

## 人行料保持流動性寬鬆



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

人民銀行日前發布了《2023年第四季度中國貨幣政策執行報告》（以下簡稱「貨幣報告」）。報告既有貨幣政策新導向下的中期工作部署，如盤活存量、風險化解，也有根據內外環境變化做出的短期政策調整，如降低匯率要求、保障政府債券順利發行，下一階段的貨幣政策大概率將在這兩條主線勾勒的框架下展開。

從四季度貨幣報告來看，貨幣政策有四個「一點」變化：匯率要求低一點、資金利率鬆一點、公開市場多一點、風險化快一點。

### 匯率要求低一點

在四季度貨幣報告中，人行對匯率的要求是「堅持底線思維，防範匯率超調風險，防止形成單邊一致性預期並自我強化，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定」。

四季度貨幣政策委員會例會與三季度貨幣報告相比，少了「堅決對順周期行為予以糾偏，堅決防範匯率超調風險」之前的「堅決」，說明匯率在人行多重目標中的優先級有所降低。

儘管人民幣自年初以來小幅貶值，但美國聯儲局本輪加息週期已經可以基本確認結束，人民幣貶值壓力客觀存在，但高峰已過且相對有限。

當前穩增長壓力仍然較大，預計貨幣政策會利用貶值壓力減弱的窗口，將重心向內部的穩增長適度傾斜。

### 資金利率鬆一點

相比於三季度貨幣報告，四季度貨幣報告將「保持銀行體系流動性和貨幣市場利率平穩運行」放到了更加靠前的位置，體現了人行對於貨幣市場流動性穩定的重視。

人行在四季度貨幣報告中着重強調了「合理把握債券與信貸兩個最大融資市場的關係」，此前人民銀行貨幣政策司司長鄒澜接受新華社採訪時也提到「保障政府債券順利發行」。除了促進信貸增長以外，貨幣政策還需要加強與財政政策的協調配合。

而今年政府債的發行量可能要大於往年，除了正常的國債、一般債、專項債以外，根據地方兩會的內容，今年還有可能會發行超長期特別國債。所以，在政府債發行放量的階段，為了「保障

政府債券順利發行」，人行需要維持資金面處於較為寬鬆的狀態、保持資金利率相對較低。

截至2月8日，「10年期國債利率—R007(七天回購利率)」的利差約為65.5基點（bp，Basis Point），處於2016年以來的30%分位數水平，國債利率與資金利率的利差相對較窄。從有利於政府債券發行的角度，接下來貨幣政策有望進一步降低資金利率的波動中樞。

### 公開市場多一點

儘管筆者認為人行將進一步降低資金利率的波動中樞，同時適度放鬆穩匯率的約束，但美聯儲尚未啟動降息，且美國聯儲局主席鮑威爾在最近一次記者會上態度偏鷹（其言論為「FOMC在三月份的會議上很可能不會有足夠的信心來確定啟動降息」）。

同時，人行可能仍然需要兼顧「防空轉」的目標，因此在目前的環境下推動以中期借貸便利（MLF）和公開市場操作（OMO）為代表的政策利率降息仍然面臨內外因素的掣肘。配合財政發力的貨幣寬鬆，可能會加大公開市場投放的規模，即人行在四季度貨幣報告中提到的「搭配運用多種貨幣政策工具，保障政府債券順利發行」。

### 風險化快一點

在四季度貨幣報告中，人行強調「積極推動重點區域、重點機構和重點領域風險處置和改革化險工作」，而在年初人行年底工作會議和三季度貨幣報告中的提法分別是「推動穩妥處置重點區域和重點機構風險」、「平穩有序推動重點區域、重點機構和重點領域風險處置和改革化險」。

從「穩妥處置」、「平穩有序推動」到「積極推動」，代表人行接下來可能將實質性地加快中央金融工作會議提出的中小金融機構、地方債務、房地產三大領域的風險化解工作。

盤活存量信貸資源是人行在四季度貨幣報告提出來的貨幣政策新導向之一，四季度貨幣報告給出了一些具體的方法，如「採取債務重組等方式盤活信貸存量」、「部分貸款到期回收後轉投更高效率的經營主體、優化新增貸款投向、推動必要的市場化出清」等。

整體來看，四季度貨幣報告既有貨幣政策新導向下的中期工作部署（盤活存量、風險化解），也有根據內外環境變化做出的短期政策調整（降低匯率要求、保障政府債券順利發行），下一階段的貨幣政策大概率將在這兩條主線勾勒的框架下展開。



