3月5日，全國「兩會」政府工作報告指出，今年要「優化存款利率監管，推動實際貸款利率進一步降低，繼續引導金融系統向實體經濟讓利」。在當前市場各方對於貨幣政策何時轉向、流動性是否趨緊等分歧嚴重的敏感時刻，「推動實際貸款利率進一步降低」明確寫入政府工作報告，引發了市場的廣泛關注，同時也產生了不同的解讀。

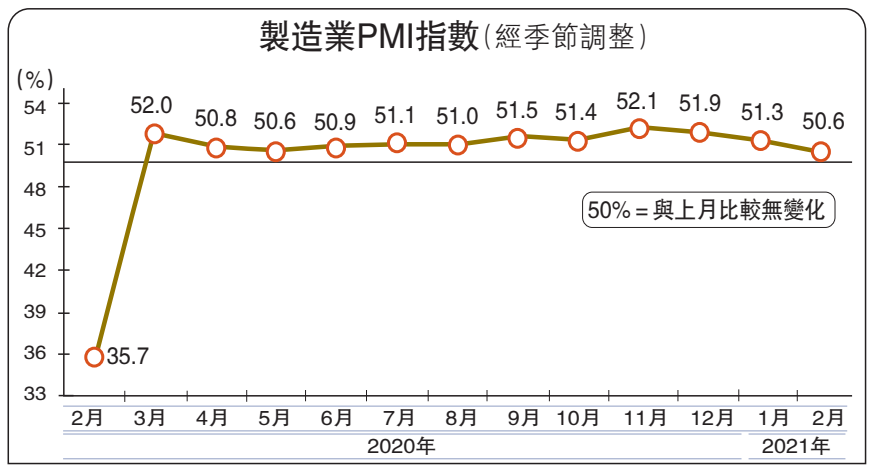
內地降貸息的空間

▲當前國內外經濟已駛入復甦軌道，因此實際貸款利率降低的空間將會有限。

評經議濟

連 平
植信投資研究院院長
首席經濟學家

要準確理解「推動實際貸款利率進一步降低」，需從貨幣政策整體環境、貸款利率定價機制、銀行負債端成本等角度綜合辨析，從而進一步增強對貨幣政策回歸中性、政策「不急轉彎」的認識。



前提是貨幣政策不急轉彎

就中國的實踐來看，貨幣政策收緊在宏觀調控層面可表現為存款準備金率上調、存貸款基準利率提高等調控措施出台。上調準備金率將緊縮銀行的可貸資金，約束銀行的信貸擴張能力，尤其是對中小銀行影響較為明顯。而中小銀行恰恰是服務地方民企、小微的重要生力軍，如果這些銀行信貸規模收縮，相關企業的實際貸款利率不但不會降低，反而會水漲船高。從現實金融條件來看，現在並非存款準備金率上提的有利時機。原因在於，近年來隨着中國居民財富投資渠道日益多元化，大量資金不斷流入資本市場或其他金融資產領域，即所謂的「居民存款搬家」現象，銀行體系內的資金規模存量也由此發生了比較明顯的變化。2020年疫情期間，因居民消費和企業生產活動受到抑制，存款增速又有一定程度的被動回升，高點為2020年11月的10.7%，到2021年1月已回落至10.4%。隨着疫情得到有效控制，居民消費和生產回歸正常，未來較長時間內，存款增速下降趨勢仍有可能延續。在這種環境下，收緊貨幣政策需要認真考量。

在金融市場層面，貨幣政策收緊表現為市場流動性緊張，如以DR007為代表的貨幣市場利率快速上揚。在「利率雙軌制」時代，貨幣市場和信貸市場「各自為政」，貨幣市場利率和流動性變化難以影響信貸市場利率和資金供給。隨着近年來利率市場化改革加速推進，以及貨幣當局着力疏通貨幣政策傳導機制，貨幣市場流動性緊張如持續時間較長，一定程度上也會影響到銀行的貸款利率和信貸投放規模。

收緊貨幣政策與當前經濟運行態勢對政策的要求並非是同方向的。國家統計局最新公布的2月份PMI數據顯示，製造業PMI指數已連續三月回落，特別是中、小型企業PMI均低於榮枯線，分別為49.6和48.3，表明其經營情況仍較為困難；反映服務業和建築業景氣的非製造業PMI指數也同樣連續三個月回落，顯示相關行業復甦的基礎還較為脆弱。在實體經濟尚未完全恢復，仍需要合理充裕信貸持續支持的情況下，收緊貨幣政策的時機尚不成熟。

