

優化存款利率自律機制 是內地利率市場化改革必經階段

龐溟 經濟學博士、華興證券(香港)首席經濟學家兼首席策略分析師

6月25日，中國人民銀行貨幣政策委員會召開季度例會。在會議通稿中明確指出，要健全市場化利率形成和傳導機制，完善央行政策利率體系，優化存款利率監管，調整存款利率自律上限確定方式，繼續釋放貸款市場報價利率改革潛力，推動實際貸款利率進一步降低。

自2019年8月人民銀行改革完善貸款市場報價利率(LPR)形成機制以來，伴隨着利率市場化改革的漸進式推進，LPR由報價行在中期借貸便利(MLF)利率上，參考各行自身資金成本、市場供求、風險溢價等因素加點報出，錨定LPR的貸款利率市場化水平明顯提高，人民銀行通過利率市場化改革降低貸款實際利率的方法取得良好效果。改革以來，LPR報價逐步下行，已成為銀行貸款利率定價的主要參考，並已內化到銀行內部資金轉移定價中，打開了銀行資產端信貸定價空間，增強了銀行市場化定價能力及風險識別能力，打破了原有的貸款利率隱性下限，有效疏通了貨幣政策傳導渠道。

效疏通了貨幣政策傳導渠道。

LPR助存息市場化改革

另一方面，LPR的改革完善也有效地推動了存款利率市場化改革進程。自2015年10月以來，雖然存款基準利率未作調整，但存款利率的上下限均已放開，銀行實際執行的存款利率可自主浮動定價。貨幣政策向存款利率的傳導效率已有所提高，通過LPR改革促進存款利率市場化改革的任務也已取得重要進展。

在新冠疫情影響下，有關部門多次強調要創新直達實體經濟的貨幣政策工具，務必推動企業便利獲得貸款，推動利率持續下行。2020年上半年，人民銀行通過降低MLF和LPR等方式降低企業貸款利率；2020年下半年，MLF和LPR保持不變，但人民銀行通過窗口指導、創新政策工具等方式進一步降低企業貸款利率約3個基點，大力壓降結構性存款規模和整頓互聯網存款，並繼續通過借貸便利類工具、定向降準、抵押補充貸款、定向再貸款、再貼現等結構性貨幣政策工具向特定金融機構、行業或領域精準投放流動性，促進金融資源更多流向經濟和社會發展的重點領域和薄弱環節。不過在2021年一季度，企業貸款加權平均利率甚至小幅反彈了2個基點至4.63%，說明在存款利率的剛性約束和相關傳導機制不暢順下，壓降融資成本的難度依然較大。

利率自律上限改為在存款基準利率基礎上加上一定基點確定，逐步向貸款定價方式靠攏，按照銀行類別實行差異化管理，其中四大國有銀行活期存款、定期存款、大額存單基準上限分別為10個、50個和60個基點，國有四大行之外的銀行基準上限分別為20個、75個和80個基點。可以說，人民銀行將在保留存款基準利率壓石作用的基礎上，加強利率自律機制管理，以加點形式確定上限來溫和地促進存款利率跟隨貸款利率小步跟進，避免長端利率調整幅度過大，並破除銀行的存款利率剛性和存款成本剛性，從源頭上減輕銀行高息攬儲的動機和負債剛性的壓力。我們認為，存款利率上限在存款利率定價機制改革後將會「有升有降」，預計四大國有銀行大部分期限的存款利率上限將普遍降低；其他銀行1年期及以下存款及大額存單利率上限可能會抬升，但中長期存款利率上限有望降低，且期限越長降幅可能越明顯。

按銀行實力差異化管理

特別地，由於2021年部分按揭貸款開始重新定價拉低了利率水平，疊加房地產貸款集中度要求、經營貸流向調查等監管動態下信貸結構持續調整增加了銀行資產端壓力，一季度商業銀行淨息差繼續降至2.07%，中小銀行淨息差壓力尤其大，城商行和農商行淨息差已達歷史低位，阻礙了貸款利率進一步下行。正因如此，有關方面近期開始進一步推動存款利率定價改革，優化市場利率定價自律機制，將存款

