

# 經濟政策維持溫和積極基調



市場解碼 汪濤

瑞銀亞洲 首席中國經濟學家

今次《政府工作報告》(以下簡稱「報告」)將2024年經濟增長目標設定在「5%左右」,與我們預測一致。宏觀政策基本延續了去年中央經濟工作會議定調,保持溫和積極的支持基調;財政政策小幅擴張。

為實現上述目標,政府計劃發行1萬億元(人民幣,下同)超長期特別國債,用於國家重大戰略專案建設,增廣財政赤字率(包含預算內和預算外)擴張幅度將超過GDP的1%。中央政府進一步推動化解地方融資平台債務風險,但長期化債方案仍需時日。

此外,貨幣信貸政策將維持支持基調,但我們認為不會出大規模貨幣寬鬆政策,年內或將僅下調政策利率10至20個基點,信貸增速大致持穩。考慮到上述政策組合、且房地產市場下行的負面影響持續,我們認為「5%左右」的經濟增長目標較為進取,並維持此前對2024年GDP增長4.6%的基準預測。

## 一視同仁支持房企合理融資

房地產政策支持仍需加碼,以穩定經濟增長,緩解通縮壓力。報告要求進一步因城施策優化房地產調控,對不同所有制房地產企業合理融資需求要一視同仁給予支持,推進房地產債務重組,加大對保障房和城中村改造的支持力度。

筆者預計,央行或將在年內再投放

3000億元至5000億元PSL(抵押補充貸款),房貸利率及首付比例或將進一步下調。但我們認為,政策支持仍需加碼以穩定房地產市場,包括加大對房地產開發商的信貸支持、進一步推動債務重組,加大對「保交樓」的資金支援,支援地方政府直接購買更多市場住房庫存等。

## 通脹水平僅溫和回升

不過,上述政策可能只有在房地產市場進一步下行,以及更多風險事件暴露之後才會出。儘管今年的CPI目標再次設定在「3%左右」,但我們預計CPI和PPI通脹僅溫和回升,若房地產市場進一步下行將加劇通縮風險。

相比進一步刺激經濟增長,政府更多強調了目前經濟所面臨的結構性變化,並提出了推進經濟轉型的結構性政策。報告強調,大力推進現代化產業體系建設和培育新增長動能,包括製造業技術改造升級,推動科技自立自強和教育體系建設,推進數字經濟發展等。此外,政府重申支持民營企業發展、加大吸引外資力度,要求創造公平的競爭環境、降低市場准入。政府還計劃加大對社會民生領域的支出;並要求加強政策協調配合,加強與市場和企業的溝通,及時調整和完善政策,加快全國統一大市場建設。

報告並未明確提及提振居民消費,以及推進消費品以舊換新的財政補貼規模與政策細節。報告還要持續推進地方政府債務重組,為民營企業創造公平的競爭環境,加強政策協調配合,並溫和增加了社會民生領域的支出。



房地產政策支持仍需加碼,以穩定經濟增長,緩解通縮壓力。

# 盤活港樓市 經濟添生氣



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

財政司司長陳茂波發布新一份《財政預算案》後,實施約14年的三項樓市辣招全面撤銷。香港金融管理局亦公布,暫停按揭申請的壓力測試。筆者看法是,扭轉了十多年的本港樓市已經恢復正常,能夠為香港經濟及就業市場發揮原有的推動力。預計首季成交量按季有望增加7成。

陳茂波指出,一直密切留意住宅物業市場情況,決定即日起撤銷所有住宅物業需求管理措施,即是由即日起所有住宅物業交易毋須再繳付額外印花稅/SSD、買家印花稅/BSD和新住宅印花稅/NRSD(即三種辣招稅)。在當前經濟及市場情況下,有關措施已無需要。

金管局同步表示,不論住宅(自用非自用)、非住宅皆全面調升按揭上限,並且暫停按揭申請的壓力測試。金管局表示,聯儲局近期提到美國加息周期可能步入尾聲,未來一段時間本港按揭息率較少機會進一步上升,決定暫停

假設利率上升2厘的壓力測試要求。其餘樓市逆周期措施亦作調整,3000萬元或以下的自用住宅物業放寬按揭成數上限至七成,非自用的住宅就放寬至六成。

本港樓市實施辣招與逆周期措施多年,成交量可謂綁手綁腳。許多樓市相關行業,例如地產代理、銀行、律師樓、裝修、廣告等,普遍生意大減,甚至結業。

辣招打擊之下,物業市場流通量遭扭曲,加上過去3年疫情及聯儲激進加息影響,去年二手成交宗數創下28年的歷史新低,僅2.969萬宗,樓價亦拾級而下,較高位下跌23%。撤銷額外印花稅及新住宅印花稅,大大減低購買物業作長線投資的成本,有助吸引本地投資者重投物業市場。

