

限國債，就可以壓低長端收益率，切實降低實體經濟融資成本。



近期人民銀行購債再次成為市場與學界的熱點。這種討論是十分必要。雖然中國可能還未到需要實行貨幣融資或財政赤字貨幣化的程度，但不應該從一開始就排除在非常時期採用非常之策的可能性。

中國版量寬具備可行性

行成於思 余永定
中國社會科學院
學部委員

貨幣融資（財政赤字化）不是絕對不可能觸碰的紅線，財政赤字也不是絕對不可以貨幣化。我們不應出於理論的潔癖而過於信任教科書說辭。同樣，也不能僅僅因為美國和其他發達國家搞了貨幣融資和財政赤字貨幣化，而主張中國如法炮製。一切應從中國的實際情況出發。一切政策考慮都應該建立在「不唯上、不唯書、只唯實」的基礎上。

中國政府和學界對於貨幣融資主要有兩個擔憂，一是擔心赤字貨幣化之後喪失財政紀律，最終導致政府和人行信用的喪失；二是擔心貨幣融資可能導致通脹壓力加大，以及資產價格泡沫進一步膨脹。

上述擔心是合理的。在經濟正常運行的時候，遵守財政紀律，有利於維護政府和人行信用，維持民眾對法幣的信心。但在經濟收縮階段，如果是由於未能採取逆週期調整政策抑制經濟快速下滑，政府和人行信用也就無從談起。「當前總需求不足是經濟運行面臨的突出矛盾」。政府有必要採取擴張性財政、貨幣政策，刺激增長，而不必過於擔心未來通脹率的上升。

國債發行勢必增加

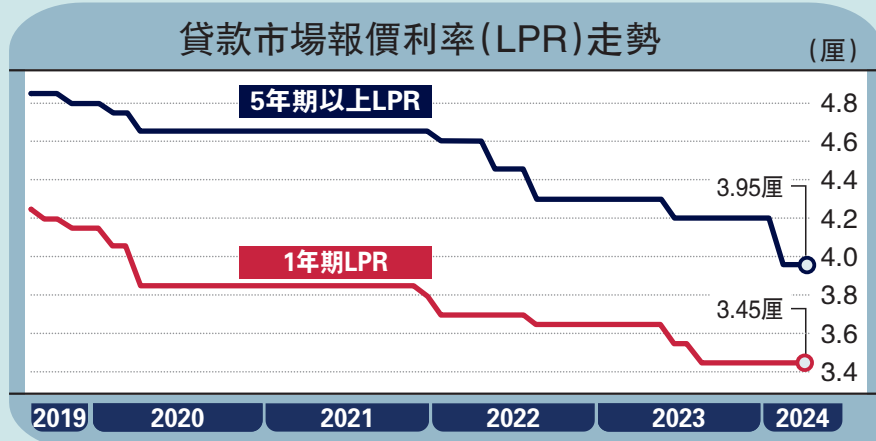
根據2024年《政府工作報告》，預算內赤字4.06萬億元（人民幣，下同），廣義財政赤字11.1萬億元。中央政府已計劃發行4.06萬億元一般國債、1萬億元超長期特別國債；地方政府則計劃發行3.9萬億元專項債。對於如此規模的財政赤字，首先考慮的應該是債務融資。事實上，從目前情況來看，公眾對購買國債還是相當踴躍的。但根據我們的初步估算，如果消費增長不理想，房地產投資增速繼續大幅度下跌，淨出口增長難以為經濟增長提供明顯支持，則除非政府調低5%的經濟增速目標，政府就必須明顯加大基礎設施投資的支持力度。

在此背景下，政府就需要明顯增加國債發行量，財政部和人行就需要加強配合，嘗試實行中國式量寬。財政政策的主要目標是通過政府支出的增加，彌補有效需求不足。而財政支出的主要方向應該是基礎設施投資，其次也可以用於改善和增加公共服務的提供，並促進居民消費。

在財政政策帶頭發力的同時，人行也必須加大貨幣政策的擴張力度。擴張性貨幣政策意味著減息、增加對企業和居民發放的信貸。通過減息和增發信貸，貨幣當局可以直接刺激消費與投資需求。這樣，也就減輕了財政部為實現5%增速目標擴大國債發行規模的壓力。

