

# 控槓桿任重道遠 貨幣宜靈活審慎



▲為使貨幣政策更加有效，分析建議，相應採取系列配套金融監管舉措，促進社會融資發展

中新社



## 交行觀察

由於2018年以來融資增速大幅下降、市場流動性偏緊和經濟存在下行壓力，當前和未來一個階段，貨幣政策應前瞻性地適度向偏鬆方向微調。鑒於控槓桿是一項長期任務，未來應避免貨幣供給增加和社會融資規模增長繼續抬高槓桿率，引發新的金融風險。

交通銀行金融研究中心首席經濟學家 連平

今年以來，國際經濟形勢錯綜複雜，風雲突變。2017年以來，中國經濟運行總體平穩。為有效防控日益增長的金融風險，中國去槓桿穩步推進，已經取得一系列階段性成果。嚴規範和強監管大力實施，在有效治理金融領域的亂象同時，金融收緊效應明顯呈現。在非信貸社會融資規模收縮的背景下，上半年三大需求不同程度放緩，下半年經濟增長仍有一定程度下行壓力。當前和未來階段，中國貨幣政策面臨多重挑戰，需要靈活審慎加以應對。

### 發達國加息帶來匯率風險

在國際層面，這種挑戰的性質是矛盾的。近年來，美聯儲按部就班加息和部分發達國家跟進，對全球資本流動和新興市場國家貨幣匯率帶來壓力。部分拉美、東歐和中東等國家貨幣匯率出現大幅貶值。為應對資本外逃，部分新興市場國家大幅提高利率。美國等發達國家貨幣政策的溢出效應對中國產生了一定影響。2015至2016年，人民幣承受較大貶值壓力，中國資本階段性較大規模流出，其中重要的外部原因是美聯儲啓動加息。當下人民幣面臨一輪貶值壓力，與美聯儲繼續加息有關。

2018年以來，美國經濟增長加快步伐，一季度國內生產總值（GDP）增長達2.7%。據美國商務部數據，二季度美國經濟增長達4.1%，為2014年第三季度以來最快增速。同時，通脹不斷攀升，6月消費者物價指數（CPI）同比上漲2.9%，創2012年以來最大增幅；失業率接近歷史新低，就業達50年來最好狀態。美聯儲大概率會堅定現有加息步伐，從而進一步收縮中美之間利差。目前，十年期國債收益率之間距離已小於0.5個百分點。可見，發達國家貨幣政策正常化對中國貨幣政策帶來收緊壓力。

隨著外貿不確定因素增加，下半年中國出口增速可能會有一定程度下降。外貿不確定因素增加，給全球市場包括股市、債市和匯率等帶來壓力。在這種情況下，市場通常對貨幣政策的要求是相應鬆動，逆向調節，進行合理對沖。尤其是在未來前景撲朔迷離的形勢下，市場對貨幣政策會有隨時向寬鬆調整的要求。

國內層面的挑戰性性質也是矛盾的。去槓桿要求貨幣供給和融資增長相應放緩。在國際金融危機之前，中國槓桿率水準總體處在良好狀態。槓桿率水準大幅上升是從應對危機、信貸投放大幅增長開始的。2009年中國信貸增長達30%以上，一年投放的信貸是改革開放以來30

年投放信貸總量的近三分之一。大規模信貸投放為之後約十年的貨幣快速增長和槓桿率攀升埋下了伏筆。為此，去槓桿不可能在朝夕之間完成，必須久久為功、持之以恆。這就對貨幣政策提出了持續穩健偏緊尤其不能大幅鬆動的要求，一旦因某種需求大幅放寬貨幣政策，則去槓桿可能前功盡棄。

然而，上半年金融市場的變化和經濟運行態勢對貨幣政策提出了相反要求。客觀來看，強監管對金融市場具有收緊效應，尤其是針對表外業務、同業業務和理財業務等方面舉措的推進，導致這些業務增長明顯放緩，有的則大幅收縮。

