

# 地產泡沫不可持續 創新承接經濟增長



▲在2007年，中國的廣義貨幣總量只有40萬億元，而在十年以後的2017年，中國的廣義貨幣總量已經達到167萬億元，足足翻了四倍還多

路透社



超限觀點

參照美國的歷史經驗，貨幣放水經濟和資本市場表現未必好，而收縮貨幣經濟和資本市場表現未必差。筆者認為當前市場對於未來中國經濟和資本市場過於悲觀，因為收縮貨幣是絕對正確的選擇，雖然會帶來短期陣痛，但並不意味着經濟崩潰，只要同時加大減稅和鼓勵創新的力度，那麼中國經濟增長的潛在增速未必大幅下降，而中國的資本市場反而將充滿長期希望。

海通證券首席宏觀分析師 姜 超

為什麼過去筆者比較謹慎，是因為不看好靠房地產泡沫拉動經濟的模式，因為這明顯不符合常識。常識是，中國作為第二大經濟體，房產價值不應該比美國還要多很多，而現在中國房產總值佔GDP比重是美國的兩倍還多。

因此，雖然過去兩年的中國經濟在明顯改善，工業企業利潤也有明顯回升，但有一點始終沒有變，那就是房地產泡沫。房價上漲在過去的兩三年從一二線傳導到三四五線。時至今日，筆者的觀點不變，只要房價泡沫還在擴大，只要經濟還是在靠房地產驅動，那就不可持續。

## 貨幣超發 影子銀行失控

但是，大家有沒有想過，為什麼過去房價會漲那麼多？其實不是靠信仰可以解釋的，根本原因在於貨幣超發。在十年以前的2007年，中國的廣義貨幣總量只有40萬億元，而在十年以後的2017年，中國的廣義貨幣總量已經達到167萬億元，足足翻了四倍還多。但其實還不止，因為沒有算影子銀行。十年以前的銀行理財規模只有5000億元，十年以後翻了六十倍達到30萬億元，因此再加上影子銀行以後，中國的真實貨幣總量其實是從40萬億翻了五倍到200萬億，平均每年增速達17%。

因此，過去十年房地產泡沫的根源在於貨幣超發，貨幣十年翻了五倍，所以很多城市的房價就漲了五倍。

為什麼會出現貨幣超發？很多人首先想到的是央行，其實不完全是央行的原因。在2007年的時候央行的總資產是17萬億元，到2017年末是36萬億元，只不過翻了一番，遠遠比不上同期商業銀行總資產五倍的增幅。

尤其是在最近幾年，央行資產幾乎沒變化，2012年末央行的總資產就接近30萬億元，到2018年5月僅為35萬億元。相比之下，2012年末商業銀行總資產為130萬億元，到2018年5月為253萬億元，差不多翻了一倍。

央行投放的貨幣叫做基礎貨幣，過去央行主要通過外匯佔款發放貨幣，但是2012年以後外匯佔款開始下降，所以中國央行發的貨幣其實已經不多了。因此，近幾年貨幣還在超發的原因主要不在於央行，而是在於商業銀行層面的廣義貨幣發多了。

最直觀的數據，就是過去十年，中國商業銀行的總資產翻了五倍，在2007年時只有50萬億元左右，到2017年變成250萬億元，平均每年增長17%，為什麼

中國商業銀行的資產增長這麼多？主要有兩大原因：

一是因為經濟主體舉債過度。從2009年開始，中國各個經濟主體就輪番舉債，最早在2009年是企業部門開始大幅舉債，到了2012年開始政府部門通過各種融資平台大幅舉債，而16/17年中國的居民部門又開始大幅舉債。中國商業銀行各類資產裏面最大的一塊是對居民、企業和政府的各種貸款，在2007年時僅為31萬億元，到2018年5月為159萬億元。

二是因為影子銀行大發展。歷史上的金融危機都與商業銀行貸款發多了有關，無論是日本的泡沫經濟、美國的次貸危機還是歐債危機，原因在於商業銀行是個高槓桿機構，通常只有10%左右的資本金，其他的錢都是借的，如果商業銀行借的錢太多、貸款又發放錯了地方，就容易引發金融風險。

所以痛定思痛，大家發明了巴塞爾協議來規範商業銀行發放貸款的行為，核心內容是商業銀行有多少資本金，就最多新發多少貸款。中國商業銀行的資本充足率長期約在12%，理論上能實現的貸款增速最多就在12%左右。

