

全球的長期超低利率和負利率格局惡化了中國的國際金融環境。目前中國還是唯一的保持正常貨幣環境的國家，利率仍保持正的水平，就使得中外息差成為套利對象。面對全球超低利率（負利率）趨勢，中國在向「雙循環」新格局轉型的過程中，貨幣政策應該更為關注中國經濟的內部均衡，不應簡單與發達國家競爭或追隨其政策，更不宜為維持外部均衡而犧牲內部均衡。

全球超低利率新常態(下)



▲分析認為，面對全球超低利率趨勢，中國必須高度警惕，全面布局。 中新社

激濁揚清



國家金融與發展實驗室
理事長

前 文 接 5 日
A13版
長期超低利率對經濟社會的影響比較複雜，可以從經濟主體、市場和宏觀調控當局等層面加以分析。

企業

企業是超低利率的受益者，因為其貸款可得性和融資成本都將得到改善，企業獲得循環貸款、貸款展期的機會也會增加。但在支持實體企業的政策導向下，商業銀行很可能錯配資金，為高風險、盈利能力很差的「殭屍企業」提供「常青貸款」。日本和歐洲地區的十四個發達經濟體在推行負利率政策之後都出現了「殭屍企業」數量增加的現象，中國原已存在大量虧損企業和「殭屍企業」，也都在低利率的政策環境中得以存活。

居民

在收入不增加的條件下，超低利率會使居民減少消費，同時減少投資性儲蓄，但可能增加預防性儲蓄；在投資一端，居民更傾向於尋求高收益、高風險投資，如私募基金等，同時也傾向於追求更為個性化的金融資產。值得憂慮的是，在正常情況下，居民收入的相對下降本應導致儲蓄率下降，而目前的情況是，居民儲蓄率不降反升，這樣一種格局，將導致貨幣當局的救助政策效力遞減（居民獲得補助後「不花錢」）。這是反危機政策最不樂見的結果。

商業銀行

超低利率對商業銀行的淨利差有再分配效應，以利息收入為主要盈利來源的商業銀行受負面影響較大；而主要依靠提供服務等非利息收入的銀行則受損較小，相反因其提供服務的資金成本下降，反而可能獲利。筆者的初步研究顯示，在歐美日等發達經濟體，商業銀行受超低利率（負利率）的影響較小，主要原因就在於，這些國家的商業銀行早就完成了銀行從「產品推銷者」向「服務提供商」的轉變，而且大多採取混業經營模式，它們的盈利主要來自服務收費和市場交易，息差收入佔比較低。非銀行金融機構。非銀行金融機構是超低利率（負利率）的受益者，因為它們原本就較少依賴息差收入，主要依靠向非金融部門提供各類服務和參加證券市場各類交易賺取收入。

本世紀以來，歐美日等國的非銀行金融機構均有較大發展，而且，隨着影子銀行的迅速發展，商業銀行與非銀行金融機構的界限進一步模糊了。政府（財政）。短期內，超低利率或將誘發政府債務過度擴張，造成潛在新的財政風險；長期來看，市場投資將共同推高主權債務的風險溢價，反而約束了政府債務的過度擴張。值得注意的是，超低利率長期持續，可能從根本上改變政府債務擴張的邏輯。

理論上，如果可以不斷借新還

舊，本金並不構成政府債務政策的限制，而是利息償還將成為債務的限制。只要國債付息佔GDP比重和佔政府支出比重不呈上升之勢，則政府的債務融資幾乎可以無限制地持續下去。這種情況事實上已經發生了。

資料顯示，美國政府現在每年支付的國債利息接近6000億美元，但自1990年代以來，全球歷史性的低利率，使得國債利息佔GDP的比例大體保持穩定。因此，雖然美國債務佔GDP的比重自1990年以來一直逐步走高，但由於利率持續走低，國債利息佔GDP的比例已經創至少30年來的新低。由此可以看到，超低利率與財政赤字之間已經形成高度內洽的關聯。這種狀況如果持續，財政政策和貨幣政策將高度一體化。

