

周小川變調金融槓桿的背後



◀分析指，上月M2、新增信貸與社會融資規模均低於預期，顯示表內外政策收緊已然加碼
中新社

此輪強監管風暴落地早於預期，中國人民銀行行長周小川文章發表後不久，文中提到的不少領域，如嚴厲資管新規出爐、互聯網金融監管加深、房地產信貸收緊已有所行動，顯示了決策層的雷厲風行與防範金融風險的決心。

瑞穗證券董事總經理、首席經濟學家 沈建光



建言獻策

周小川的歷次集中表態都可以看作是宏觀政策的風向標。去年年初周小川提及居民槓桿率仍有空間之後，中國房地產去庫存進展迅速。而十九大前後，周小川接連就金融風險嚴厲表態後，金融監管風暴如期而至。如嚴厲資管新規出爐、互聯網金融監管加深、房地產信貸收緊等意味着十九大後，強監管已是接下來經濟工作的重要基調。那麼，未來防風金融風險有哪些重點領域值得關注，監管風暴還會延伸至何處？通過分析周小川變調金融槓桿的系列講話以及十九大後周小川解讀文章《守住不發生系統性金融風險的底線》，可以有所收穫。

反差透露政策風向轉變

近一段時間，周小川在國際貨幣基金組織（IMF）年會、30人小組（G30）國際銀行業研討會以及十九大中央金融系統代表團接受媒體採訪時罕見地在談及中國債務風險話題時並非諱莫如深，反而多次談及防範系統性金融風險與避免「明斯基時刻」，在其近日署名文章《守住不發生系統性金融風險的底線》中，更是系統性的闡述了當前金融風險的內涵、成因以及應對方式。在筆者看來，周小川本輪警告非同尋常，一是嚴厲程度超出預期，與周小川在以往與外界交流中一貫呈現的溫和形象略有出入，二是寫作風格變化較大，「金融大鱷」、「內鬼」、「火中取栗」等帶有明顯的感情色彩辭彙是在其早前文章中罕有的。讓人不禁聯想起此前中國證監會主席劉士余大批「資產管理人不能當土豪、妖精、害人精」類似言論。而自證監會主席做出上述批示之後，保險行業的監管風暴與反腐進入高潮。

與此同時，筆者發現，周小川本輪對去槓桿的表態與去年年初有明顯不同之處。記得去年年初，周小川2016年在二十國集團（G20）央行行長會議時的講話時提到：個人住房加槓桿邏輯是對的。住房貸款應該有大力發展的階段。個人住房貸款在銀行總貸款的比重還是偏低的，有的國家佔到40%-50%，中國只有百分之十幾，所以銀行覺得還是比較安全的產品，所以有很大的發展機會。此外，在2016年兩會後召開的中國發展高層論壇上，周小川再次提到，中國的國民儲蓄率高。一般國家在GDP的20%-30%左右，中國去年的總儲蓄率還是46%點多，其中居民部門在35%以上，上述表態在當時被稱為決策層對個人住房加槓桿的背書。

實際上，在筆者看來，周小川巨大轉變的背後確實透露了政策風向的轉變，即決策層在不同時點對經濟形勢判斷與防範金融風險定位已經發生巨大改變。回想去年年初，中國經濟正處於下行區間，外需不振，民間投資持續下滑，穩增長壓力陡增，三四線城市房地產大

量積壓，一二線城市樓市也維持低迷，地方財政運轉困難，拖累經濟增長。在此背景下，樓市去庫存被當作「穩增長」的重要手段提出，配合支持個人購房的政策，如降低稅收、放鬆貸款等相繼推出，周小川當時的表態符合去年年初樓市去庫存的大背景。

其後事態的發展超乎預期。衆所周知，中國樓市經歷了一輪快速上漲，甚至出現了房地產泡沫的擔憂，而在去年「930」一二線城市房地產調控政策出台之後，三四線城市再度接過樓市上漲的接力棒，銷售火爆，價格攀升。短短一年內，中國房地產市場實現了由市場過冷而到過熱的轉變。而與此同時，伴隨着海外經濟環境出現的明顯轉好，以及增長新動能的出現，今年前三季度中國消費、投資、淨出口三駕馬車罕見的同時發力，意味着穩增長的必要性已經大大降低，防風險，降槓桿成為經濟工作的重點。

