

中國下半年經濟增長料5%



市場解碼 汪濤

瑞銀證券
中國首席經濟學家

應如何解讀5月經濟活動數據，對政策有何啟示？經濟活動表現不一：房地產活動依然疲軟，出口和製造業投資穩健。

經濟活動增長動能好轉

5月社會消費品零售增長好於預期（其基數較低），製造業投資保持快速增長。得益於全球科技周期上行和外需穩健，出口同比增速顯著反彈。但是，房地產活動仍同比大幅下跌，經季節性調整後的房地產銷售和新開工面積均較4月和一季度水平略有下降。基建投資同比增速放緩，主要由於地方政府財政狀況疲弱，地方融資平台融資受限。

工業生產增長放緩幅度超預期，其中國內經濟活動較弱，抵銷了出口增長加速的提振。按5年複合年增長率計算，與4月份相比，大多數經濟活動的增長動能基本持穩或略有好轉，但均弱於一季。

房地產銷售仍然疲軟

儘管5月中旬以來房地產政策明顯放鬆，但6月上半月主要城市的新房銷售仍同比大幅下跌，整體二手房掛牌量居高不下。近期提振購房需求的政策可能需要一定時間見效，不過我們認為其效果可能在逐步減弱。央行設立了新的再貸款工具以支持房地產去庫存，但到目前為止各地去庫存進展有限。

為進一步推動房地產去庫存，基於央行可能會進一步增加再貸款規模、並降低其利率。如果中央政府出

台自上而下的指導方案明確去庫存政策實施的相關細則，這將有助於降低道德風險、減少地方政府的猶豫和觀望態度。

除了推進去庫存之外，政府正在擴大房地產融資協調「白名單」機制，推動保交樓。此外，自5月以來，政府債券發行和財政政策支持逐步加碼，這有助於支撐基建投資和整體信貸增長。不過考慮到地方隱性債務持續受限，依然預計2024年基建投資增速將較2023年放緩。

人行年內或不降低MLF利率

同時，亦預計年內人行不會降低中期借貸便利（MLF利率），但隨着銀行存款利率進一步下調，貸款市場報價利率（LPR利率）可能會下調10至20個基點。如果經濟增長動能不及預期、房地產活動進一步走弱，我們認為7月政治局會議或之後可能出台更多政策支持措施。

受益於政策持續放鬆，維持對房地產銷售有望在未來幾個月內企穩的基準預測。勞動力市場復甦仍然乏力且收入預期疲軟，可能將抑制消費復甦。6月到三季度初，出口有望保持同比穩健增長。

總體而言，繼一季度國內生產值（GDP）增長超預期後，我們預計二季度GDP環比增長將有所放緩，但去年基數較低可能支撐其同比增速維持在5.3%左右。我們預計下半年經濟增長動能將持穩在4%至5%，從而全年GDP增速將達到4.9%。但是，如果房地產支持政策（尤其是去庫存）的幅度弱於預期、或出台時點晚於預期，房地產銷售和價格進一步下降，我們的基準預測面臨一些下行風險。

▲截至5月末，中國10年期國債收益率維持在2.3%左右。



關於寬鬆貨幣政策素來有較多討論甚至爭論。實踐而言，寬鬆貨幣政策的試驗既有成功案例，也有失敗的經驗教訓，難點在於實施寬鬆貨幣政策的最佳時機，以及如何推動貨幣政策正常化。歐美日等發達國家因激進的量化寬鬆和財政赤字貨幣化而飽受詬病，隱含潛在的債務風險。但是，中國的政府債務規模和經濟增長水平等相匹配，且中央政府槓桿率偏低，整體的財政穩健性較強。

中國財政穩健勝歐美日(上)



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室
特聘研究員

截至2023年12月末，中國中央政府的債務餘額為30萬億元人民幣，中央政府部門的槓桿率為23.8%。目前來看，中國發行超長期特別國債具有充足的財政空間和相對寬鬆的金融環境，且當前的整體利率處於下行周期，發行特別國債的成本相對較低。截至2024年5月末，中國10年期國債收益率維持在2.3%左右，較2019年同期下降100個基點。區別於發達國家的量化寬鬆和財政赤字貨幣化的政策組合，中國的貨幣政策始終保持貨幣政策的穩健性，沒有實行「大水漫灌」和「大開大合」的非常規貨幣政策操作，特別國債和專項債的效能更高。由於國債兼具財政和金融雙重屬性，中央銀行購買國債和發行超長期特別國債，二者的配合一方面有助於推動財政赤字合理融資，提高資金使用效力，另一方面旨在於增強逆周期和跨周期調控能力，提升金融服務實體經濟質效。