中央銀行

負利率政策弱化了貨幣政策傳導效果，使央行越來越需要把各類資產市場的動態納入視野，其貨幣政策邏輯將經歷根本性變化。同時，負利率的施行也使央行的獨立性受到削弱，央行資產負債表風險暴露增加。從體制上說，中央銀行需要在降低政府債務負擔與未通脹之間，在支持政府債務融資和保持央行獨立性之間，困難地尋求平衡。更重要的是，由於超低利率、政府債務、債務貨幣化等越來越深入地契合在一起，兩大政策體系的協調配合可能進入新的格局。

固收市場

固定收益產品的收益率隨超低利率出現而下降，其投資吸引力下降，這對於此類市場的發展不利。同時，以固定收益產品（如政府債券等）為主要投資對象的非銀行金融機構（如人壽保險公司、養老金、貨幣市場基金等）的盈利也會受到負面影響。他們會逐步減持固定收益產品，尋求其他風險更高的資產增值之道，使得自身行為變得更具冒險性。

資本市場

股票市場因能獲得源源不斷的低成本資金，其價格便有了上漲動力。但是，超低利率也意味着經濟下行趨勢延續，上市公司的盈利狀況趨於惡化，故而股市泡沫可能上升。

金融穩定

超低利率不利於金融穩定，具體表現在：金融中介體系更具冒險性；非金融企業的槓桿率會繼續攀升；長期負利率會使央行貨幣政策環境發生變化，可能在不知不覺中使其政策導向從逆週期的初心轉變為順週期的結果，從而加劇金融不穩定。

對中國的影響及對策建議

大致上，超低利率（負利率）對中國的影響，可以沿着如下三個方向展開分析。

其一，全球的長期超低利率和負利率格局惡化了中國的國際環境，特別是國際金融環境，這將通過多重渠道對中國產生負面影響。其二，目前中國還是唯一的保持正常貨幣環境的國家，利率仍保持正的水平，就使得中外息差成為套利對象。息差導致人民幣匯率堅挺，引致資本內流，其利

在於可以活躍中國資本市場，助力人民幣國際化，其弊在於可能引致國內金融波動，這將考驗我們的管理能力。其三，中國目前固然仍保持着較高的利率水平，但由於經濟增長下行趨勢依舊，加上疫情長期化，未來一個中期內，利率下行的壓力比上行的壓力要大一些。果若如此，主要靠吃息差存活的中國商業銀行就會受到極大的衝擊，中國的金融結構將因此面臨極為巨大的調整壓力。

面對全球超低利率（負利率）趨勢，中國必須高度警惕，全面布局。其中，如下五者最為重要：

一是在向雙循環新格局轉型的過程中，貨幣政策應該更為關注中國經濟的內部均衡，不應簡單與發達國家競爭或追隨其政策，更不宜為維持外部均衡而犧牲內部均衡。同時，在全球經濟仍在下行時期，應着眼中國經濟中長期發展，合理使用降息空間，更多使用結構性政策工具。

二是應當有效監測跨境資本流動，謹慎、有掌控、有次序地向外國資本開放金融市場。宜運用延長中購期限、適當控制中標率等經濟手段，有效調控外資進入中國債務市場的速度、規模、節奏和領域，維護國內金融安全。

三是繼續深化供給側結構性改革，重點關注國內人口增長率、資本／勞動比、全要素生產率等影響利率的核心因素。通過加速創新、延遲退休、鼓勵生育等政策，減緩勞動人口增長率下降的速度；要改善企業之間的資本錯配狀況、加快創新技術的應用等以提高全要素生產率等，從根本上扭轉或緩解自然利率低迷的傾向。

四是加速國內金融改革。一要推動商業銀行改革，重點方向是加速商業銀行向服務業轉型、在盈利模式上減少對息差的過度依賴，同時穩步推動商業銀行向混業經營模式轉型。二要推動養老金機構改革，考慮在個人賬戶中引入可變利率、可變負債、可變年金等。三要大力發展保險業。四要鼓勵各類非銀行金融機構發展，同時，盡快將非銀行金融中介的活動納入金融綜合統計和宏觀調控視野，以更為準確地識別中國的金融周期及其對利率的擾動，提高利率調控效率。

