



柳洪
高級經濟研究員
Tel: 28266209
hliu@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

防風險定位升級怎麼看？

今年的《政府工作報告》進一步凸顯了防風險的重要性。綜觀其堅決打好防範化解重大風險、精準脫貧、污染防治三大攻堅戰的作戰圖和優先序，分別為：推動重大風險防範化解取得明顯進展，加大精準脫貧力度，推進污染防治取得更大成效。推動重大風險防範化解取得明顯進展置於首位，這將有助於確保風險隱患得到有效控制。

一、重點在防控金融風險

2015年內地股市、匯市動盪，反映中國金融體系有一定的脆弱性。此後，中央對防風險的定位逐步升級。2015年10月29日，習近平在中共十八屆五中全會上指出：“我們必須把防風險擺在突出位置。”2016年12月召開的中央經濟工作會議要求，把防控金融風險放到更加重要的位置，下決心處置一批風險點，著力防控資產泡沫。2017年7月，習近平在“7.26”重要講話中提出“三大攻堅戰”概念。2017年10月，中共十九大報告明確指出，從現在到2020年，是全面建成小康社會決勝期。要堅決打好防範化解重大風險、精準脫貧、污染防治的攻堅戰。正式用黨的重大報告形式，將防範化解重大風險列為三大攻堅戰之首。2017年12月召開的中央經濟工作會議進一步明確，打好防範化解重大風險攻堅戰，重點是防控金融風險。

二、關注宏觀政策的外溢效應

過去十年世界經濟低增長、低通脹、低利率和高負債的運行特徵，2017年以來發生了重大轉變：主要經濟體經濟復蘇，同步處於上升週期，國際貨幣基金組織（IMF）最新預測，2018年全球經濟增長3.9%，為2011年以來最快增長；通脹、利率回升，美國10年期債息升至3%左右水平，已成為今年1月底以來美股大幅調整並引發全球股市調整的重要緣由；高負債在經濟波動期本身就是一

個潛在的風險。隨著美國減稅措施落實、主要經濟體貨幣政策調整及其外溢效應帶來變數、保護主義加劇致貿易爭端升溫、地緣政治風險上升等因素的影響顯現，全球金融風險日益增加。

一是美國“寬財政+緊貨幣+去監管”新政策組合將產生外溢效應。特朗普政府的減稅措施準備就緒，大幅降低企業所得稅，並採用屬地制徵稅體系並對企業海外累積利潤進行一次性徵稅，有助於推動“再工業化”進程，稅改對經濟的提振作用較預期要大。美聯儲對通脹加速和經濟前景的信心增強。市場預期美聯儲今年加息三到四次。相關舉措對內地資金外流、生產要素流動的影響不容低估。

二是歐、英、加拿大等全球主要經濟體加快寬鬆政策退出步伐，其政策風險的外溢性增強。英國、加拿大已步入加息通道。歐央行今年將結束買債計劃，預計明年初加息。全球寬鬆貨幣環境面臨終結，將推升市場整體資金成本，會對資產泡沫構成直接打擊。大國政策調整風險及債市、股市、大宗商品市場變化，對中國金融市場的溢出影響需高度關注和警惕。

三、防範化解金融風險需要下好先手棋

新時代中國經濟金融發展的機遇與挑戰並存。挑戰突出表現在經濟金融發展中的結構性問題和深層次矛盾凸顯，各類金融風險正在逐步顯露。

首先是高槓桿、高債務風險。從宏觀槓桿率看，衡量指標有兩個：一個是總債務與GDP的比例，另一個是M2與GDP的比例。按總債務與GDP的比例看，2015年底、2016年底、2017年第三季度末分別為249%、247%和239%。按M2與GDP的比例看，2015年底、2016年底、2017年底分別為202%、208.3%和202.7%。雖然數據顯示宏觀槓桿率呈穩中有降趨勢，但仍居高位。高槓桿必然帶來高風險。在高槓桿背景下，樓市、股市、匯市、債市、銀行信貸風險等都會上升，處理不好，小事會變成大事。

其次是影子銀行風險。過去幾年影子銀行野蠻生長。評級機構穆迪提供的數據，2016年中國影子銀行規模高達64.5萬億元人民幣。據國際清算銀行(BIS)按狹義衡量標準測算，2016年末中國影子信貸規模佔GDP的32%，也有約23.8萬億元人民幣。尤其值得關注的是交叉金融產品數量多，產品結構設計複雜，信息披露不充分，沒有像商業銀行一樣受到資本充足率的限制和存款準備金制度的約束，且不受存款保險制度的保護，存在巨大風險。