特別是十九大主要矛盾發生改變之後，尋求更有品質的增長而非單單追求速度成為新時代的共識。在此背景下，周小川的密集表態，多部委協調監管的政策頻發，體現了新一屆政府對待未來一段時間經濟工作的主要基調。可以看到，近一個階段，多部委已在協同行動，如住建部會同人行、銀監會聯合部署規範購房融資行為、人行強調任何金融業務都要有牌照，意味着對互聯網金融的規範將持續深入等等。與此同時，10月廣義貨幣（M2）、新增信貸與社會融資規模均低於預期，顯示表內外政策收緊已然加碼。而一葉知秋，十九大後，十年國債收益率大幅走高，顯示市場已然洞悉到政策收緊的寒意。

防金融風險有哪些重點領域？

既然防風險已經取代穩增長，成為明年經濟工作的主要基調，那麼接下來，會有哪些具體體現？結合周小川《守住不發生系統性金融風險的底線》文章，筆者歸納了下文幾大領域作為突破口。實際上，此輪強監管風暴落地早於預期，周小川文章發表後不久，文中提到的不少領域，如嚴厲資管新規出爐、互聯網金融監管加深、房地產信貸收緊已有所行動，顯示了決策層的雷厲風行與防範金融風險的決心。

第一，實體經濟去槓桿與金融去槓桿並舉。周小川在《守住不發生系統性金融風險的底線》（以下簡稱「文章」）中提到當前槓桿率高主要體現在兩個方面：一是實體領域體現為過度負債，企業部門的槓桿率已經高達165%，高於國際警戒線，二是金融領域體現為信用的過快擴張。基於此，預計今年以來的人行宏觀審慎評估（MPA）會繼續完善，信貸增速也難以保持過高增長，M2增速或將整體保持低位。與此同時，最新資管新規直指影子銀行，也是明顯的金融去槓桿舉措。

第二，國有企業去槓桿。文章對國有企業債務嚴重，「殭屍企業」市場出清遲緩的現實直言不諱，而今年中央金融工作會議也強調國有企業去槓桿是重

中之重，這意味着未來對待國企去槓桿以及殭屍企業的處理將配合國企改革得以加快，如近期國資委表態未來着力點在於推動企業內部管理、優化資本結構、重拾資本規模以及管好企業債務風險等四個方面。

第三，深入對銀行業的監管。文章提到系統風險的一個表現便是金融機構的信用風險，並提出近年來不良貸款上升，侵蝕銀行業資本金和風險抵禦能力，意味着未來對金融機構個體的監管會進一步加大。雖然中央金融工作會議並未賦予人行對系統性重要銀行以監管權，但強化了人行在宏觀審慎監管方面的地位，而十九大貨幣政策與宏觀審慎雙支柱的提出提升了人行在協調監管方面的職能，或為強監管埋下了伏筆。

第四，房地產領域面臨收緊政策。正如上文所述，周小川對於居民槓桿的態度一年內從支持轉向擔憂是顯而易見的，配合同期對消費貸款進入房地產市場的清查以及各地相繼推出的嚴格的限購限貸政策，房地產調控的深入體現了習近平總書記對於「房子是用來住的，不是用來炒的」的要求，預計其後房地產領域的信貸政策仍將從緊，涉及房產稅、共有產權房等相應的房地產長效機制會加快推出。

第五，對互聯網金融監管會深入。文章中提到，目前一些高風險操作打着「金融創新」的幌子，部分互聯網企業以普惠金融為名，行龐氏騙局之實。上述對於互聯網金融的強監管表態是個非常明顯的信號。而近期人行金融所所長孫國鋒也表態，防範金融風險，很重要一點是任何金融業務都要有牌照，同樣意味着前期互聯網金融發展較為寬鬆的環境或將發生改變，對P2P（網絡借貸），現金貸等高風險領域會加強整頓。實際上，日前停批互聯網小貸牌照意味着新一輪整治為期不遠。

第六，強化協調監管。文章指出跨市場跨業態跨區域的影子銀行風險，如當前一些金融機構和企業利用監管空白或缺陷「打擦邊球」，套利行為嚴重。而在早前中央金融工作會議上提出成立的國務院金融穩定發展委員會，在十九大之後也召開第一次會議，就日後強化金融監管協調，促進金融服務實體經濟，保障國家金融安全等作出部署。