美聯儲量寬發揮極致

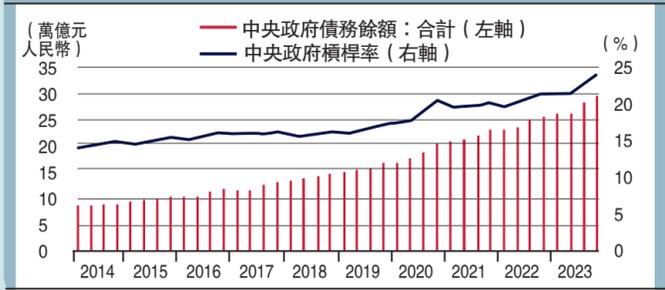
歷史維度來看，量化寬鬆政策（QE）幾經演變，自1930年代的「貨幣放鬆」、1950年代的「操作性質貨幣政策」到1980年代的「貨幣定量化」，2008年全球金融危機時期前美國聯儲局主席伯南克將量化寬鬆政策發揮到「極致」。

雖然寬鬆貨幣配合財政擴張頗為奏效，但基於貨幣政策在經濟增長中的作用有限，中央銀行大量購買國債卻同時削弱政府的財政約束。截至2023年末，日本發行的超長期國債20年、30年、40年的規模分別為14.4萬億日圓、10.8萬億日圓、4.2萬億日圓。截至2024年4月底，日本的超長期國債佔存量國債的比重達44.8%。數據顯示，截至2024年3月末，日本政府的債務佔國內生產總值（GDP）的比重高達231%，2000、2010年同期日本政府的債務佔GDP的比重則分別為118.6%、190.3%。大規模的寬鬆貨幣政策為財政赤字增長創造了有利條件，但實際的經濟表現卻並不盡如人意。當前，日本經濟短期的「繁榮」（具體表現GDP連續數個季度正增長+通脹2%以上）恐很難維繫，疲軟的經濟復甦仍是主要預期。日本內閣公布的二次統計報告顯示，2024年第一季度日本實際GDP環比下降0.5%，按年率計算負增長1.8%。迄今，日本央行在結束負利率後的政策預期仍不明朗，貨幣政策正常化被迫推遲。

西方量寬威脅難消弭

全球主要中央銀行購買國債的現象已較為普遍。截至2023年末，美聯儲持有的美國國債規模達4.79萬億美元，佔總資產的比重高達62%，但貸款的佔比僅1.84%。日本央行購買的國債佔其資產的比重甚至高達78%。不可否認，財政和貨幣政策在現代經濟發展中發揮的重要作用，必要的財政支持仍是促進經濟穩定增長的關鍵，也是推動債務風險化解的「關門」。但是，財政和貨幣政策的配合

中國中央政府債務餘額及槓桿率



也預示着可能出現的「完美風暴」。中央銀行購買國債的行為應基於宏觀審慎的政策框架，遵守財經規律並維護中央銀行信譽，通過法律授權以及合理的政策工具來實現既定目標，規範設定國債買賣的比例、期限等要素，防範市場風險和操作風險。

「資產負債表衰退理論」主張首先解決資產負債表問題，然後再向結構性問題轉移。2008年至今，全球各國經歷了兩輪大的宏觀衝擊，三大部門的資產負債表結構發生重大變化，財政功能凸顯，寬鬆貨幣政策逆轉，利率處於上行周期，中央銀行的資產擴張達到頂點。總量規模來看，截至2024年5月末，美聯儲、歐洲央行、日本央行的資產總規模分別為7.28萬億美元、6.56萬億歐元、761.09萬億日圓，比2009年12月末分別增長226.5%、254.6%、521.1%。21世紀以來全球主要央行推行一系列非常規的貨幣政策、財政赤字貨幣化以及負利率政策等，這些超常規的工具箱揭示了中央銀行貨幣政策調控的複雜性，而歐美日中央銀行資產規模擴張的背後正是財政赤字擴張的投射，長期看寬鬆貨幣政策的威脅卻似乎難以消弭。需要澄清的是，寬鬆貨幣政策並非給財政赤字背書，財政和貨幣有嚴格的功能邊界，二者的配合並非限於中央銀行買賣國債，而應致力於「開源」和「節流」。

當下需要思考重新回歸財政政策的本源，界定財政與貨幣的功能界限，擺脫財政赤字的過度依賴，深刻汲取美國和日本的經驗教訓，從而避免落入「現代貨幣理論」所設定的「財政赤字貨幣化」的陷阱。至今，歐美國家仍囿於寬鬆貨幣政策的結構性困境財政赤字易上難下，資產負債表縮減進退兩難。美聯儲降息預期不明朗，以及日本央行超寬鬆貨幣政策「審慎」調整均揭示轉向之難，亟待修復中央銀行信譽和貨幣政策信心。調查數據顯示，目前美國小企業承擔超過9%以上的融資利率，30年期固定抵押貸款合約利率升至7%以上。同時，較高的利率直接推升美國財政利息支出規模。根據美國財政部發布的數據顯示，2023財年美國聯邦政府財政赤字達到近1.7萬億美元，比上一財年增加23%。而且較高利率背景下美國財政利息的規模將增至1.2萬億美元左右。美國白宮預計，2024-2028年美國的財政赤字佔GDP的比重平均維持在5%以上，2024、2025年美國的財政預算赤字規模分別為1.86萬億美元、1.78萬億美元。美聯儲傾向於通脹逐步回落並維繫經濟保持正增長，推動美國經濟實現「軟著陸」，但財政赤字貨幣化的政策代價也非常