今年上半年，信貸、融資和貨幣增速的放緩和負增長十分明顯。2018年首六個月新增非信貸融資較去年同期大幅減少2.53萬億；累計新增委託貸款、信託貸款和未貼現銀行承兌匯票合計較去年同期大幅減少約3.74萬億；廣義貨幣（M2）增速處在8.2%至8.6%的歷史較低水準波動，6月末狹義貨幣（M1）同比增速僅為6.6%，較去年末大幅回落5.2個百分點；新增銀行存款少於新增銀行貸款，近三年來，銀行存款增速由低於貸款增速1至2個百分點，擴大到目前的近4個百分點。同時，銀行加權信貸平均利率水準明顯上升。2017年，非金融部門一般貸款加權平均利率較上年上升0.36個百分點，2018年3月末升至6.01%，比上年提高0.21個百分點。上半年相關數據表明，金融市場已呈現過度收緊狀態。同時，基建投資大幅放緩，淨出口為大幅負貢獻，消費增速明顯下降，生產者物價指數（PPI）運行態勢則由高向低。上半年宏觀經濟金融運行態勢，對貨幣政策提出了逆向鬆動的要求。

### 有必要保持高度獨立性

當前和未來一個階段，中國貨幣政策有必要保持高度獨立性。在不可能三角框架下，保持中國貨幣政策的獨立性應為當前首要政策選擇。發達國家貨幣政策正常化和外貿不確定因素，對中國的影響不容小覷。但在內需已佔主導地位的情況下，中國自身經濟的平穩運行和品質提升是至關重要的，貨幣政策應將穩定國內經濟運行、推進供給側結構性改革、擴內需和促轉型、守住不發生系統性金融風險底線，以及滿足國內其他相關的政策需求放在首位。

當下，中國資本流動格局已經明顯不同於2015至2016年。在發達國家針對中國收緊投資環境和國內規範管理資本流出的情況下，企業和居民對外匯需求很

大程度上處於平衡狀態。在外匯市場供求關係調節順暢和基本可控的情況下，抽緊銀根和抬高利率的方式不應成為應對外部挑戰的主要政策選擇。相反，這類操作往往是較為極端情況下的無奈之舉。

在外匯市場供求關係總體保持平衡的情況下，人民幣匯率在合理均衡水準上保持基本穩定具有良好基礎。在發達國家貨幣政策正常化和外貿不確定因素增加背景下，人民幣承受了類似於其他新興市場經濟國家同樣的壓力。所不同的是，中國經濟保持平穩增長，財政狀況良好，政府債務水準基本合理，金融系統運行穩健，外匯儲備充足，國際收支基本平衡。這一系列良好的內生條件決定了人民幣匯率具有在合理均衡水準上保持基本穩定的基礎。

目前，人民幣匯率所實行的是以市場供求關係為基礎、有管理的浮動匯率制，貨幣當局已退出常態化干預。人民幣匯率在一定範圍內的可控波動，有助於中國經濟較好抵禦和防範外部衝擊，盡可能降低外部影響。未來，在國際收支基本平衡和人民幣匯率基本穩定的格局下，貨幣政策可全力以赴針對國內經濟問題精準施策。從不可能三角的視角看，當前和未來一個階段，保持貨幣政策獨立性應是堅定不移的首要目標，同時兼顧資本流動平衡和匯率基本穩定。

### 立足四大支點提升有效性

當前中國貨幣政策應立足於總體基本穩定、適度前瞻微調、定向精準施策和靈活相機抉擇四大支點，提升和保障政策有效性。在當前和未來一個階段，貨幣政策鬆緊兩方面的需求很難分出壓倒性的高低，政策尚不宜具有絕對傾向性；如大幅寬鬆和大幅收緊絕對都不應成為選項，而應在總體上保持基本穩定，除非上述因素中某些方面發生劇烈變化。下半年，最大的不確定性仍在外部，前景可能撲朔迷離、變幻難測。因此，貨幣政策保持靈活相機抉擇的姿態很有必要。

筆者認為，因2018年以來融資增速大幅下降、市場流動性偏緊和經濟存在下行壓力，當前和未來一個階段，貨幣政策應前瞻性地適度向偏鬆方向微調。鑒於控槓桿是一項長期任務，未來應避免貨幣供給增加和社會融資規模增長繼續抬高槓桿率，引發新的金融風險。當前，適度擴內需的任務應由更加積極的財政政策來承擔較為合適。因此，即使微調，也應盡可能定向施策，精準發力。