LPR大概率維持目前水平

2019年8月，央行啟動完善貸款市場報價利率（LPR）形成機制改革。商業銀行開始調整貸款定價方式，與實行多年的貸款基準利率正式脫鉤，改為在LPR基礎上加減點的方式確定貸款利率，貸款利率的隱性下限就此打破。

2019年8月至2020年4月，隨着LPR持續下行，銀行貸款整體利率水平也逐步走低，企業融資成本負擔明顯改善。

LPR下行有助於帶動銀行貸款利率下降，但這並不意味銀行實際貸款利率下降必須以LPR下行為前提。自2020年5月以來，LPR已連續十個月保持不變，即1年期LPR為3.85%，5年期以上LPR為4.65%。儘管如此，銀行實際貸款利率仍表現出一定的下降趨勢。從2020年12月一般貸款的構成來看，利率高於LPR（加點）的貸款合計佔比為66.04%，利率等於LPR的貸款佔7.02%，利率低於LPR（減點）的貸款佔比為26.93%。從月度變化來看，2020年5月以來，不僅貸款利率減點的佔比在波動上升，貸款利率加點各區間佔比也都在逐月下行。

因此，並不能由「推動實際貸款利率進一步降低」就推論出LPR下一階段必然下行。但LPR年內上行的可能性更低，因為那樣無疑是發出反向的政策信號，帶來貸款利率整體走高的壓力，推動實際貸款利率遠離「進一步降低」的目標。下一階段LPR很可能繼續維持在目前的水平，除非下半年宏觀經濟環境出現轉折性變化。

優化存款利率管理 穩銀行負債

從近期市場觀點來看，「推動實際貸款利率進一步下行」至少有三種解釋。一是貸款利率下降為結構性下降，主要是小微企業貸款利率下降，再貸款支持普惠金融等結構性貨幣政策工具將助力利率下行。二是名義利率保持不變，但通脹上行，導致實際貸款利率降低。三是存款競爭秩序進一步規範後，商業銀行的負債成本有可能下降，進而為銀行資產端的貸款利率下行創造空間。

第一種解釋將貸款利率下降的範圍局限於小微企業，理解似乎偏窄。加快普惠金融發展、降低小微企業融資成本的確是近年來政府和監管持續推動的一項重點工作，但在國內外需求尚未全面回暖的背景下，其他實體企業，包括中等規模、甚至一些較大規模的民營製造企業和服務企業，同樣需要銀行等金融機構在融資方面「幫一把」，以恢復元氣、增強活力。

第二種解釋將實際貸款利率下降主要歸功於通脹上行。即假定名義貸款利率不變，通脹率上行，實際貸款利率有可能往下走。前期的預測表明，CPI和PPI年內均有可能走出一、二季度回升，三、四季度同比增速靠穩或有所回調的態勢。其中，CPI回升相對溫和，全年有望維持在1.0%至1.5%的較低水平；PPI則在原油、金屬等大宗商品推動下走勢相對較強。而問題在於，實際貸款利率如果只是以這種被動方式下降，顯然與「推動」兩字所蘊含的積極和主動之意不相符合。

第三種解釋可能比較接近政策的實際意圖。結合上下文來看，「推動實際貸款利率進一步降低」的前一句是「優化存款利率監管」，兩者之間存在一定的邏輯關聯。2020年四季度央行貨幣政策執行報告指出，「維護存款市場競爭秩序，有利於保持維護存款市場競爭秩序，有利於保持金融機構負債成本合理穩定，促進降低社會融資成本」，清晰地闡述存款利率管理、穩定銀行負債成本、降低社會融資成本三者之間的傳導機制。

2019年以來，央行有序整改了活期存款靠檔計息、定期存款靠檔計息等銀行不規範存款創新產品，將結構性存款保底收益率納入自律管理，並加強對異地存款的管理等，「維護了存款市場有序競爭」。換言之，也就是穩定存款利率。2020年四季度央行貨幣政策執行報告強調，2021年央行將繼續發揮利率自律機制的作用，維護存款市場有序競爭，保持銀行負債端成本穩定，「為推進利率市場化改革和促進企業綜合融資成本穩中有降創造良好環境」。據此，在貨幣政策回歸常態、鬆緊適度的背景下，LPR有望繼續保持穩定，監管將通過優化存款管理、減輕銀行的負債端成本的辦法，推動實際貸款利率進一步降低。