第七，強調地方政府監管職責。文章提到風險來源之一在於隱性剛性兌付，職責權利扭曲。而在早前的中央金融工作會議上，也首度明晰了地方政府的監管職責，並嚴格屬地問責機制，其後多地金融辦正在變身金融局，從先前的事業單位向行政機構轉變，便體現了強化屬地監管的要求。

第八，金融反腐仍將持續。周小川文章犀利地提出金融風險源頭之一「少數金融「大鱷」與握有審批權監管權的「內鬼」合謀，火中取栗，實施利益輸送」等，與前期決策層加大對金融監管當局採取的一系列反腐行動相呼應，也預示着去槓桿，防風險背景下，金融反腐仍將一絲不苟地進行下去。

認識香港置業階梯

經絡按揭轉介市場總監 劉圓圓



樓按因素

近日市場聚焦於兩個即將發售的資助出售房屋項目，分別是位於屯門的「翠鳴臺」及將軍澳的「翠嶺峰」，結果超額認購百

四倍，創下超額認購紀錄。一般來說資助出售房屋的單位售價比二手市場單位便宜，約為市值七成，成為年輕一族的一線曙光。然而，很多人都不清楚房協、房委之物業的分別，其按揭措施亦與私樓不同，現在為大家講解。

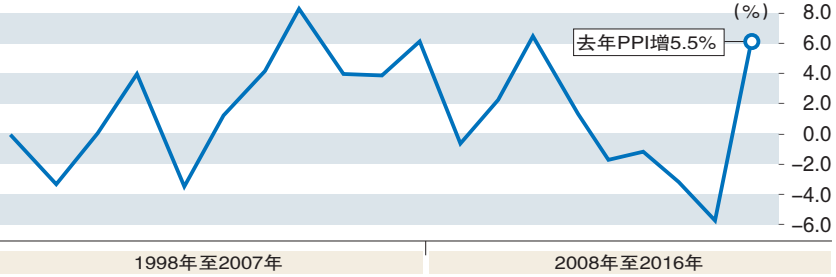
香港房屋委員會，簡稱房委會，是根據《房屋條例》於1973年4月成立的法定機構。房委會主要負責制定和推行本港的公共房屋計劃，而房屋署是房委會的執行機關。除了公共房屋（簡稱：公屋）外，最為人熟悉的便是「居者有其屋」計劃（簡稱：居屋），剛剛開售彩虹的「彩興苑」及梅窩的「銀河苑」及「銀蔚苑」亦是新一代的居屋。另外亦有推出「綠表置居先導計劃」（簡稱：綠置居）及「港人首置上車盤」計劃（簡稱：首置盤），定價為市價六至七折。

而香港房屋協會，簡稱房協，是一個非政府機構，由慈善基金組成的「自負盈虧」的非牟利組織。早年曾出售過的資助房屋包括「住宅發售計劃」、「夾心階層住屋計劃」的屋苑

。自2012年8月起，房協亦與房委會聯合推出一些「資助出售房屋項目」（簡稱：資助房屋）的屋苑，包括位於青衣的「綠悠雅苑」及沙田的「綠怡雅苑」。一般而言房協的樓宇比房委質素較佳，單位設備亦較為齊全。

「綠表」人士均可購買未補地價的居屋、資助房屋及綠置居，而且不設入息或資產上限，置業後須交還所居住的公屋單位。而「白表」人士可購買已補地價的居屋，而資助房屋則要求申請人收入不可超過入息及資產上限。要注意除非得到房委或房協的同意，未補地價居屋、資助房屋及綠置居在轉讓限制期（一般為五年）內，不能將物業加按、轉按及自由轉讓物業。在按揭方面，由於有房委或房協的擔保，「白表」申請者可最高承造九成半的按揭，「綠表」人士甚至可承造九成半的按揭，而且不用支付按揭保費。但要注意房委或房協的按揭貸款擔保期是30年，並以首次開售日期計起的，例如一個1997年開售的居屋，1999年入伙，其按揭貸款擔保期便是到2027年，如在2017年購買只能承造10年按揭。不過，坊間不少銀行已經不參照「擔保期」年期，樓齡不高於20年的居屋，供款期亦可達20至25年。除此之外，購買居屋只能承造P按，供款可能較私樓的H按或定息為高。有意購買這類單位之準買家，可先向按揭轉介了解當中的按揭選擇及入息要求，確保成交順利。