## 聯儲次季降息幾率高



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

美國聯儲局連續第四次會議維持利率不變，聯邦基金利率目標範圍維持在5.25厘至5.5厘，符合市場預期。根據芝加哥商品交易所利率期貨工具顯示，5月會議減息機會上升。美國減息的到來，香港資本市場應會受惠。

議息聲明提到，過去一年通脹緩和，但仍然偏高。當局高度關注通脹風險，在通脹持續回落至2%的信心增強前，減息並不合適。聲明措辭刪去「可能進一步收緊政策」。

美聯儲主席鮑威爾表示，經濟進展良好，但通脹仍高於目標，前景充滿不確定。當局致力將通脹回復至2%，並保持就業市場強勁。

鮑威爾指出，經濟增長很大程度來自就業市場及供應鏈修復，亦很大程度源於新冠疫情後的恢復。他未敢斷言經濟已實現軟著陸，形容未是時候宣告勝利。經濟增長將會放緩，但整體而言，經濟形勢仍相當不錯。很多指標都顯示，就業市場依然緊張，勞動力供不應

求。

### 鮑威爾指今年減息做法合適

鮑威爾表示，政策利率可能處於今年輪週期高位，今年某個時候開始減息將是合適做法，但不認為3月會減息，強調逐次會議決定，取決經濟數據、前景及平衡風險。通脹已放緩，但高於目標，前景仍充滿不確定，當局致力將通脹回復至2%，並保持就業市場強勁。

美聯儲再度維持利率不變，強調在通脹持續回落至2%的信心增強前，減息並不合適。鮑威爾指出，即使有6個月的良好通脹數據，仍未能確定通脹可持續回落至2%。他多次提到需要更多良好數據，有更強信心確定通脹持續跌向2%的目標。無法因為通脹回落，就機械式地調整利率。

鮑威爾表示，過早或過遲減息都不合適，都有可能扭轉通脹形勢。至於太遲減息或減息太少，則可能削弱經濟及就業狀況。假如就業市場出乎意料轉弱，當局或會更早減息。如果通脹保持黏性或升溫，則會較遲才採取行動。



▲民營企業在中國是數量最大、最具活力的企業群體，是社會主義市場經濟的重要組成部分。

長期以來，民營經濟在穩增長、促創新、增就業、改善民生等方面都發揮了積極作用，已成為中國經濟不可或缺的內生基礎，以及推動經濟持續健康發展的重要力量。當前，民營經濟出現了投資增速持續回落和預期不穩等問題，恢復進程較為緩慢。中國經濟要持續向好，就要進一步保障民企利益，改善民企環境，提升民企信心。

# 增強民企信心 穩經濟關鍵



評經議濟 連平

廣開首席產業研究院院長

改革開放四十多年來，民營經濟在中國經濟中佔據了非常重要的地位。不僅豐富了人民群眾的生活消費方式與消費途徑，也滿足了人民群眾日益增加的、多元化的消費需求；並創造了更多的就業崗位，擴大了社會就業機會，對促進中國市場經濟的快速發展發揮了重要作用。民營企業在中國是數量最大、最具活力的企業群體，是社會主義市場經濟的重要組成部分。民營企業貢獻了中國五成以上的稅收、六成以上的國內生產總值（GDP）、七成以上的技術創新成果、八成以上的城鎮勞動就業崗位和九成以上的企業數量，是社會穩定發展的「壓艙石」。

### 急需改善融資困境

民營企業在穩定增長、促進經濟高質量轉型、增加就業、改善民生等方面發揮着難以替代的作用。在稅收上，2012—2022年，民企佔比從48%提升至59.6%。在就業上，2012—2022年，規模以上私營工業企業吸納就業佔比從32.1%提高至48.3%。在數量上，2012—2022年，民企數量佔比從79.4%增長到93.3%。在外貿上，民企從2019年起成為第一大外貿主體，2022年佔比達50.9%。在創新上，中國2022年發明專利授權量達69.6萬件，在排名前10位的國內企業中，民營企業佔據七席，當前國家級專精特新「小巨人」中民營企業佔比已超80%。