四大行存息降幅料較大

我們估計，存款利率總體上將不同幅度地下降，特別是四大國有銀行存款利率上限降幅將比其他銀行更大，既有利於銀行去槓桿和調節利率期限結構平衡，又有利於銀行提升自我定價權和繼續向實體經濟讓利。從1996年6月放開銀行間同業拆借利率開始，到2015年放開存款利率浮動上限，中國利率市場化改革歷時近20年才初步完成。但存款基準利率的保留，導致存款基準利率和市場利率並存的「利率雙軌」局面依然存在。我們認為，存款利率自律機制的優化和存款利率的市場化，是利率並軌進程和利率市場化改革的必經階段。有關方面將推出更多的改革舉措，繼續促進和強化政策利率、市場利率與存款利率之間的傳導和聯動，進一步優化貨幣政策傳導機制和深化利率市場化改革，並引導實際貸款利率、資產端利率和實體經濟融資成本進一步降低。

議息記錄偏鴿 美匯債息走低

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

美聯儲在6月份議息會議上釋放鷹派信號，但隨後數據並未強勁到需要美聯儲立刻行動，決策者也未達成一致。周三公布的議息記錄，整體來說偏鴿。美聯儲官員普遍認為，展開縮減每月買債規模的門檻尚未達到，但同時預計，在美國經濟持續改善的情況下，逐步減少買債的討論將取得進展。現在就等待月底美聯儲的議息會議，看是否還會有和縮減寬鬆政策有關的言論。

值得留意，歐央行同意修訂通脹指標，由接近2%調整為2%，並且容許通脹率在必要時高於目標。歐央行或依據此繼續延長實施超寬鬆政策。歐元從6月份開始加速下行，已經跌穿主要均線，隔夜失守1.18關口，連跌三日，或在下探1.17。

此消彼長之下，美匯指數雖在之前回吐漲幅，本周又開始轉升，連漲第二日至92.644，有望進一步走高。事實上，美元在今年表現反覆。5月下旬測試90水平支持，直到6月下旬開始作出反彈，重返92水平。債息方面，10年期美國國債收益率延續跌勢，周三曾經一度失守1.3%關口，創4個月低位。

如此一來，消除了短期即時的擔憂，恐慌指數VIX衝高回落，下跌1.46%，亦屬合理。標普和納指再度創新高，道指亦上漲0.3%。

亦屬合理。標普和納指再度創新高，道指亦上漲0.3%。

金價料1900見阻力

金價亦連漲第6日，終於重返每盎司1,800美元關口，隔夜高見1,810.2美元，最終收漲至1,803.1美元。只是要注意的是，美元延續升勢，對於金價產生壓力，或限制其漲幅，1,900美元水平阻力大。其他貴金屬方面，白銀現在保持在26美元窄幅震盪。七月開始動能增強，一度升穿百日線，但很快又回落，好在200日線附近有承接。白銀向下有支持，但向上又缺乏足夠動能突破，只能耐心等待。

鉑金延續跌勢，已經連跌兩日至1,081.9美元，並沒有改變近期在1,100



● 市場對美聯儲提早縮減寬鬆擔憂漸減，恐慌指數VIX衝高回落，利好風險胃納，美股再見走好。

美元以下的震盪局勢，反彈動能有限，尚未回到之前1,100至1,300美元的運行區間。

鉑金動能強於鉑金。在200日線找到支持後，現在已經升穿100和50日線，隔夜高見2,874美元，周三收漲1.87%

至2,848.3美元。後市有望延續升勢，甚至挑戰3,000關口。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

降準不代表貨幣政策轉向

趙耀庭 景順亞太區(日本除外)全球市場策略師

中國國務院日前表示將適時降準，此舉對市場是一個正面信號，表明中國當局對經濟形勢變化保持靈活和敏銳。同時，儘管我們可能會在新冠疫情上看到一些阻礙，但筆者仍然對美國經濟的復甦保持正面。