中國PPI近20年走勢



中國經濟增長愈趨健康

瑞銀證券中國首席經濟學家 汪濤



市場解碼

今年前三季度，中國經濟累計增長6.9%，超出年初市場預期。近月來房地產銷售減弱、工業生產勢頭也有所放緩。十九大之後，供給側改革和金融防風險的政策方向將繼續。明年中國經濟如何？

我們預計明年經濟增速小幅回落，從今年的6.8%左右放緩到6.4%，但結構繼續改善。供給側改革繼續推進，企業利潤好轉得以持續，預計推動企業投資小幅反彈，部分抵銷房地產和基礎設施投資放緩。信貸增速預計繼續放緩，債務佔GDP的比重繼續上升，但速度放緩。

今年經濟增長強勁，部分得益於年初基礎設施投資高速增長和房地產市場超預期。明年房地產建設和投資預計將溫和減弱。隨着棚戶區改造貨幣化安置對房地產銷售的貢獻明顯減弱、政策逐漸收緊，預計明年房地產銷售面積與今年持平或小幅下降。多數地區房地產庫存大幅降低、房地產建設和投資滯後於銷售，預計投資和建設將溫和放緩至3%-5%左右。

明年供給側改革和去槓桿對宏觀經濟增速仍將有一定制約，但有助於經濟結構繼續改善。為防範金融系統性風險，預計未來金融監管力度將繼續加大，進一步壓縮金融機構間槓桿水準和影子銀行信貸，但收緊幅度弱於2017年上半年。廣義信貸增速（包含地方政府債券的社會融資總額）可能從今年的14%以上回落到13%左右。而加強地方政府債務管理預計帶來基礎設施投資減速。

對經濟增長拖累有限

不過，去槓桿對經濟增長的拖累有限。首先，去槓桿步伐會比較穩健且頻繁微調，以免信貸減速過快或市場波動過於劇烈。同時，企業盈利持續改善意味着其對外部資金（信貸）的需求有所降低。此外，高槓桿企業的信貸需求或因盈利改善下降、或因政策控制而受阻，新經濟、出口、服

務業等發展較快的行業對信貸依賴程度相對較低，經濟受信貸減速的影響可能比過去減弱。

如果經濟下行壓力過大，政府可能會調整去槓桿步伐，或再次動用信貸或基建投資穩增長。我們認為未來兩三年宏觀債務佔GDP比重仍然會繼續增長，但步伐放緩。在控制信貸增速的同時，供給側改革和國企改革若能持續推進、企業盈利繼續好轉，並且出口和新經濟的發展保持強勁，債務/GDP比重有望在五年之內穩住，且經濟增速保持在6%以上。

削減過剩產能、強化環保法規、加快國企整合等供給側改革措施雖然可能會拖累相關部門的生產和投資，但也可以幫助收窄國內產出缺口，使得工業產品價格保持在較高位置不至於大幅下跌，工業企業利潤改善也有望得以持續。這些改革有助於提振企業盈利和信心，即便整體經濟增速有所回落，企業資本開支也可能在明年下半年開始出現一定反彈。

價格方面，預計明年CPI增速大幅回落，CPI上升到2.2%左右。雖然我們預測大宗商品和原材料價格會停止上漲或下跌，但近一年以來成本上升會逐漸傳導到中下游。加之食品價格溫和反彈，2018年CPI將有所回升。不過，下游產品供應充分、高度競爭，以及匯率穩定將使通脹上升有限。我們認為央行明年不會加息，但偏緊的金融監管將使市場利率居高不下。債市將是區間震盪的行情。人民幣兌美元匯率明年預測會在6.7左右。

目前國外投資者對中國經濟增速放緩並不擔心，也不像一年前那麼擔心金融系統性風險。不過，市場仍關注現行改革的方向和速度，以及去槓桿進程中可能出現超預期的變化。

明年全球投資者面臨的最大不確定性可能來自美國減稅計劃的幅度和對經濟的促進作用。目前我們的基準預測是美國減稅相對較小、對經濟的刺激作用有限，歐元區經濟復甦滯後，歐元還有升值的空間。如果減稅規模超預期使得美國利率攀升、美元大幅走強，將對全球股市、債市和匯率帶來較大的影響，對國內流動性和人民幣匯率也將造成一定壓力。