

美國面臨的是需求不足、通脹壓力，而



當前，中國處在金融周期下行階段，內生需求動能不足。與源於需求端的美國金融周期下行不同，中國是典型資金供給端發力觸發，要求後續的逆周期調節政策予以適配。而財政政策是應對需求不足、化解債務風險最有效的工具。

財政擴張降低化債風險

中金點睛 彭文生
中金公司首席經濟學家

近年來，「資產負債表衰退」成了一個熱門詞，它可以幫助我們形象地理解債務問題，但其更多地描述了一種結果，並未深究背後的原因。理解導致資產負債表由繁榮到衰退的緣由，才能夠對政策形勢有完整的判斷，這也是從金融周期視角看債務問題的一個關鍵動機。

金融周期是指房地產價格和信貸的中長期變動趨勢，本質上是資產和負債的變化，前者指房地產，後者指與房地產相關的債務。房地產是信貸最常見的抵押品，二者相輔相成、相互促進。當房地產行業處於繁榮時，信貸擴張促進房價上升，也意味著其作為抵押品的價值上升，二者導致螺旋式的順周期性。但金融周期一旦轉向，下行時間也會持續較久，短期內再逆轉面臨的阻力較大。

值得注意的是，並非所有的金融周期下行都與經濟衰退、金融危機相關聯，還需要深入探究下行背後的具體成因。例如，21世紀初中國對信貸的控制力度實際上是較緊的，當時的金融周期呈現下行狀態，但同期中國的整體經濟形勢較為樂觀。這是因為當時人民銀行外匯佔款增多、貨幣擴張速度較快，有一段時間M2（廣義貨幣供應）增長有一半都是與外匯佔款的增加相關。

但與本世紀初有所不同的是，當前中國金融周期下行主要表現為信貸和房地產的同時緊縮。對比中美金融周期下行的驅動因素可知，美國是典型的以貨幣緊縮為起點、從需求端發力的政策驅動了金融周期下行；而中國則是從資金的供給端發力觸發，以2017年全國金融工作會議監管加強、信貸緊縮為起點，2021年房價見頂。

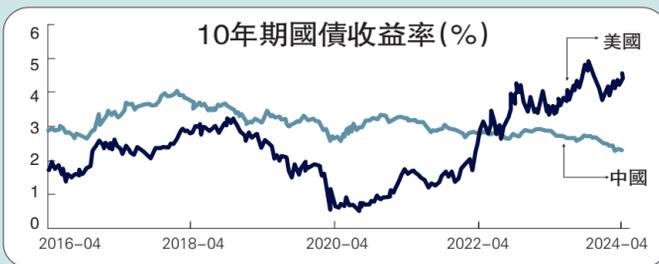
需求疲弱增加債務壓力

中美兩國金融周期下行的結果似乎都是房價下行、信貸緊縮，但選擇的應對政策可能有所不同：美國的金融監管是順周期的，初始從需求端、利率開始發力，後續的逆周期調節也是以貨幣放鬆為主要載體。也因此，美國的貨幣政策放鬆力度特別大，甚至短期利率降到零。中國的金融監管是逆周期的，從供給端、信貸監管着手，後續的逆周期調節自然也是從供給側優先開始放鬆。這可能是中國的貨幣利率下降幅度沒有那麼大的原因之一。

不過，逆周期的政策組合也面臨挑戰，譬如，中央放鬆對房地產信貸的監管，但由於房地產下行的順周期性較強，監管放鬆的提振效果相對有限。這也要求後續出台的逆周期政策要配合助力逆周期調節，而財政是真正外生的、最有效的逆周期調節工具。

除了金融的順周期性之外，債務問題還受到整個經濟狀況的影響。當前中國經濟面臨有效需求不足的問題，增加了債務償還的壓力。從其原因來看，需求不足固然有金融周期下行的影響，也有新冠疫情帶來的「疤痕效應」。與美國相比，疫情期間中國財政擴張的力度相對有限，因此私人部門受到的影響更大。