降準有助提振經濟

中國國務院表示將適時會降低存款準備金率(RRR)，以幫助中國的中小企業更好地應對不斷上漲的商品價格和其他投入成本。這是一個正面的信號，表明中國的貨幣政策可能在短期內變得更加寬鬆，這可能會使市場流動性增加。同時，越來越明顯的是，中國強勁的經濟反彈可能正在放緩，需要降低存款準備金率以提振企業活動。第二季度國內生產總值(GDP)增長可能會低於市場預期的按年同比8.0%或按季同比1.2%。增長放緩可能源於全球消費者從購買商品轉向服務消費而影響六月份的工業生產數字，以及隨着中國繼續在國內應對一些疫情發展而影響國內零售銷售數字。

筆者不認為這次定向降準標誌着人行貨幣政策的任何重大轉變。即使經濟最近可能放緩，它仍在以健康的速度增長。還有一些長期挑戰，例如已經很高的債務與GDP比率和投機性房地產市場轉趨活躍，這將迫使當局保持謹慎。總體而言，筆者認為降準對市場是一個正面信號，表明中國當局對經濟形勢變化保持靈活和敏銳。

最新的美國就業報告和服務業採購經理人指數表明經濟持續健康復甦，但反彈力度似乎不及一些投資者的預期。在低於市場預期的服務業信心指數公布後，美國十年期國債收益率跌至近幾個月的高低點至1.3%。數字表明，理想的疫苗接種計劃推動了美國的經濟反彈，這可能會在一定程度上降低高度傳染性的Delta變種病毒株的風險，並使美國經濟可能不得不經歷進一步封鎖的機會減少。最新的就業報告和美聯儲公開市場委員會的會議記錄表明美國經濟正在復甦，美聯儲官員繼續保持寬鬆立場。利率市場對本周的經濟事件作出反應，令利率定價為更平坦的水平，使政策利率曲線走低。

股票市場環境仍樂觀

筆者仍然相信美聯儲將保持寬鬆，並且任何重大政策舉措都將在它們實際發生一段時間之前就與市場進行良好溝通——對我來說，很明顯市場迫切希望美聯儲儘快宣布其縮減買債的時間表，以掃除一個關鍵的不明朗因素。筆者認為美國市場將在很大程度上逐漸消化縮減買債的消息。儘管我們可能會在新冠疫情上看到一些阻礙，但筆者仍然對美國經濟的復甦保持正面。美股繼續創新高，在筆者看來價值已被完全反映。筆者更看好英國、歐盟和新興市場股票——儘管Delta變種病毒株仍然是這些經濟體的主要風險，但即使感染人數增加，各個經濟體的住院率和死亡率似乎也保持穩定。市場還展示了它有能力克服重燃的新冠疫情，並回到強勁的經濟增長基本面上。

消費券是「甘露」 通關才能帶來「活水」

史立德 香港中華廠商聯合會會長



● 電子消費券料實現更大的經濟效益。

港府推出的5,000元電子消費券計劃於上周日正式接受登記，截至星期三，已經有逾396萬市民登記，反應一如所料般熱烈，反映市民期待政府儘快將消費券存入戶口，之後購物、飲食甚至

Staycation，盡情享受一番。商界當然歡迎政府發放電子消費券，不過更期待香港與內地及澳門通關，重啟人流。

現時不少商戶已經摩拳擦掌，推出不少針對性優惠吸引顧客，希望可以在總值360億元的電子消費券中分一杯羹，而昨日亦有餐飲界表示業界可以吸納約200億元電子消費券消費。不論如何，對很多企業來說，電子消費券是「久旱逢甘露」，而參考其他地區的經驗，消費券有助產生槓桿效應，實現更大的經濟效益。現時香港已經連續31天本地零確

診，已經基本「清零」，而政府與市民亦沒有鬆懈，早前即使出現個別個案，並未爆發第五波疫情，歷時接近一年半的疫情有望結束。消費券固然可以提振經濟，不過始終是「塘水滾塘魚」，而香港作為外向型細小經濟體，增加人流及吸引外來的「活水」，就更為重要。