下半年，貨幣政策應在保持穩健基

## 增土地供應才是最有效方法

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



### 樓市智庫

行政長官林鄭月娥公布六項房屋政策新措施，其中包括將九幅私營房屋地皮改撥發展公營房屋，在私樓供應減少之下，會對樓價產生穩定作用。

林鄭月娥說，政府一直致力分配用地作公營房屋發展，包括一些原本計劃作私營房屋發展的用地。「為了更適切地回應社會對可負擔房屋的殷切需求，政府會改撥合共九幅位於啓德和安達臣道石礦場的私營房屋用地以發展公營房屋，可提供約1.06萬個單位。我們會進一步考慮有關發展應作出售或出租用途。」

政府將資助房屋與市價脫鉤，並且提供更大折扣，入息門檻又降低，無形中令更多市民變成合資格的申請者，部分私樓買家會轉向資助房屋尋求上車機會，只會略減私樓需求，令樓價升勢稍為遏抑。

由於申請資助房屋人數明顯增加，使到本已大幅超額申請的認購倍數顯著飆升，申請資助房屋如同福利大抽獎，中籤機會反而變得更加渺茫，向隅者為數更多。相信繼

續有大量未中籤人士又要回流私樓市場找尋置業機會。

私樓價格本年縱然受到中國及美國貿易戰衝擊，但走勢甚是硬朗，沒有像金股匯等各種投資市場受壓走軟，依舊迭創新高。本港樓市呈現強勢主要是本港建屋的土地供應不足所致。

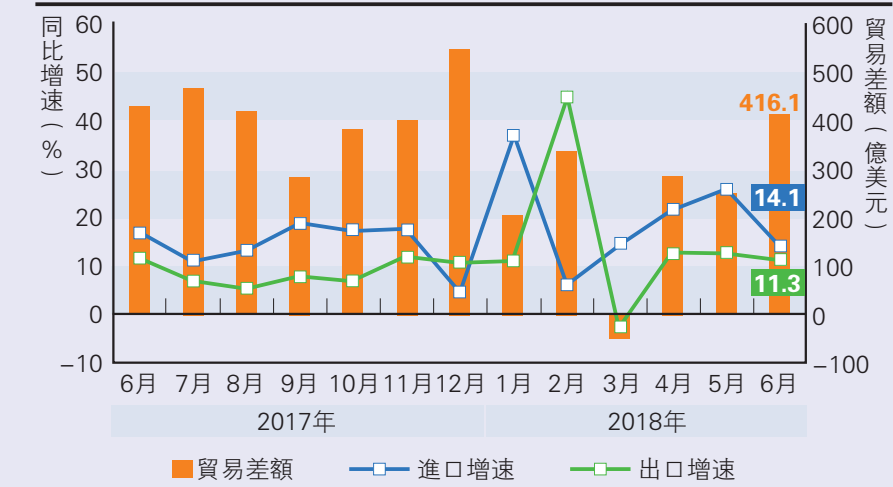
目前不管是私營還是公營房屋皆供不應求，增闢土地又寸步難行，總體上無拉上補下的條件。政府將九幅私樓地皮改作公營房屋，是事急馬行田的做法，因為目前輪候公屋的年期經已由4.7年跳升5.1年，引起輪候公屋人士的嚴重不滿。

儘管將私樓地皮公營化，增加了公營房屋的供應，但亦產生嚴重的副作用，就是造成私樓供應量質少見少，令本已強勁的私樓價格難以回落，繼續表現堅挺，甚至再向上挑戰價格歷史新高，可謂火上加油。