綜上，認為「推動實際貸款利率進一步降低」是可行的。首先是政策明確提出了降低實際貸款利率的要求；其次是LPR加減點機制確保貸款利率有一定騰挪下降的空間；再次是存款利率有序規範確將推動實際貸款利率穩中有降；最後是物價階段性上行客觀上有助於實際利率下行。除此之外，政府工作報告中提出的「加快信用信息共享步伐」「完善貸款風險分擔補償機制」等一些強化金融基礎設施的舉措，也有利於降低銀企之間的信息不對稱，從而間接降低企業融資成本。另一方面應該看到，在當前國內外經濟已駛入復甦軌道，實際貸款利率降低的空間也有限的。尤其是後續美聯儲貨幣政策如果改弦更張，甚至不排除國內流動性趨緊和利率上升。因此，在今後一段時間內，貨幣政策大概率仍將維持中性，「穩」字當頭，不急轉彎，靈活精準，合理適度，確保流動性不缺不溢。

金融體系爲雙循環戰略重器

實話世經

程 實
工銀國際首席經濟學家
、董事總經理

「芳林新葉催陳葉，流水前波讓後波。」2021年《政府工作報告》中指出「穩健的貨幣政策要靈活精準、合理適度。把服務實體經濟放到更加突出的位置，處理好恢復經濟與防範風險的關係。」強化了貨幣政策直達實體經濟、金融資源支持實體經濟的大方向。「雙循環」新發展格局下，「十四五」時期中國經濟迎來升維發展機遇，中國金融也由此邁入新階段，助力經濟轉型升級。展望「十四五」，在2035年遠景目標指引下，中國金融將成為雙循環的加速器、穩定器、連通器，並與實體經濟建立長期共榮共生的良性互動，金融監管也將順應數字經濟時代之變加速進化。

助力經濟轉型，賦能「雙循環」的新發展格局。基於歷史經驗和當前國情，金融體系將是「十四五」期間構建中國經濟「雙循環」的戰略重器，並將在以下三個維度發揮積極而深遠的賦能作用。

其一，金融支持是「雙循環」的穩定器。儘管當前中國經濟「內循環」已逐步回暖，但海外疫情仍未消弭，全球經濟「外循環」壓力短期仍存。面對這一挑戰，針對性地加強金融體系支持作用，以「促並軌」、「破剛兑」、「抑套利」、「降成本」等方式引導融資成本的長趨勢下行，增加金融服務的可得性和普惠性，擴大直接融資佔比、拓寬融資渠道等措施將是穩固「內循環」的關鍵。

其二，金融改革是「雙循環」的加速器。一方面居民財富的配置重心逐步從房地產轉向金融資產，為供給側的產業升級打開空間，另一方面居民財產性收入和消費能力同步擴張，為需求側的消費升級注入新動力。

其三，金融開放是「雙循環」的連通器。放眼全球「外循環」，保護主義、大國優先主義和民粹勢力加速漲潮，持續激化地緣政治衝突，全球經濟貿易格局也迎來新一輪重塑。面對百年變局，脫鉤自閉只能陷入存量博弈，加速開放才能在新賽道上化危為機。以金融市場擴大開放為重要紐帶，未來中國有望構築起「內循環」與「外循環」良性互動的新模式。

服務實體經濟，金融機構與企業長期共榮共生。展望「十四五」，筆者認為金融體系能否妥善處置潛在風險、穩中有進服務實體經濟關係着中國經濟高質量發展的未來。首先，強化金融應急功能，實現危機救助與常態扶助相結合。在疫情退潮之後，部分救助措施會常態化，以補上經濟結構性短板，避免次生風險的反覆。其次，着眼實體經濟，切斷金融風險外溢的主通道。從2020年應對全球黑天鵝事件與金融市場共振的經驗看，避免金融風險向實體經濟傳導、觸發高槓桿下的「債務通縮」是重要的政策關切。最後，面向中小微企業，拓寬金融支持實體經濟範圍。近年來，中小微企業在所獲得的金融資源方面有明顯改善，但結構上仍有錯配，且融資利率居高不下，LPR（貸款市場報價利率或基礎借貸利率）下調對於降低企業貸款加權利率傳導的持續性仍有待加強。