冀第三季有好消息

據報早前行政長官訪京期間，曾向中央政府爭取儘快落實深港兩地有限度隔離通關。儘管未開樓梯費，不過商界已經非常期待。畢竟不少港商因為疫情影響，已經有超過一年半未能返回內地管理廠房，對生意及業務運作產生一定程度影響。另一方面，不少家庭因兩地

分隔而出現問題，亟需儘快處理。

客觀情況證明香港現時的疫情已經受到控制，商界希望儘快通關，建立「商務氣泡」。事實上，為了令各界安心，通關初期可以以先以商業及家庭團聚為主，例如商界以點到點方式返回內地，實行另類的「密封式管理」；而家庭團聚則要作出申請，申請者亦要先接受疫苗注射。當疫情進一步穩定，措施可以再次放寬到其他層面，例如旅遊及其他活動。

香港是商業城市，商界超過一年半未能前往內地通商，影響可想而知。當電子消費券到位、社交距離措施進一步放寬，以及與內地和澳門正式通關，相信香港經濟增長可以再次蓬勃，期望這三大元素在第三季相繼出現。

碳中和支持新能源汽車股估值前置

羅珏瑜 華訪諮詢評估執行董事

2020年9月中國在聯合國大會上承諾二氧化碳排放力爭於2030年前達到峰值，努力爭取2060年前實現碳中和。在今年全國兩會上，碳达峰、碳中和也被首次寫入政府工作報告。何謂碳达峰、碳中和？

由於國內生產總值(GDP)增長需要消耗能源同時排放溫室氣體，通過有效地提高能源使用效率和擴大綠色能源使用比例，使單位GDP溫室氣體排放量不斷下降，當單位排放量下降幅度大於GDP增長幅度時，即使GDP增長碳排放總量也不再增長，這個拐點就是碳达峰。中國承諾到2030年前二氧化碳的排放總量不再增長，達到峰值之後逐步降低。

碳中和是指國家、企業、產品、活動或個人在一定時間內直接或間接產生的溫室氣體排放總量，通過使用低碳能源取代之化石燃料、植樹造林、節能減排等形式，以

抵消自身產生的溫室氣體排放量，實現正負抵消，達到相對「零排放」。而傳統汽車作為碳排放的其中一個主要來源，新能源汽車成為業界新寵。

「好公司」難有「好價格」

以前常說投資要找「好公司+好價格」，如今「好公司」往往在沒有產生足夠收入或者利潤前，其估值已經高企(前置)，越來越難以「好價格」買入一家「好公司」。比如特斯拉的淨態市盈率已達1,000多倍，動態市盈率也670多倍，國產電動汽車生產商，蔚來、理想及小鹏尚未產生盈利，估值不可謂不高。那麼是什麼原因導致估值前置呢？

新經濟企增長非線性

新經濟產業增長的邏輯從線性增長，變

成了非線性增長。以前大部分公司都是線性增長，但新經濟打破了這種增長模式。公司可能在臨界點前一直在虧損，一旦突破就是利潤的指數型增長。而出現指數型增長的原因在於收入與成本的非線性配比。傳統企業的收入與成本息息相關，多銷售一件貨品其相應的成本基本保持不變，使得公司擁有一個穩定的毛利率。

但是對於互聯網或新興產業的公司來說，其邊際成本幾乎為零，比如拍攝好網劇的播放平台，多一位付費觀眾幾乎不會增加成本；醫藥行業投入巨大的研發費用，藥物研發成功後，多生產一片藥品，成本幾乎可以忽略不計。這種企業收入及盈利方式結構的變化，給資本市場的估值帶來了革命性的影響，二級市場的投資者不能像以前投資傳統企業等到出現穩定盈利後才開始介入，而需要像一級市場的專



● 在各國力爭實現碳中和下，新能源汽車成為投資界新寵，特斯拉等前景好的車企往往在沒有產生足夠收入或利潤前，其估值已經高企(前置)。

資料圖片

業投資者一樣提前研判產業和公司的發展走向，早期企業的估值難度增加給個人投資者帶來了巨大的挑戰。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。