中國面臨需求不足的另一個原因是全球產業鏈調整的影響。過往的中



美貿易合作模式下，邊際上看是中國生產、美國消費。當前美國正在推動「去中心化」，這意味着中國面臨的是需求不足、通脹壓力，而美國則面臨供給不足、通脹壓力。

理論上來說，兩個開放經濟體之間，當一方需求強而另一方需求弱時，一方匯率升值而另一方匯率貶值是正常的。然而，中美當前面臨的不僅是經濟問題，還涉及地緣政治層面因素。近兩年中國出口呈現明顯的價格下跌、數量上升的趨勢，實際上在一定程度上通過出口幫助美國控制其國內通脹水平。但是，近期歐美國家強調中國的產能過剩和補貼問題，顯示出貿易保護主義傾向。未來如何應對這一問題，可能也是宏觀政策需要考慮的因素。

任何債務都有其對應的資產，既可能是風險資產，也可能是安全資產。在債務風險化解階段，居民部門的風險偏好下降，安全資產需求上升。這是在隨着債務風險溢價上升，市場參與者會更多追求安全資產。如果此時安全資產的供給不足，金融的順周期下行可能會加劇。

為應對實體端有效需求不足、金融端風險偏好較弱的問題，宏觀逆周期調節的關鍵在於財政擴張。中國正處於金融周期下半場，理想的政策選擇是在信用緊縮的情況下，鬆貨幣、寬財政，這也是日本和美國此前應對金融周期下行所採取的方法。這一政策組合要求在放鬆貨幣的同時推動財政擴張，如果僅有前者，利率下降的效果較低，政策效果也相對有限。

中央政府債務增加是財政擴張的關鍵，但問題在於如何判斷中央政府債務的合適水平？任何債務都有債務人和債權人，中央政府債務的債務人本質上是下一代居民，而債權人是當代的私人部門，包括企業和家庭。因此，中央政府債務增加，對應的是當前私人部門淨資產上升，有助於企業和家庭部門去槓桿、化解債務風險。

因此，中央政府債務水平是否合意這一問題，等同於當代人是否要透支下一代人的資產？隨着技術進步，其答案應該是否定的，因為技術進步帶來的經濟增長能夠有效地稀釋債務水平和減輕償付負擔。當然，這也並不意味着政府債務可以無限擴張，如果政府債務增長過快，導致通脹上升，私人部門的資源配置則受到擠壓。

總之，判斷中央政府債務是否可持續的標準，不在於債務規模，而是通脹水平。例如，日本中央政府債務佔國內生產總值（GDP）比重已達到300%，但由於通脹水平較低，並未引發問題。

匯率因素約束降息操作

基於以上討論，我們可以從增量和存量兩個維度思考債務風險化解問題。

增量方面，中央政府有空間增加債務。近期，中國的廣義財政赤字率

增加有限，中央政府債務仍有餘地幫助企業和居民部門降低債務負擔。從具體數據來看，雖然今年的顯性財政赤字率有一定幅度的上升，但如果將城投等隱性財政行為考慮在內，廣義的赤字率與去年相比基本平穩。

增量債務的第二個方面是政策性金融，可將其理解為一種準財政行為。當前，房地產新增貸款的比例已降至零左右，但整體信貸水平仍顯現出一定韌性，這是因為信貸受到了基建、製造、普惠、綠色等領域政策性金融的支持，投向這些領域的信貸佔新增信貸總量比重已達80%左右。

政策性金融從供給側提供了資金，幫助信貸水平維持平穩。但值得注意的是，這些信貸主要幫助的是企業，而企業投資並不是最終需求。因此，政策性金融規模的擴大並不能有效地解決需求不足，可能加劇所謂的產能過剩問題，難以帶動持續、健康的經濟復甦。

存量方面，地方債務最根本的問題是其融資條件是商業性的，信用條件卻是政府性的，這一組合在過去十幾年給一些債權人帶來了很好的投資機會，但最終是不可持續的。化解存量債務風險的關鍵在於推動債務重組，這不是說要大範圍的違約，而是可以對存量債務進行展期。考慮到公開市場的羊群效應，債務重組可以主要通過非標、包括信貸的渠道實現。這樣的組合有助於降低中央政府債務擴張可能帶來的道德風險。

具體來看，中央政府如何增加債務、提供安全資產，這涉及中央銀行和商業銀行誰來擴表的問題。商業銀行通過信貸創造存款，在存款保險及政府對銀行信用擔保的背景，存款也屬於安全資產，但與央行提供的安全資產背後對應的風險有所不同。