## 水喉收緊 經濟短期承壓

但是過去十年中國銀行的資產年均增速高達17%，說明每年的資產多增長了5%，問題是這一部分資產怎麼逃避資本監管的呢？這就全部歸功於影子銀行了。正常情況下，商業銀行的貸款要佔用100%的資本，但如果這筆貸款是銀行發給銀行的，那麼就幾乎不用佔用任何資本了。過去十年大家就是利用這一點監管漏洞，發展出了巨大的影子銀行。

有很多貸款是發向房地產和融資平台等高風險領域，按照商業銀行的正常監管其實不能放，但如果能把這筆貸款放在別的金融機構名下，就會在報表裏面顯示為對同業金融機構的貸款，那麼

就變得很正常了。在中國商業銀行的總資產當中，2007年時對同業金融機構的貸款只有七萬億元，到2017年最多的時候達到59萬億元。而大量銀行理財、信託、券商資管、基金子公司等都充當了商業銀行發放貸款的通道角色，共同打造了巨大的影子銀行，為中國地產泡沫添磚加瓦。

然而，隨著新一屆政府的成立，中國的貨幣超發問題已正在發生根本性的轉變，貨幣超發的水龍頭正在被逐漸關上。

如果我們仔細觀察最新的貨幣增速，可以發現貨幣超發的時代確實已經結束了。今年五月份，廣義貨幣M2的總量升至174萬億元，但是同比增速只有8.3%。與此同時，銀行理財、信託、券商資管等影子銀行的規模都開始下降。從商業銀行總資產來看，雖然2018年5月的總規模達到253萬億元，但只比年初增加了三萬億元，同比增速僅為6.8%，創下有史以來的最低增幅，不到過去十年增速均值的零頭。

由於貨幣增速的大幅下行，確實會對短期經濟運行構成挑戰，主要體現在兩個方面：

一是經濟下行短期承壓。雖然到目前為止，經濟數據依然較為平穩，四月、五月的工業增速整體回升，發電量增速也回升到9.8%的高位，鋼價、煤價等各種商品價格明顯上漲，企業盈利增速仍在15%左右高位。但畢竟錢變少了很多，而中國房地產和工業經濟發展又高度依賴於貨幣，因此未來經濟下行的擔憂很難打消。

二是債務違約的風險上升。下半年是企業債券和非標債務到期高峰，年內到期或回售的各類信用債本息合計約四萬億元，遠高於前五個月的2.36萬億；年內到期的信託資金達4.1萬億元，遠高於前五個月的2.1萬億元。如果未來新增社融持續萎縮，企業債務違約的風險或將

## 資金欠出路 樓市不懼加息

Q房網香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

上星期美國聯儲局的議息會議結束，一如預期美國再度加息0.25厘，自2015年底以來第七次加息。不過對於一眾香港業主而言，最關注的是香港銀行會否跟隨加息，最終香港銀行亦再次暫不加息，換言之香港銀行已經自2008年11月開始，接連十年最優惠利率（P）一直維持不變。

不過相信大家亦明白，隨著美國過去三年來七度加息，港美息差已經明顯擴闊。美匯上升影響下，港元匯價持續處於弱勢，並多次跌至7.85的弱方兌換保證，金管局亦連環出手沽美元買港元，令過去數月間，整體銀行體系結餘已大幅減少。在今年3月22日美國聯儲局三年來第六度加息，當時本地銀行體系結餘，仍高達1797億元以上，最新銀行體系結餘已銳減至1094億元，減幅達39%。銀行水浸的情況已明顯逆轉。

與此同時，反映本地銀行之間借貸息率的本地銀行同業拆息（HIBOR），近日已明顯被扯高，今年3月22日，一個月銀行同業拆息仍低見0.81厘，最新1個月銀行同業拆息已升至1.66厘。換言之，對於一

眾以HIBOR作基準的供樓一族，早已感受加息威力，因為過去三個月來，供款利率已顯著提高0.85厘，升幅已超越一倍，三個月拆息更已進一步升越兩厘的十年高位。

### 業主仍然傾向惜售

無可否認，從銀行體系結餘的情況，以至銀行同業拆息的急升，加上近日已有個別銀行將定存息率調高至兩至三厘，相信香港銀行亦可能會於短期內跟隨美國加息。香港息率正常化遲早都會出現，不過香港加息又會對樓市有何影響？