五是深化「三率」（人民幣匯率、利率、國債收益率）市場化改革。

匯率決定的是資源和市場在國內外配置的比較優勢，關乎新發展格局的形成和發展；利率的水平及結構，決定了資金在內地哪些地區、部門、產業中被使用的優先順序，關乎內地金融資源配置效率；國債收益率曲線涉及所有金融產品的定價問題，構成全部金融產品的定價基礎。

二十餘年來，中國在「三率」市場化改革方面已取得較大進展，但關鍵步伐似乎尚待邁出。筆者認為，積極探尋貨幣政策與財政政策協調配合機制，在央行和財政部精誠合作的基礎上推動「三率」改革，或許是今後的改革方向。

美服務業恢復潛力大

遠見卓識



王 涵
興業證券
首席經濟學家

美國一季度實際GDP環比上升6.4%，疫情緩解助推經濟高斜率復甦。美國一季度GDP季調環比折年率升至6.4%，略低於預期值的4.7%，較上季度的4.3%明顯提升。整體來看，美國經濟仍處在疫後反彈期，受益於疫情快速緩解，經濟增速斜率較高。

分項來看，消費是主要拉動，庫存與淨出口是主要拖累。消費、投資、庫存變化和淨出口對美國一季度GDP的環比拉動分別為7.9%、1.8%、-3.1%和-1.1%。疫情回落與新一輪財政支票的刺激下，美國消費增速強勁，帶動企業投資進一步修復。但庫存拉動明顯回落，或因為芯片短缺拖累汽車生產，導致美國企業補庫存能力受限所致。此外，淨出口雖然形成環比拖累，但進口環比增1.4%，出口環比降0.3%，體現為美國一季度經濟復甦需求快於生產。

從恢復缺口的角度來看，服務消費缺口仍然較大，其他分項已超額修復。雖然疫情回落已在快速提振美國服務業，但從缺口的角度來看，相較2019年一季度，2021年一季度美國服務消費仍有5.7%的恢復缺口。而其他經濟分項均已實現超額恢復，其中商品消費與居民地產投資恢復程度最高，已超過正常時期達12.5%、17.3%。因此，往後看美國服務業仍有較大恢復潛力，是未來經濟修復的重點。

貫穿美國經濟快速反彈期的兩大主線：補庫存+地產投資。筆者曾指出，美國企業補庫存周期可能持續至三季度，地產銷售熱度可能會有所降溫，當前情況與我們此前的判斷一致：

補庫存行至中段，汽車「缺芯」或形成外部拖累。當前美國三大產商庫存較前期高點仍有缺口，參考2009年的經驗，危機後庫存對經濟的支撐大約能夠持續四個季度，當前美國補庫存的周期可能持續至三季度。值得注意的是，美國零售商的庫存在2021年2月與3月

出現大幅下滑，分項看，主要是汽車零售商庫存大幅下滑所致，除汽車之外的零售商仍在補庫存。這背後的原因可能是因為近期全球汽車芯片短缺，從而對汽車生產造成了較大拖累。實際上不僅是美國，歐盟、德國和日本的汽車產量自2020年11月以來均出現了生產的明顯下滑。

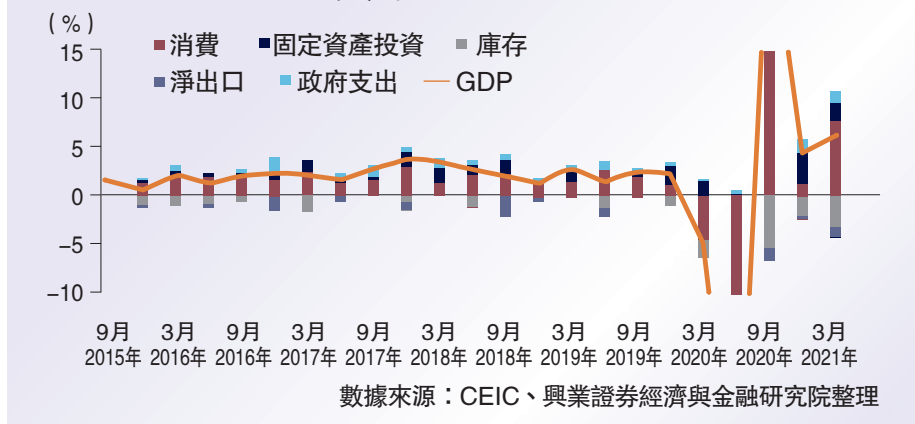
地產銷售高位回落，新屋開工熱度不減。美國地產銷售熱度實際回落，但整體仍在高位，而隨着疫情的好轉和長端利率的推升，美國地產熱的核心邏輯正在發生變化。地產銷售雖然高位回落，但地產投資熱度仍在攀升，美國一季度新屋開工折年數161.2萬套，高於上期的158.4萬套，營建許可197萬套，大幅高於上期的162.8萬套。整體來看，隨着疫情回落和長端利率上升，美國地產熱正逐漸從銷售轉向投資，為美國經濟復甦提供持續動力。

