人才信心，有利他們投資港樓。

行政長官李家超去年10月施政報告經已為外來人才鋪路，除了為樓市減辣，更把新住宅印花稅和買家印花稅減半，由本來15%降至7.5%，更為外來人才置業印花稅實施「先免後徵」，即優化合資格外來人才退還港置業印花稅的安排。

房屋局局長何永賢早前表示，外來人才買物業時需向稅務局作申請，申請獲批後物業紀錄上會有押記，當放售物業時雙方律師查冊均可看到押記，當有關人士7年後成為香港永久性居民，政府會給予多2年緩衝期，即在來港首日起計，9年內可向稅局申請「解押證明書」，免除繳付有關稅款。

何永賢指出，入境處掌握外來人才名單，連同2年緩衝期的9年時間內，若