昂貴。

進一步重估利率政策

美國在全球大流行期間實施史無前例的財政擴張，短期內挽救了經濟，迄今仍表現出較強的復甦韌勁，逐漸走向「不着陸」。數據顯示，2024年一季度美國GDP（按不變價）同比、環比折年率分別為2.9%、1.3%，主要在於投資增長維持3.2%。本輪美國經濟的短期韌勁表現已然超出貨幣政策範疇，財政主導推動政府大規模投資，疊加較高的美元利率，吸引大量國際資本，驅動人工智能、芯片半導體等科技創新和產業升級。美國經濟分析局統計，截至2024年3月末，美國國內私人投資總額為4.15萬億美元，比2019年12月末增長10%。同期，外國投資者增持美國國債的規模為8萬億美元，比2019年12月末增長17.6%。本輪加息後出現較多「反常」，即經濟未見衰退、股市漲幅不減，及「降息」預期不穩定（市場預測普遍失靈）。

同時，美國國債收益率曲線倒掛時間已創有紀錄以來最長的一次，強勢美元周期延長，美元、黃金和石油出現「齊漲」現象，映射近年來全球資產的底層邏輯加快轉變，亟待重估利率政策的宏觀效應。2024年6月，美聯儲公布的最新利率決議仍維持5.25厘至5.50厘的聯邦基金利率目標區間。美聯儲降息的時間節點較難預判，預計較高利率可能維持較長時間，緊縮的貨幣政策和財政赤字擴張存在矛盾。

日本的經驗表明，低利率或負利率政策並非應對經濟衰退的主要工具，需要關注制約經濟增長的中長期因素，例如人口老化、產業轉型升級等，已經超出貨幣政策範疇。全球利率正在發生新的變化，多數中央銀行的貨幣政策框架已經難以適應複雜的經濟金融體系，非常規的貨幣政策工具在特殊時期起到了「急救」的作用，但回歸正常化卻十分棘手。

一方面，債務經濟模式對寬鬆貨幣政策的長期依賴，削減財政預算將拖累經濟增長；另一方面，市場嚴重依賴寬鬆貨幣政策，緊縮的貨幣政策容易引發金融不穩定和金融市場劇烈波動。測算顯示，目前日本的中性利率位於-1厘到0.5厘之間，對應名義政策利率為1厘到2.5厘，已然高出基準利率。2024年6月日本央行宣布最新利率決議，維持基準利率0厘至0.1厘。日本央行相繼抉擇的難度加大，主因在於日本經濟復甦的基礎不牢固，而且錨定2%的通脹目標存在不確定性。（未完待續）
（本文謹代表個人觀點）



▲內地5月工業生產錄得按年增長5.6%。

拆解另類高成數按揭



樓按明瞭 張穎穎

經絡按揭轉介營運總監

根據金管局最新規定，3000萬元或以下物業，銀行一般可承造最高七成按揭，如透過按揭保險計劃，1000萬元或以下物業則可承造最高九成按揭。

但如想購入1000萬元以上物業的買家，並承造更高成數按揭亦有其他辦法，事實上，坊間有按揭保險以外的另類高成數按揭計劃，最大的特色是3000萬元或以下物業均可承造最高九成按揭，以下詳細介紹相關按揭方案。

首期只需180萬 減少360萬

上述另類高成數計劃是由一間已成立逾20年的金融服務公司提供，審批條件與一般銀行按揭計劃類同，買家需要提交相關入息證明文件，並通過供款與入息比率測試，物業亦須為自住用途。計劃適用於一手和二手物業，樓價3000萬元下最高可承造九成按揭；3000萬元以上最高可承造八至九成按揭，全期按息低至4.125厘，按揭年期長達30年。

此外，該機構個別物業估價有機會高於一般銀行。

以購買1伙1800萬元的單位為例，透過按揭計劃下最高只可承造七成按揭即1260萬元，首期開支為540萬元。若選擇上述另類高成數按揭計劃，最高可承造九成按揭即1620萬元，首期大幅減少360萬元至180萬元。

買家預留3個月處理申請

同時，此計劃亦適用於轉按套現，樓價3000萬元以下物業最高按揭成數可達九成，試舉另一例子，有業主早年購入一個2000萬元的單位，現時餘下1000萬元貸款待還，透過此計劃轉按可借1800萬元，即可套現800萬元，業主可用作投資或資金周轉等用途。

總括而言，此計劃可比一般銀行提供更高成數按揭，全期按息亦與銀行相若，因此十分適合高收入但首期不足的買家、換樓客或早年選用發展商按揭的業主選用。

但要注意，申請人需要支付類同按揭保費的手續費。買家需要預留2至3個月處理按揭申請，亦要留意相關風險。如對此按揭計劃有任何問題，亦可向大型專業的按揭轉介公司諮詢。



▲按揭保險以外的另類高成數按揭計劃，最大特色是3000萬元或以下物業均可承造最高九成按揭。