監管與創新與時俱進

加強金融監管，適應數字經濟下金融創新規律。未來金融監管與創新的關係，既需要認識經濟規律之不變，也需要把握時代特徵之變。

第一，監管對創新的規範作用不變。隨着現代金融業的跨界發展，許多科技應用顛覆了金融業的運營模式。展望未來，制度化的一致性監管體系將創造穩定的市場環境。

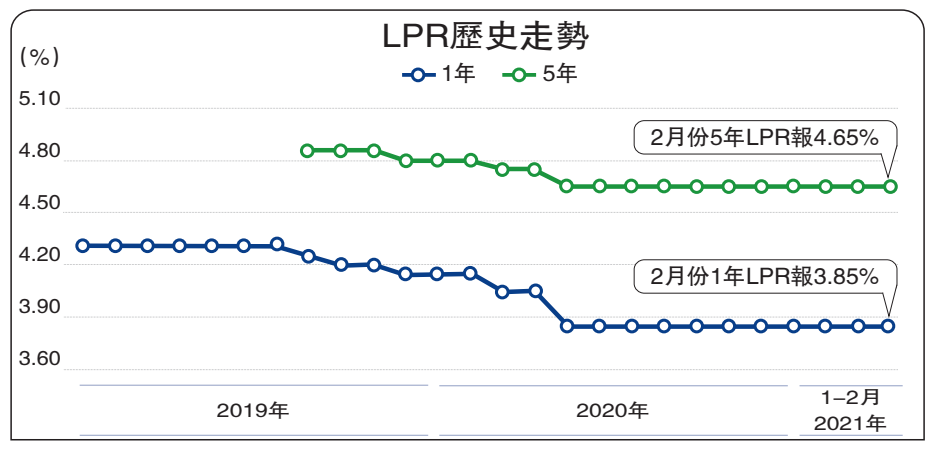
第二，監管鼓勵創新的初衷不變。與時俱進的系統監管框架將為金融創新提供公平競爭的土壤，引導行業以自律謀自由，釋放升維創新的增量空間。

第三，監管保護大眾的取向不變。金融監管將繼續以維護大眾個體微觀利益為出發點，同步推進事前監管「防火牆」和事後懲治「糾錯器」建設。

第四，數據安全納入監管範圍。在數據隱私疏於保護的環境中難以衍生出可持續的金融創新，未來監管將進一步嚴控金融創新中的信息安全管理，加快完善數據信息使用與數據安全立法。

第五，監管科技填補空缺。部分金融科技企業正利用其數字化優勢開展「類銀行」業務，但自身游離於傳統監管體系之外。作為科技與監管全方位融合的產物，以央行數字貨幣為代表的監管科技，將填補傳統監管真空。

第六，監管聚焦反壟斷。作為數字經濟時代的主要產物，平台往往利用其用戶優勢及數據黑箱對金融創新產生反抑作用。未來對大型金融科技平台的監管框架將進一步完善，並加強反壟斷監管與國際監管協調，實現金融資源有效分配。



安老按揭金額與年期取捨

談樓說按

王美鳳
中原按揭經紀
董事總經理

面對人口老化問題，政府於2011年開始推行安老按揭，以望長者能以磚頭換取現金流，一方面可讓長者自力供養退休生活，另一方面政府可減輕未來支援長者的財政負擔。安老按揭屬於逆按揭產品，是一種逆轉的按揭安排，以物業作為貸款抵押品，業主無需向銀行供款，而是反轉過來由銀行每月向業主提供年金，業主可選擇於固定年期如十年、十五年、二十年又或終身獲取年金。

安老按揭最大的好處是業主可繼續於單位內安居生活，每月穩定獲得年金作為生活費補貼或提升生活水平，直至業主百年歸老後，業主後人亦可選擇清還貸款以贖回物業，又或由銀行出售物業以償還安老按揭貸款、利息及涉及之費用，若剩餘款項將歸還業主後人。安老按揭是包含保險的產品，倘若賣出單位之款項不足以支付貸款所有費用，差額將由保險公司承擔，無需由業主或其後人負責。

目前持有香港住宅物業並達55歲或以上人士可申請安老按揭（若屬未補地價資助性房屋需達60歲或以上），樓齡以不超於五十年為基準。現時安老按揭的用家平均年齡約68歲，超過六成安老按揭以單人提交申請。根據統計資料，選擇終生領取年金的申請人佔最多，佔比達48.6%。

原因很易理解，首先，壽命長短無法預計，選擇終生領取年金之保障最大，亦無需擔心尚還貸款的問題，但可獲得之年金款項相對較少；其次，最多申請人選擇的是十年固定期，原因是可獲取之每月年金最多。以一位70歲長者持有物業現值1000萬元計算，若選擇終生獲取年金，每月獲得之金額為2.48萬元，若改為選擇十年固定期，每月年金則達4.08萬元。原則上若申請人年齡越高，年金年期越短；物業估值越高（計算年金之物業價值上限為1500萬元），可獲取之每月年金便越多。