疫苗接種刺激消費增長

疫苗推進疊加財政支票發放，一季度美國消費迎來強刺激。一季度美國耐用消費、非耐用消費和服務消費環比增速分別為9.0%、3.4%和1.1%。隨着疫苗接種的推進，美國疫情快速回落，帶動美國服務業迅速修復，其中餐飲住宿消費受益最為明顯，環比上升5.9%。此外，耐用品消費依舊是受財政刺激影響最大的分項，其中汽車消費環比上升10.9%，傢具及家庭設備環比上升9.8%，往後看，由於美國1.9萬億美元財政計劃的刺激支票於2021年3月底開始發放，其對美國消費仍能形成一個季度的支撐。

疫苗接種推動出行限制放鬆，美國服務業料將維持高斜率復甦。當前美國疫苗一針接種比例已達42%，完全接種比例達29%，每百人新冠疫苗接種劑數達70.2，明顯領先於其他發達經濟體，疫苗接種已推動疫情快速回落，服務業隨之進入修復「快車道」。根據美國CDC（疾病控制預防中心）的最新規定，對於國內完全接種疫苗的人群，國內、國際旅行限制均已完全放開，預計往後美國服務業將維持高斜率復甦。

美國實際GDP增速拆分



數據來源：CEIC、興業證券經濟與金融研究院整理

樓價正逐步回升

樓市強心針



廖偉強
利嘉閣地產總裁

近年香港因為政治環境因素，令到人與人之間的關係出現撕裂的情況，政治理念不同的人更加壁壘分明，河水不犯井水。

本是同根生的香港人，部分因為政見及理念差異，覺得香港已沒有留戀的價值，寧願重新適應、從頭開始也要遠走他鄉。

任何價格都是由需求決定，有些人會覺得香港的樓價會因部分人將離開，需要變賣居住的單位以套現資金去其他

國家生活，樓市便會因為突如其來的大量放盤而受壓，樓價理應會下跌。

筆者從事的行業是地產代理，公司的員工多達三千人，每天的工作都是不斷更新業主及買家最新的動態，牽涉需要移民將單位放售的業主數量並非想像中的多，更加沒有跡象見到有業主為移民而大幅割價求售。

相反，香港的疫情正在減退，接種疫苗的人亦不斷增加，政府亦開始部署準備放寬各行各業的限制；因為這種形勢，市場準備入市的買家數量不斷增加。市場雖然有人辭官歸故里，但漏夜趕科場的人更多，所以樓價不單止沒有回落，反而正在逐步回升。

發展商賣樓谷氣圍

氣氛是做生意的重要元素，近期因為疫情減退，市民出外活動的次數增加，市面熱鬧的氣氛又再出現，增加各行各業的生意機會。發展商推售新樓盤都必定要有氣氛的元素，近期一個位於啟德的新樓盤就是這樣，發展商為了搞氣氛，在做足安全措施之下，召集了各大地產代理來個千人聚會，短短幾個小時的樓盤講解大會，就已經成為眾人討論的焦點。

為了迎接即將復甦的經濟，各行各業都扭盡六壬，希望能夠做到銷售滿堂，發展商賣樓當然不會例外。筆者堅信香港始終是福地，留在香港接受現實，總好過在人生路不熟的地方從頭開始吧。



▲在香港疫情逐漸減退、接種疫苗的人數不斷增加等形勢下，準備進入樓市的買家數量開始增多。 資料圖片