前文提及了債務問題化解的政策選項，但宏觀政策的不同工具和不同傳導渠道受到市場不同程度的制約。面對本輪金融周期下行，中國的政策路徑是從放鬆監管促進資金供給開始，再到降低利率以促進內生需求。

當前來看，降低利率的方向是相對確定的。一是從弗里德曼的通脹預期視角來看，以國債收益率為利率指標，當前的實際利率偏高，需要下降。二是從凱恩斯的流動性偏好視角看，以A股風險溢價作為利率的一個指標來看，當前的實際利率水平也處於高位。

但是，確定的政策路徑背後也蘊藏着不確定性。就前一個選項而言，降低利率來促進需求上升可能需要考慮匯率端的約束，更有效的措施是通過財政擴張來提振需求，同時也通過提振信心來穩定匯率。

對於後一個選項而言，風險溢價下降的速度和幅度則受債務化解進程和地緣政治形勢等因素的影響，同樣面臨一定的不確定性。為應對這些因素、降低政策效果的不確定性，降低風險溢價這一政策選項最終同樣需要財政發力予以配合。

製造業恢復加速 出口帶動明顯

金融熱話 李奇霖
紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

官方公布的4月製造業採購經理人指數（PMI）為50.4，比上一個月下降0.4個百分點，與2017-2021年相比，環比降幅處在季節性波動（-0.1到-1.2）的偏上沿水平，表明製造業仍保持着較快的恢復發展速度。分項數據釋放了以下幾個信號：

出口貿易具備韌性

一是新出口訂單指數為50.6，繼續處在擴張區間，比上一個月下降0.7個百分點，降幅同樣處在季節性波動的上沿水平。從行業角度看，食品及酒飲料精製茶、化學纖維及橡膠塑料製品、汽車、電氣機械器材等行業新出口訂單指數均位於53以上。

二是財新製造業PMI為51.4，高於前值的51.1。由於財新PMI的樣本企業以沿海地區的中小企業為主，因此它具備一定的出口景氣度代表性。

三是從企業規模看，中型企業的新出口訂單指數環比上行1個百分點至52.2，小型企業的新出口訂單指數雖然仍在收縮區間，但收縮幅度有所放緩，從49.4微升至49.6。

四是其他出口型經濟體如韓國和越南4月份的出口增速也處在高位，越南出口金額同比增長12.4%，韓國前20日出口金額同比增長11.1%，前值分別是15%和11%。

造船業步入上行周期

新訂單指數為51.1，仍處於擴張區間。五一長假、大規模設備更新和消費品以舊換新等政策、造船業步入上行周期以及新質生產力發展等因素，都有助於進一步提振需求。

分行業看，裝備製造業新訂單指數在52以上，高技術製造業新訂單指數在54以上，食品及酒飲料精製茶新訂單指數在53以上，均具備較高景氣度。

不過，新訂單指數較上一個月下降了1.9個百分點，環比降幅處在季節性波動的偏下沿水平。此外，進口指數環比下降了2.3個百分點。企業調查還顯示，反映市場需求不足的製造業企業比重為59.4，仍處於較高水平。

企業去庫存加快

需求訂單的持續擴張，以及對前期積壓訂單的處理，對企業生產經營活動產生積極的帶動作用。生產指數為52.9，比上一個月上升0.7個百分點，為2023年4月份以來最高水平，環比升

幅也是2013年同期以來的最高水平。在手訂單指數為45.6，較上一個月下降2個百分點。產成品庫存也在加快去化，產成品庫存指數為47.3，較上一個月下降1.6個百分點。

不過，生產強於需求，生產指數和新訂單指數的差值為1.8個百分點，前三月差值分別是2.3、0.8、-0.8個百分點。

價格指數穩步回升

價格呈現新一輪企穩回升跡象，但由於原材料購進價格環比上行幅度更大，製造業利潤空間可能面臨收窄。主要原材料購進價格指數為54，較上一個月提高3.5個百分點；出廠價格指數為49.1，較上一個月提高1.7個百分點。

從南華價格指數來看，南華綜合指數和工業品指數均在3月末觸底，其中，有色金屬指數見底時間略早於黑色原材料和建材，這分別對應了製造業、基建和地產的補庫及預期。未來，隨着外需景氣度的持續提振，以及財政擴張速度加快，新一輪補庫行情可能會得到支撐。