由於激勵機制的問題，商業銀行吸納存款的動機強烈，存款利率可能難以真正進一步降低。當前銀行淨息差已經降到1.7%左右的盈虧平衡水平下，疊加美聯儲減息的不確定性，儘管中國有必要進一步減息，甚至大幅度減息，但由於國內外的種種條件的制約，人行進一步降低政策利率的空間已經被壓縮。

與此同時，由於缺乏高質量的貸款項目，商業銀行還存在貸款難的問



題。由於信心不足，即便進一步降低貸款利率，企業也不願貿然借款。例如，儘管已經多次降準，中國商業銀行在人行行的超額準備金依然維持在較高水平。這些現象說明，在準通脹和存在流動性陷阱情況下，貨幣政策很難單獨發揮刺激有效需求，推動經濟增長的重任。

為實現5%的GDP增速目標，進一步加大財政政策的擴張度，更大規模增發國債為更大規模財政赤字進行融資，可能成為今年晚些時候的不二選擇。

發行高達9萬億元的已經納入計劃的國債和專項債，是否會導致國債收益率的上升值得高度關注。由於對收入前景的擔憂，居民可能會維持較高儲蓄率，而國債應該是居民儲蓄的最為安全的載體。如果人行能夠積極配合國債的發行，同時或事先降低各項基準利率、降低準備金率、改變銀行「拉存款」的激勵機制，居民對國債的旺盛需求就可使國債收益率能夠維持在足夠低的水平，政府就不必對國債的可持續性過於擔心。

應該看到，即便不談支持財政部的擴張性財政政策，人行也應該進一步降低各項基準利率和準備金率；進一步擴大信貸的發放。擴張性的貨幣政策不僅本身鼓勵居民增加消費、企業增加投資，而且有助於防止房地產市場流動性轉化為債務危機，防止房地產開發商的局部債務危機轉化為全面債務危機；也有助於減輕地方政府的債務負擔。

過去由於資產負債的結構不同，人行公開市場操作並非像美聯儲那樣主要是買賣國債。在相當一段時間內主要是買賣央行票據，以對沖外匯儲備的變化；在2015年之後則主要通過逆回購、再貼現、信用放貸、提供結構性貸款等方式進行公開市場操作，調節貨幣市場流動性，或進行現券買斷或買斷一次性投放和收縮基礎貨幣。如果中國需要實行量寬，在公開市場操作的方式必然同美國有所不同。其對貨幣和資本市場也必然有所不同。

如果國債發行量過大，出現供過於求的跡象，政府應該鼓勵商業銀行購買和持有國債。在通常情況下，在滿足信貸業務需求之後，商業銀行會按照淨收益率高低配置資金。銀行持有的債券包括企業債、一般金融債、政策金融債、地方政府債和國債。相對於其他債券，國債收益率不高，但流動性好，隨時可以充當質押品從人行融入短期資金。

如果還需進一步增發國債，國債收益率的上升就可能更難以避免。儘管有寬鬆貨幣政策的配合，面對急劇增加的新增量國債，如果商業銀行不願購買更多國債，國債收益率曲線必

然會上移，並對經濟增長產生抑制作用。此時，財政部可以考慮「定向發行」或其他辦法把國債賣給商業銀行。其後，人行通過公開市場操作，把在商業銀行完成了「一日遊」國債買走。

避免樓市二次探底

中國式量寬，實際是人行在協助財政部推銷國債。「國債融資+公開市場操作」的基本原則是：在增發國債的同時盡可能壓低國債收益率，確保國債收益率低於名義利率。有人可能會擔心這種操作實質上是財政赤字化的融資方式，會催生資產價格泡沫。問題是，當前我們需要擔心的是房地產市場的二次探底。如果貨幣融資能夠帶來市場情緒好轉，能夠為房企提供必要流動性，遏制房地產價格超跌和充實房企資本金，則貨幣融資就是最壞的選擇。

為避免房企由流動性危機轉化為債務危機，進而導致系統性金融危機，正如近期的一系列政策所導向的，政府確實需要在房企的資產、負債和資本金三個方向發力。地方政府的化債也是如此。這些危機防範和化解措施都需要財政支持。在這種情況下，中國式量寬就可能成為不應迴避的選擇。