其它金融風險點還有：一是地方政府債務仍在上升，截至2017年12月末，全國地方政府債務餘額16.47萬億元，隱性債務風險的問題較大。二是房地產市場仍存在泡沫化傾向。最近的春節返鄉置業潮預示，二三四線城市房價仍有上漲預期，資金仍在通過各種渠道流向房地產市場。三是資產關聯度高，美股後市仍有機會大幅調整，需防範A股跟跌幅度過大，引發股票質押業務壞賬增加、資產跨市場跨區域下跌等風險。四是人民幣匯率背離合理均衡水平的“超調”與跨境資金大出大進風險。

總體看，當前中國經濟金融風險可控。但下好防範化解金融風險先手棋，提升防風險的定位，“圖之於未萌，慮之於未有”仍有必要。在經濟轉軌期，這既有利於防範“灰犀牛”，也有助於防止“明斯基時刻”出現。

四、《政府工作報告》提出防風險思路和具體措施

今年《政府工作報告》提出，要圍繞完成年度攻堅任務，明確各方責任，強化政策保障，把各項工作做實做好。有關防範化解金融風險具體措施為：要標本兼治，有效消除風險隱患。嚴厲打擊非法集資、金融詐騙等違法活動。加快市場化法治化債轉股和企業兼併重組。加強金融機構風險內控。強化金融監管統籌協調，健全對影子銀行、互聯網金融、金融控股公司等監管，進一步完善金融監管。防範化解地方政府債務風險。加強地方政府債務管理，嚴禁各類違法違規舉債、擔保等行為。省級政府對本轄區債務負總責，省級以下地方政府各負其責。健全規範的地方政府舉債融資機制。積極穩妥處置存量債務，實施地方政府存量債務置換。今年安排地方專項債券1.35萬億元，比去年增加5500億元，優先支持在建項目平穩建設，合理擴大專項債券使用範圍。另外，有關部門正在實施或準備實施的政策措施，包括：嚴控資金流入房地產市場、普遍上浮房貸利率、研究推出房地產稅等等。

總體看，這些政策措施都有很強的針對性，很“貼地”。久久為功，不僅能守住不發生系統性金融風險的底線，而且一定能完成中央用三年左右時間有效控制宏觀槓桿率，重點解決影子銀行和地方政府隱性債務兩大領域風險的重大部署。

近期報告

- | | | | |
|-----|-------------------------|---------|-------|
| 1. | 從下財年賣地計劃看土地收入 | 蔡永雄 | 03.05 |
| 2. | 2017年香港經濟增長創2011年以來最快增速 | 蔡永雄 | 02.28 |
| 3. | “兩會”召開在即,政策熱點值得期待 | 蘇杰 | 02.28 |
| 4. | 稅改引發美國企業海外資金回流的趨勢分析 | 蔡永雄 | 02.23 |
| 5. | 港股後市調整風險仍存 | 蘇杰 | 02.12 |
| 6. | 美元疲弱 = 外國投資者拋售美元資產? | 戴道華 | 02.07 |
| 7. | 政府重建置業階梯值得支持 | 蔡永雄 | 02.07 |
| 8. | 美股引爆全球股市震盪 市場調整壓力或增大 | 蘇傑 | 02.06 |
| 9. | 債市迎來真正加息 資產價格受考驗 | 卓亮 | 02.05 |
| 10. | 香港樓價持續高企的影響分析 | 蔡永雄 | 01.29 |
| 11. | 美元喘定還需孳息曲線配合 | 卓亮 | 01.29 |
| 12. | 從TIC數據看中國持有美國國債的規模與結構 | 戴道華 | 01.25 |
| 13. | 2017年內地經濟增長動力回穩 | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.18 |
| 14. | 創科企業融資如火如荼,上市地爭奪烽煙再起 | 蘇杰 | 01.17 |
| 15. | 港美同業拆息的互動及其對香港銀行加息決定的影響 | 戴道華 | 01.16 |
| 16. | 東盟企業來港上市愈趨活躍 | 黃思華 | 01.15 |
| 17. | 區塊鏈技術及其金融場景應用探析 | 劉雅瑩 | 01.10 |
| 18. | 擁抱新經濟,港上市規則最大改革啟動 | 蘇傑 | 12.20 |
| 19. | 市場利率上升如何傳遞到最優惠貸款利率? | 戴道華 | 12.18 |
| 20. | 香港按揭貸款利率如何定價? | 戴道華 | 12.08 |