建築業保持擴張

非製造業PMI指數為51.2，比上一個月下降1.8個百分點。其中，服務業表現稍弱一些，景氣水平回落，建築業則加快擴張步伐。

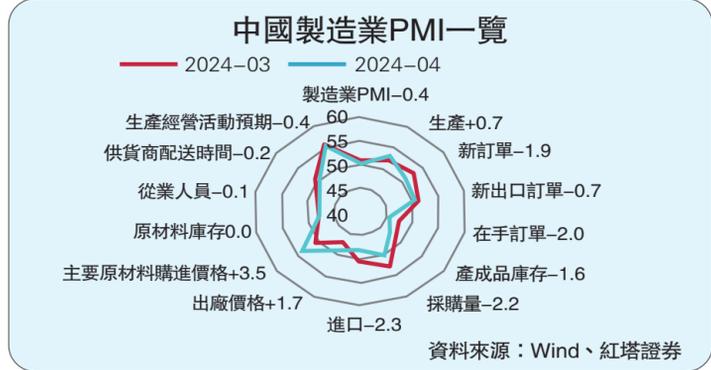
服務業PMI指數為50.3，比上一個月下降2.1個百分點，2017-2021年同期平均下滑0.4個百分點，主要是資本市場服務和房地產等行業景氣水平偏弱。此外，批發業、零售業、餐飲業、航空運輸業的PMI指數也均低於50。

建築業PMI指數比上一個月上升0.1個百分點，為56.3，主要是由於基建施工進度加快，土木工程PMI指數為63.7，比上月提高3.9個百分點。

展望未來，筆者預計五一假期將為零售業、餐飲業等服務業帶來積極影響，財政支出速度和地產「白名單」政策的持續落地也有望對建築業形成提振。

最後進行一個總結，4月份製造業繼續保持着偏快的恢復發展速度。需求端的穩定增長對生產和企業經營預期產生了積極影響，尤其是出口對經濟的帶動作用顯著，而內需則相對偏弱。在非製造業方面，建築業的擴張步伐加快，而服務業的景氣度有所下降。

此外，價格的企穩回升是一個值得關注的信號。今年以來物價持續低迷，拖累宏觀經濟的恢復步伐。當前，製造業、服務業和建築業的價格均企穩回升。未來，應通過更有力的宏觀調控措施來提振內需，並進一步推動通脹水平溫和上行。



定存回報高通脹低 港人有着數

樓市新態 汪啟敬
祥益地產總裁

有人說現在是戰亂的世道，然而生活在香港卻沒有絲毫不安全的感受。

在香港的確是幸福，市民享受着低通脹，亦因為聯繫匯率而得到高的定期存款回報。在某種角度來說，香港不少人是「財息兼收」的。由民生角度看，新加坡的確有其長處，但是該國2022年通脹數據曾去到7.5%，最新則降至2.7%。有很多移民到西方國家的朋友更加「啞巴吃黃連」，生活中面對着不斷高企的通脹。

日本朋友向筆者埋怨，他們所面對的問題與西方國家一樣，政策出台都只是照顧財閥階級，對小市民的照顧根本不足，筆者自豪地和他們說這是中國人的幸福，我們的政治體制是以照顧小市民為先的。譬如，香港小市民的借貸息口是比大公司要低得多的。

其實少有人留意的是，過去十多年中，香港市民的借貸成本都是很低的，包括在樓市辣招期間。當定期存款利率遠高於借貸的時候，在經濟上可以說真正享受到美國加息的紅利，普羅大眾都將成為一個得益者。

香港住宅按揭貸款約2萬億元，而定期存款餘額約9萬億元，之前定期存款利息可達5.5厘左右，H（HIBOR，銀行同業拆息）按揭息率約4.125厘。若是按此計算，每月定期存款利息較住宅按揭的利息支出是多約340億元或5倍。

香港有一個很好的民生環境，我們要珍惜。近期筆者見到，在房屋局局長何永賢的領導之下，2147個公屋單位提早落成。粗略計算，可以讓受惠市民節省4900多萬元的租金，這是值得讚揚的。提高效率可使得收益擴大化，同時亦要明白效率低下的傷害也很大，希望大家共同讚賞做得好的官員，對做得不好的官員亦提出批評，那我們的生活就會愈來愈好。