首先即使香港加息，整體資金仍然欠缺出路，加息後活期利率仍處於低水平，即使定期利率已升至兩至三厘，但仍與租金回報率相若。再者最近有研究報告顯示，以全球二十大主要城市計算，去年本港樓價升幅仍處於領先位置，近年來確實有部分買家為資金尋出路，而轉為購買海外物業，例如日本、泰國、美國、甚或是英國，但按過去數年的樓價表現來看，香港樓價升幅仍然冠於上述國家。

總括而言，縱使香港加息，但現時環境下資金仍然欠出路，加上購買內地樓亦有限購，在港多購一個物業又會多付辣招稅項，「一動不如一靜」，不少業主仍傾向惜售。息口仍然低企，樓市剛需持續，整體後市仍然平穩向好。



▲現時資金仍然欠出路之下，縱使香港加息，在港買磚頭也是值得考慮之事

資料圖片

繼續上升。

## 展望未來 發展模式換擋

但也不全是壞消息，筆者認為未來出現了三大希望：

一是無風險利率下行。過去大家買中國債券，都習慣於跟買菜一樣，把收益率從高到低排序，然後直接買收益率最高的，因為大家默認所有的債務都會剛性兌付。但在今年債券大量違約之後，市場意識到債務是有風險的，國債是沒風險的，大家開始願意為安全資產付出更高的價格。而且利率下降的不僅是國債，類似於國債的AAA和AA+級企業債利率都出現了明顯下降，只有AA-級以下的企業債利率出現明顯上升。

因此，在短期內，債務違約的增加確實是會增加市場的擔憂。但從長期來看，打破剛兌其實有利於中國融資成本的下降，因為過去是劣幣驅逐良幣，垃圾債以低成本融資，同時拉高了優質企業的融資成本。如今垃圾債被打回原形，而優質企業債券的利率反而會下降。

此外，打破剛兌、無風險利率的下降對股市也有積極意義。以前大家都喜歡買垃圾股投機，但如果垃圾公司都要破產了，大家就會發現擁有穩定現金流的消費、公用事業及龍頭企業其實擁有更高的價值。而且既然利率最低的國債都漲價了，那麼穩定收益類資產都應該漲價。

二是房產將失去投資價值。房價暴漲的根源在於貨幣超發，在於過去十年

中國貨幣翻了五倍。如果未來貨幣增速長期降至7%甚至以下水平，再考慮到房子本身存在每年折舊帶來的減值，那麼房產將失去投資價值。如果買房自住其實不用擔心，但如果想靠買房投資發財，那麼在錢變少了以後將很難找到接盤俠。

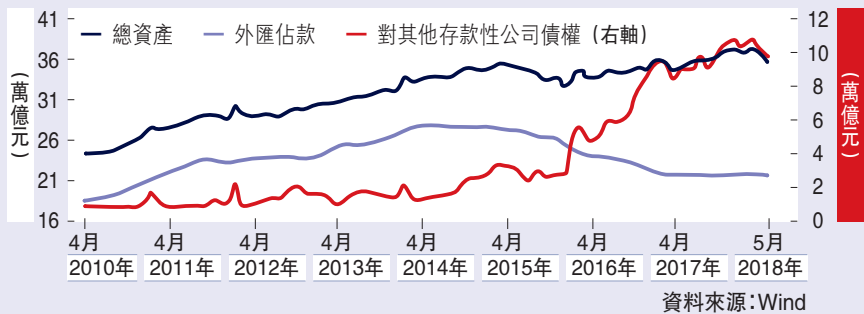
而只有在抑制了地產泡沫之後，中國經濟才有希望走向可持續發展之路。

三是經濟轉向創新發展。過去中國處於工業化時代，由於人口紅利和城市化的支撐，每年平均增加1000萬年輕人、還有2000萬農民進城，居民對物質產品的追求高漲，所以經濟的主要目的是不停地生產更多的房子、車子、傢具家電。對於企業而言，只需要不停借錢，然後去生產更多的產品就行了。

展望未來，中國人口紅利結束了，每年減少500多萬，城市化也接近尾聲，沒有那麼多新增有效需求，如果還是靠舉債來發展，還是不停地生產更多的產品，就會出現債務堆積、產能過剩和資產泡沫。

中國經濟不是不發展了，而是改變了發展模式。我們的收入還在增加，中國老百姓還是會消費，只不過以前中國需要更多的消費，而以後需要更好的消費，未來美好生活的主旋律是消費升級，而消費升級要靠企業提高技術、靠創新來實現，而創新的基礎是科學家和工程師的研發，支持創新的制度是減稅和股權融資、產權保護，而這一切其實都在發生，我們相信未來創新充滿希望。

## 中國央行資產規模變化



資料來源:Wind