總之，在非常時期，宏觀政策的逆週期調整可以考慮採用一些非常規的政策，包括表現為量寬的貨幣融資。同時也應該看到，貨幣融資並非沒有代價。美國2021年3月之後通貨膨脹的不斷惡化就是一個證明。到目前為止，中國首先考慮的應該還是常規性的增發國債，以及旨在增加貨幣市場流動性和降低利率的公開市場操作，但同時也要為一旦需要就推出中國式量寬做好思想上和技術上的準備。由於我們過去並沒有實行量寬的經驗，這些準備工作目前看也是十分必要的。

今年以來，在多次降準和調整貨幣市場利率之後，市場的短端利率水平出現了明顯的下降，但是長端利率降幅相對較小，且在2.3%左右的區間維持穩定。綜合前期貨幣政策操作實踐，在政策利率不調整的情況下，短期流動性放鬆很難迅速壓低長端債券的收益率水平。如果人行實施中國式量寬，在二級市場上購入長期限國債，就可以壓低長端收益率，切實降低實體經濟融資成本。

實行量寬操作，從商業銀行購入國債甚至其他資產，將增加人行資產負債表超額準備金，並擴大基礎貨幣規模。但在經濟下行壓力加大的情況下，基礎貨幣增加的作用一時還難以傳導到實體經濟。因而，我們暫時不必過於擔心增加通脹壓力。當然也要做好隨時退出量寬的準備。

消費偏好轉變 由「外炫」走向「內愉」

實話世經 程實
工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「見微以知萌，見端以知末。」通過問卷調查分析，我們可以直觀地感受消費者的個人偏好在近些年出現變化。從穩定的住房支出到對食品飲料的精選，再到減少外出娛樂和增加對健康及個人成長的支出，反映出消費者偏好由「外炫」走向「內愉」的動態演進。

對於零售消費企業而言，適應消費者偏好的趨勢變化、利用數位技術創造更貼合消費者需求的產品和服務，或將是未來成功的關鍵。

首先，我們設計的問卷包括兩個部分：一是基本人口和社會經濟資訊；二是2019年前後的消費特徵（消費類型、支出的變化），其中包括三類問題：人口統計學資訊；定性問題，獲取各類消費偏好變化的資訊，資料直接用於分析；採用李克特量表（Likert scale）來了解個人的關注度。

根據151份有效問卷的統計結果，大多數受訪者表示，基本上保持消費支出穩定。大多數受訪者（約71.5%）表示他們的住房支出保持不變，而較小一部分受訪者（約17.2%）表示減少了住房支出。這表明在住房領域，人們傾向於維持現狀。一個可能的原因是長期租約或房貸的固定性質，使得住房支出變動的空間不大。

食品和飲料消費方面，約半數受訪者（51%）的支出未變，而增加支出或減少支出的受訪者比例相若（分別為25.2%和23.8%）。衣着支出的變化則有明顯減少趨勢（29.8%的受訪者指減少支出），或與疫情之後人們外出社交活動的行為模式發生了變化相關，由於沒有以前那麼高的外出頻次，從而減少了與外在表現相關（如衣着）的消費。

此外，娛樂和教育領域的支出也顯示出一定的減少趨勢（30.5%的受訪者表示減少），反映了人們可能因為在家時間增多，從而減少了外出娛樂支出。醫療保健領域中，接近三分之一的受訪者（29.8%）表示支出增加，反映了人們對健康的關注增加。

其次，基於具體支出分項，問卷統計結果呈現幾個顯著趨勢。飲料方面，白開水和礦泉水的消費相對穩定，奶茶消費增加的受訪者比例（約31.7%）是

所有飲料中最高的，咖啡消費增加的受訪者比例（約28.9%）同樣顯著，反映近年來奶茶、咖啡作為流行飲品的趨勢。娛樂活動方面，追劇、閱讀的增長頗為可觀，部分受訪者（約28.3%）表示增加了追劇支出，或與數位媒體平台的內容日益豐富以及受訪者偏好花費更多的時間在家有關。同時，約22.9%的受訪者表示增加了閱讀支出，反映了人們尋求更多內省和個人成長的趨勢。不僅如此，大多數人（約61.1%）的閱讀支出保持不變，表明閱讀是一種持續的個人休閒娛樂習慣，這也與消費者追求內心愉悅的現象相融合。人們傾向於尋找能給自己帶來內心滿足和情感共鳴的活動。