從內部來看，民營經濟在自身發展中存在不少問題，主要包括產權結構和治理結構欠完善、創新能力參差不齊、資本擴張無序、人才機制短視及企業文化塑造不力等。除上述自身因素外，政策環境欠穩定，清晰度不夠也是客觀存在的問題，主要體現在對民企各項權益的保護、訴求的及時響應、安心穩定發展的扶持、金融和稅收的支持、人才引進和培養的保證，以及信息技術和法律支援等後勤保障等方面。

從政策制定來看，往往比較「原則」，缺少「落地細則」；政策信號是「紅燈」還是「綠燈」有時不夠清晰和具體；民企融資機制不合理，中小企業融資難、融資貴的問題依然明顯存在；高槓桿加上再融資難，融資需求大於支付能力，往往會引發債務風險。

從外部來看，疫情三年以來，由於多數民企規模較小，抗風險能力較差，受到的衝擊遠大於國企。2023年前七個月，中小企業製造業採購經理



指數（PMI）恢復情況不如大企業；民間投資持續走低，累計增速從2021年前兩個月的36.4%下降至2023年7月的-0.5%；民營工業企業的營業收入和利潤總額的平均降幅也均高於國有企業。與此同時，民營企業仍然沒有擺脫融資難、融資貴困境。

2023年7月，《中共中央國務院關於促進民營經濟發展壯大的意見》（以下簡稱《意見》）正式發布。《意見》強調，民營經濟是推進中國現代化的生力軍，是高質量發展的重要基礎，是推動中國全面建成社會主義現代化強國、實現第二個百年奮鬥目標的重要力量。《意見》從持續優化民營經濟發展環境、加大對民營經濟政策支持力度、強化民營經濟發展法治保障、着力推動民營經濟實現高質量發展、促進民營經濟人士健康成長、持續營造關心促進民營經濟發展壯大社會氛圍和加強組織實施等七個方面提出了31條政策舉措。《意見》是在民營企業恢復緩慢等一系列特殊背景下發布的，具有很強的針對性，對於提振民企市場主體的預期和信心具有十分重要的積極意義。

《意見》要求，堅持社會主義市場經濟改革方向，堅持「兩個毫不動搖」，加快營造市場化、法治化、國際化一流營商環境，優化民營經濟發展環境，依法保護民營企業產權和企業家權益，全面構建親清政商關係，使各種所有制經濟依法平等使用生產要素、公平參與市場競爭、同等受到法律保護，引導民營企業通過自身改革發展、合規經營、轉型升級不斷提升發展質量，促進民營經濟做大做優做強。

為持續增強民營企業發展信心和促進高質量發展，需要從戰略上考量，多措並舉為民營企業營造良好發展環境。

一是需要提供公平的環境，對國有企業、民營企業一視同仁，不能有歧視性的做法，這是一項長期任務。

二是需要給予民企更多優惠政策。許多中小微企業的財務狀況和經營能力較差，但它們解決了很多人的就業問題，因此政府應該給予支持。一方面可以從財政的角度，給予稅收減免或補貼；另一方面通過金融手段支持，比如，在信貸投放中提供低於一般水平的利率，從而降低民營企業的經營負擔和成本。

三是需要出台有針對性的舉措解決民營企業的困難。比如，融資時需要資產抵押，但很多民營企業沒有可以抵押的資產。針對這種情況，為了幫助民營企業從商業銀行順利獲得貸款，國家可以建立有針對性的融資擔保基金，為中小微民營企業提供相應的擔保。

### 倡設立政策性銀行

此外，支持中小微民企的任務不能完全由商業性金融體系來承擔，中國可以探索改革銀行體系，考慮通過建立專司中小微企業，其中主要是民營企業的政策性銀行，給中小微企業提供低利率水平的貸款，以彌補商業性金融運行中對中小微企業支持的不足。政策性銀行有一個重要特點，就是運用政策資源提供支持，主要是動用財政資源，發揮特殊作用，能給中小微企業提供更低利率水平的信貸。同時也可將壓力傳導給市場，使其他銀行的利率水平抬高受到一定的制約。

在政策方面，民營企業不僅要享受和國有企業同等的地位，甚至應該享受一些傾斜性的政策支持和優惠。未來可以在金融方面給予中小微民營企業更有力的政策傾斜和措施優惠，比如由人民銀行向商業銀行提供針對性再貸款以支持其對民營小微企業投放低成本信貸；由財政出資推動相關社會資金擴大對中小微民營企業信貸擔保的規模等。在上述政策實施過程中，需要促進政策實施路徑持續優化和政策執行實效不斷提升，確保政策紅利順利轉化為民營企業發展動能。