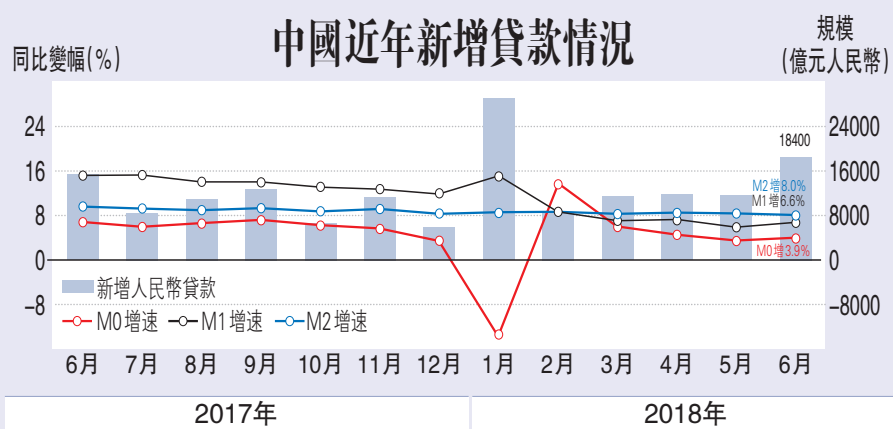
假如日後私樓價格再上，政府不應再埋怨是市場力量推高價格，而是政府本身亦有一份參與。如果就樓價再創新高而政府出招冷卻樓市，是不合理，因為政府有份推高樓價。

筆者建議政府最好全力增加土地供應，不要再進退失據，短中長期措施一併推行，供應才不會有斷層。

### 中國近年外貿走勢(美元計)



### 中國近年新增貸款情況



調的同時積極開展偏鬆調節，加大定向支持力度。為防止融資收縮過快加大經濟下行壓力和帶來金融市場風險，建議貨幣當局適度增加流動性投放力度，保持貨幣市場流動性合理充裕和利率合理適度。從經濟增長和物價等因素考量，下半年M2增速運行在9%至10%區間似較為宜。同時，促使M1觸底反彈，明顯回升。保持十年期國債收益率中樞水準在3.6%之下運行。建議年內再實施一至兩次降準，以繼續推動銀行可用資金增加和負債成本降低。通過定向降準等措施，進一步加大對小微企業、「三農」、普惠金融等領域的定向支持力度，降低其融資成本。通過推動地方政府合理舉措和銀行適度提供信貸，加大對基建投資的金融支持。

經過近期的政策調整，貨幣市場流動性狀況已有明顯改善，利率水準明顯走低。目前，更為關鍵的問題是如何推動市場流動性有效注入實體經濟領域。以剛性和改善型需求為主的房地產開發貸款投放，適度增加住房按揭貸款投放，保持按揭貸款平穩增長。繼續通過政策性貸款支持棚戶區改造。採取針對性措施，督促地方盤活財政存量資金，引導金融機構按照市場化原則保障融資平台公司合理融資需求。通過以上各種

手段，建議將今年信貸增速在目前的基礎上提高約0.5個百分點，即達到13%左右。

在「堵偏門」，即對不規範、有潛在風險隱患（通道業務、監管套利、資金空轉、高槓桿等）的非信貸融資開展治理整頓的同時，也要「開正門」。對那些真正能滿足實體經濟融資需求、規範合理的信託貸款、委託貸款等予以鼓勵和支持，促其平穩增長，與銀行信貸融資一起向實體經濟提供融資的作用。

為使貨幣政策更加有效，筆者建議，相應採取系列配套金融監管舉措，促進社會融資發展。適當放寬發債主體相關限制，進一步完善評級管理體系。以相應政策工具，為債券投資提供適度流動性支持，鼓勵銀行等機構投資者加大債券類資產配置力度。加快今年1.35萬億元地方政府專項債券發行和使用進度，推動在建基礎設施專案早見成效。

進一步擴大資產證券化標的資產適用範圍，制定各類型資產證券化操作模式和實施環節標準化要求，簡化審批和實施流程，加速推動證券化專案落地。加強市場制度建設，改變資產證券化產品市場以金融機構為主的格局，吸引更多合格投資者參與投資，從而更有效擴大投資主體，分散市場風險。

對同業和非標資產規模佔比相對較低，風險管控能力相對較強，經營管理較為規範的大型銀行，可以適度調整監管要求，如允許同業和非標資產的佔比和規模有適度的增長等，避免資產規模收縮過快，加大存量非標業務退出壓力。可以有選擇地引導銀行開展業務創新，推動同業和非標投資進入小微企業和市場化債轉股等急需資金支持的業務領域，成為支撐其業務發展的重要資金來源，並進一步發揮帶動其他社會資金流入的作用。