買家印花稅的取消,則有利引入外來資金。特區政府一直多管齊下,推出不同措施引入外來人才及錢財,今次撤銷買家印花稅,加上香港物業的健康流通量,相信可有效吸引海外資金重投香港物業市場。

不單如此,樓市動力回復正常,帶動香港經濟將會復甦,創造更多就業機會,提高香港競爭力,改善營商環境。



三項樓市辣招全面撤銷,預計首季成交量按季有望增加7成。

現象,或是治理「資金沉澱空轉」的重要抓手。放貸



2024年度《政府工作報告》強調「暢通貨幣政策傳導機制、避免資金沉澱空轉」,繼2020年5月《政府工作報告》提到防止資金「空轉」套利之後,再次將「資金空轉」抬至市場的鎂光燈下。

# 壓縮套息空間 防止資金空轉



經濟哲思 盧哲

方正證券首席經濟學家

「資金空轉」一般指的是資金出於規避金融監管的目的留存於金融體系,在不同金融機構之間利用負債剛性和資產風險錯配進行制度套利,最後金融資源非但沒有注入實體經濟,反而由於層層嵌套套取收益,實體經濟融資成本反而上升。

## 資金空轉削弱政策成效

2017年3月銀監會發布的《銀行業金融機構「監管套利、空轉套利、關聯套利」專項治理工作要點》中,對「空轉套利」做出了比較完善的定義。在這份文件中,金融監管將「空轉」分為四大類:信貸空轉、票據空轉、理財空轉及同業空轉。

2019年以來,「資金空轉」的含義也從「金融體系之間」擴大至「企業和金融體系之間」,本次提及的「資金沉澱空轉」當指後一種廣義上的「資金空轉」。

金融體系內資金空轉的典型表現形式有「銀行委外」、「通道業務」和「同業業務」等三種,但無論是銀行將自營或理財資金委託給非銀行金融機構管理,還是貸款企業通過低成本信貸投向高收益理財產品套利,「資金空轉」在增加層層嵌套的同時,最主要的問題是阻滯融資成本下行、風險錯配累積金融風險,並且降低貨幣政策傳導效率。

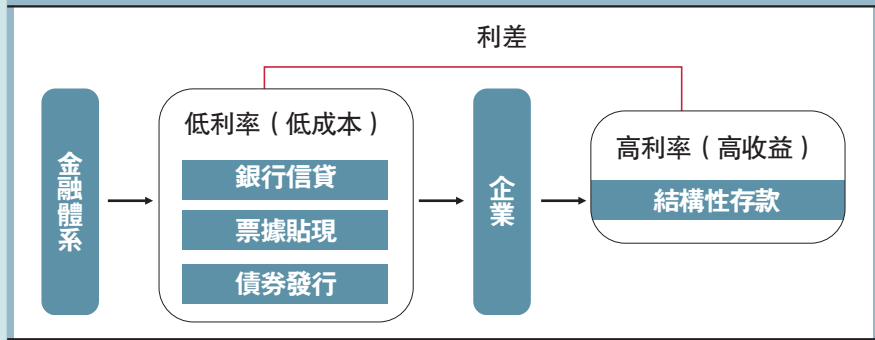
在健康的資金循環周轉模式下,大行、中小銀行、非銀機構等不同類型機構有不同的風險偏好和承受能力,根據不同的風險承受能力匹配對應的資產,不同層次的實體經濟主體均能得到對應的融資支持。但在「資金空轉」模式下,資金之間在不同類型機構之間層層嵌套,每一層均「套取」一定收益,最後直接提高了最終資產投向的成本。金融機構的「負債成本黏性」和「資產回報壓縮」不僅導致「資產荒」加劇,而且引致風險錯配,反而累積起信用違約風險。

降低貨幣政策傳導效率。人民銀行管理「貨幣開門」,而從「貨幣開門」流出的流動性則取決於商業銀行的資產負債行為。銀行表外理財和「多層嵌套」的存在,拉長了貨幣政策傳導鏈條,並且資金在「多層嵌套」和「資金空轉」的掩護下,部分資金違規流入房地產、股票市場及低效過剩的行業,降低了貨幣政策效率。

## 多管齊下治理根源

從過去的歷史經驗來看,2013年至2014年治理「非標」業務、2016年至2017年治理「同業」業務、2019年至2020年治理「結構性存款」業務,均伴隨着一定程度上的貨幣政策「收緊」,體現在2013年下半年爆發的「錢荒」、2017年人行在通脹壓力下加息,以及2020年5月隨着新冠疫情好轉而收緊流動性。「資金空轉」成為懸在利率頭上的達摩克利斯之劍,與「緊貨幣」相伴而生,但今次政府對「資金沉澱空轉」的強

## 結構性存款資金空轉套利模式



調,不意味着貨幣政策將系統性收緊。

綜合人行近期在多種場合和報告裏的表述,筆者認為避免「資金沉澱空轉」或可從以下幾個方面着手:

### 調降存款利率

治理「資金空轉和空轉」的首要措施即是壓縮資金空轉的套息空間,也即通過調降資產端收益率或調升負債端收益率,「迫使」空轉的資金流出套息體系。對於本輪「資金沉澱空轉」而言,繼續調降存款利率,有利於壓縮資產端收益空間。2022年4月份存款利率市場化調整機制建立之後,銀行即可參照1年期LPR(貸款市場報價利率)和10年期國債收益率等市場利率變化調節存款利率水平,但由於2022年至2023年「存款定期化」的影響,存款利率下行的幅度不及貸款利率,銀行淨息差承受較高的收窄壓力。

根據1月24日人行在「國新辦舉行貫徹落實中央經濟工作會議部署、金融服務實體經濟高質量發展新聞發布會」上的表述,下一步會綜合考慮存款利率與理財收益率、股息率等的比價關係,更好發揮存款利率市場化調整機制作用,支持銀行降低負債成本,同時維護合理有序的市場競爭環境,為降低貸款利率創造條件。

### 盤活存量資源

基於「貸款/票據融資—存款/理財存放」的資金沉澱和空轉鏈條。2023年年初,在2023年1月初貨幣信貸形勢座談會要求信貸「適度靠前發力」的指引下,商業銀行貸款投放節奏前置,一季度新增貸款佔全年比重達到46.60%,但是與銀行積極的放貸意願不同的是,實體經濟融資需求偏弱,在經過2023年一季度短暫的信貸累積需求釋放之後,新增貸款增長陷入低迷,導致2023年二季度至四季度綜合來看新增貸款甚至同比少增。

積極的貸款投放和低迷的融資需求,催生商業銀行「內卷」式放貸,不斷降低貸款實際投放利率「搶」更加稀缺的項目和融資主體,一定程度上造成了貸款的無序競爭。

但在投資回報率低迷、非金融企業普遍「少貸款、少投資、多理財、多存款」的低風險偏好背景下,從金融體系流出的較低成本的貸款利率也難以形成資本開支,比較普遍的現象是非金融企業拿到銀行投放的低息貸款或者通過票據以較低成本融資之後,再去進行定期存款或者配置理財產品。如此就形成了在「貸款/票據融資」到「存款/理財存放」之間的資金沉澱和空轉。

從資金沉澱空轉鏈條的成因來看,貸款市場的無序競爭是形成空轉

的動因之一。針對這一點,人民銀行在去年底至今年初的多個場合強調要控制貸款投放節奏,2023年三季度和四季度連續兩次貨幣政策執行報告裏開闢專欄談論貸款事宜。2024年合理控制貸款投放、改善商業銀行「內卷」放貸現象,或是治理「資金沉澱空轉」的重要抓手。

### 結構性「再貸款」

結構性貨幣政策工具始終是暢通流動性傳導的重要渠道。在中國的「人行—大行—中小銀行—非銀金融機構—實體經濟」的金融層級體系下,人能夠做到有效管理基礎貨幣的投放,但是基礎貨幣投放之後,廣義流動性的創造卻要依賴於商業銀行的資產負債行為。當商業銀行體系和非金融企業的資產負債行為共同造就「資金沉澱空轉」之時,兼有「貨幣」和「財政」雙重功能的結構性貨幣政策工具就是暢通貨幣政策傳導機制的基礎貨幣「滴灌」方式。

2023年三季度貨幣政策執行報告曾經也提出要「落實好調降的再貸款再貼現額度,實施好存續工具,優化資金供給結構,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」;2023年四季度貨幣政策執行報告也指出「我國各項再貸款工具已實現對『五篇大文章』領域的基本覆蓋,將持續引導金融機構加大對重大戰略、重點領域和薄弱環節的支持力度,滿足經濟高質量發展合理的融資需求」。

在2月27日「做好金融五篇大文章工作座談會」上,人行繼續要求「將人行再貸款優惠政策通過各金融機構精準傳導到各重點領域」。帶有定向投放特徵的再貸款和抵押補充貸款(PSL)等工具或能夠在治理「資金沉澱空轉」過程中繼續維持貸款的穩健投放。

## 貨幣政策不會收緊

「盤活存量」或是治理本輪「資金沉澱空轉」的主要切入點。盤活存量既包括盤活存量貸款,也包括盤活存量貨幣,預計今年內或繼續調降存款利率以壓縮「資金空轉」空間、控制貸款投放節奏、整頓貸款市場競爭秩序,理順存款和貸款兩類市場之間「降成本」的協同作用。

須注意的是,「治理資金沉澱空轉」不意味着貨幣政策收緊,引導實體經濟綜合融資成本穩中有降的「降息」和「降率」等政策或依然會適時推出,但是短端資金利率或隨着治理「資金沉澱空轉」的金融監管政策節奏而波動,中長端收益率受影響較小,無風險利率曲線或繼續趨向扁平化。