相比之下，社交互動型娛樂活動的消費下降，只有相對較少比例的受訪者表示增加了相關支出，大多數受訪者維持，甚至降低了需要現場參與的活動的消費支出。健康方面，室外活動逐漸興起，如騎行、徒步和跑步，顯示出了積極的增長趨勢。這些活動不僅促進了身體健康，也提供了人與自然親近的機會，凸顯心理健康對於消費者而言愈發重要。同時，這些活動的費用靈活性較大，不僅吸引了裝備發燒友，也適合預算有限的人群。相比之下，需要特定設施、環境以及必要裝備的運動如瑜伽、健身房和滑雪的支出變化則較為複雜，反映了人們在健康、便利性以及安全性之間權衡的不同選擇。

零售商須轉型升級迎變化

綜上，當前經濟周期下中國消費者的消費偏好正在發生顯著變化，這些變化集中表現為個性、務實、簡約、求質的消費趨勢。為了更好地提振有效需求，零售消費企業可根據消費者偏好由「外炫」走向「內愉」的動態演進特徵，繼續進行自我轉型升級。利用數位技術創造更貼合消費者需求的產品和服務或將是未來成功的關鍵。

隨著數字經濟的深入發展，企業適應和利用消費者偏好變化的策略也將不再局限於大資料和機器學習的應用（通過大資料和機器學習技術，企業可以深入分析消費者的購買行為、偏好和趨勢，實現精準行銷和個性化推薦）。更進一步，企業可以利用社交媒體和直播平台，創造並具象化社交購物場景，從而吸引和維護消費者的購物興趣，也可以幫助企業及時調整市場策略。

樓市回復暢旺 撤辣成效顯著

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

2月底全面撤辣之後，樓市迅速轉旺。筆者所見，撤辣後樓市迅速重回正軌，剛過去的3月份，不論一手或二手交投均明顯反彈。其中，一手市場全月錄約4172宗成交，十大屋苑亦錄得368宗買賣，可見市場對撤辣反應正面，旺市重臨。

據中原地产香港的統計數字顯示，3月份整體住宅樓宇買賣登記錄得3971宗，涉及金額300.62億元，較2月份的2375宗及190.96億元，分別升67.2%及57.4%。宗數創出10個月新高，金額則為9個月高位。

一手私人住宅方面，3月份錄1488宗成交，涉及成交額137.2億元，較2月的357宗及56.3億元，分別飆升3.17倍及1.44倍。二手私人住宅方面，3月份錄2290宗買賣，成交金額156.3億元，較2月的1859宗及128.2億元，分別上升23.2%及21.9%。撤辣之後，買家回復入市信心，刺激二手成交活躍，估計4月的二手登記將達4000宗，料為2023年3月4485宗後的13個月新高。

住宅樓市印花稅實施十多年，其殺傷力之大，市民未必太清楚。自從額外

印花稅（SSD）、買家印花稅（BSD）和新住宅印花稅（NRSD）三大辣招稅全部落實之後，本港住宅成交量暴跌近九成，對地產代理、銀行、律師樓、廣告、搬運等行業造成極大打擊。

回顧本港樓市在辣招打壓下，住宅物業交投量不斷萎縮，中原地产統計的10大屋苑，成交量更由辣招前超過1萬宗，減少至去年僅二千多宗，與1997年近2萬宗相比，更大跌近九成。

本港經濟復甦緩慢，加上在辣招影響下，樓市交投持續低迷。去年整體物業註冊宗數僅58035宗，為1996年有紀錄以來的歷史新低，推動特區政府全面撤辣救市。

帶動經濟各環節復甦

在樓市未有任何辣招前，本港二手樓交投暢旺。根據中原樓市大數據，十大屋苑於2010年全年多達10898宗成交，1997年更創下18311宗歷史新高，至2003年沙士及2008年金融海嘯也分別錄4223及6624宗。受加息影響，近年市民置業意欲跌至谷底，十大屋苑去年成交量只有2396宗，屬史上最少，與1997年高峰期跌近九成，宗數計相差15915宗。

特區政府撤辣，有助本港樓市回復正軌，不但樓市復甦，更帶動各經濟環節康復。



全面撤辣後，樓市迅速轉旺，新盤及二手市場重回正軌。