

在LPR（基礎借貸利率）最新報價中，1年期LPR時隔二十個月再次下降，12月份1年期LPR報3.80%，上次為3.85%；5年期以上品種報4.65%，上次為4.65%。

人行再降實體融資成本



▲考慮到MLF利率作為觀察貨幣政策方向的一個窗口，明年或許會有降息。

金融熱話



李奇霖

紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

今年特別是下半年以來，受結構性通脹壓力較大、內需依舊偏弱、經濟下行壓力逐漸

加大等因素的影響，央行貨幣政策比較積極，比如優化存款利率自律上限、兩次降準、出表減排支持工具等等。市場資金面也維持在一個較寬鬆的水平，資金利率在大部分時間處於政策利率之下。

總量政策加大力度

然而，這些措施更多是從量的角度來進行調控的。從實際上看，總量政策在降低實體融資成本、推動實體融資需求回升等方面的效果一般。

一來實體融資成本還有待進一步下調。7月降準之後，在三季度實體融資需求偏弱的時候，企業融資成本不降反升。2021年三季度貨幣政策執行報告顯示，9月新發放貸款加權平均利率為5%（6月為4.93%），其中，一般貸款加權平均利率為5.3%（6月為5.2%），票據融資加權平均利率為2.64%（6月為2.94%）。從這個角度看，三季度實體融資成本不降反升。

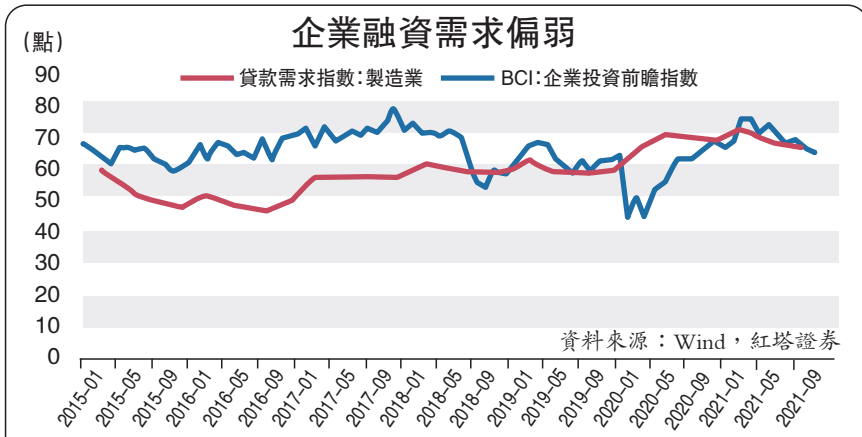
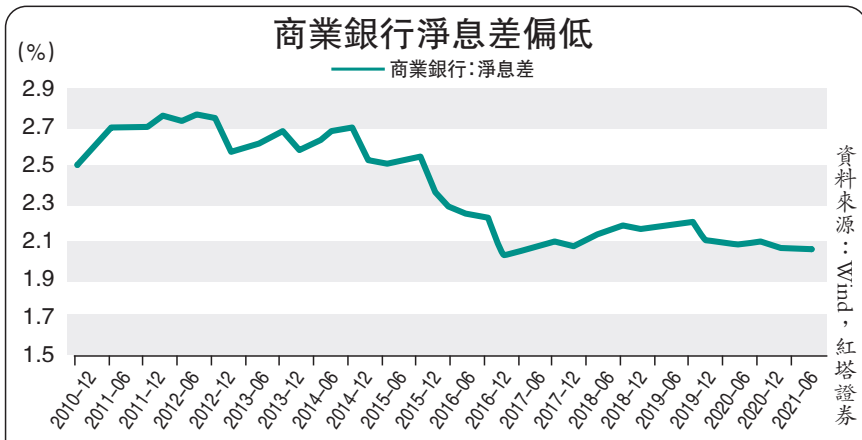
二來實體融資需求依舊偏弱。目前，國內的結構性通脹雖然已經迎來了拐點，11月PPI（生產物價指數）為12.9%，下降0.6個百分點。但是我們也要看到目前上游大宗商品的成本依舊位於歷史高位，企業的成本壓力尚存。更重要的是，受疫情多次反覆、海外財政貨幣政策加速退出使得出口的不確定性增強、國內房地產下行壓力等因素的影響，企業預期持續弱化，投資擴張動力不足。

在央行鼓勵商業銀行加大信貸投放，但實體融資需求又偏弱的時候，使用票據沖量成為了銀行的一致選擇。可以看到近幾個月來國股銀票轉貼現利率大幅下跌，截至12月18日，3個月期限的國股銀票轉貼現利率只有0.09%，創下近年來的新低。

從這個角度看，總量政策的不足就體現出來了，通過降準、推動存款利率自律上限等方式來降低銀行的負債端成本，再引導銀行加大對實體經濟特別是中小微企業支持力度的方式畢竟還是過於間接了。在這樣的情況下，更直接的方式就是降低信貸成本，通過降價來刺激實體融資需求。

在「MLF（中期借貸便利）利率—LPR報價利率—貸款利率」的傳導機制下，要想降低實體經濟的融資成本，一來是降低MLF利率；二來是MLF不動，鼓勵銀行主動下調LPR利率；三來就是MLF和LPR都不動，銀行直接降低貸款利率。考慮到MLF利率作為觀察貨幣政策方向的一個窗口，明年或許會有降息，但是目前直接下調MLF利率的概率有限，所以12月暫時沒有下調MLF利率。

而在下半年兩次降準及存款利率定價自律機制等多方面的推動下，銀行的負債端成本整體是略有下滑的。比如存款利率定價自律機制落實後，9月銀行新發生定期存款加權平均利率為2.21%，較存款利率自律上限優化前的5月下降0.28個百分點。7月和



12月的降準則能夠降低金融機構資金成本每年約280億元。

在銀行負債端成本有所下滑的時候，推動商業銀行在MLF未動的時候，壓縮加點帶動LPR利率下行，從而帶動貸款利率下行無疑是一個不錯的方式。

堅守「房住不炒」底線

在央行降準的背景下，12月1年期LPR利率下調了5個BP（Basis Point，基點）。5年期LPR利率沒有下調。筆者認為主要還是考慮到「房住不炒」政策的實施。現在隨着房地產銷售和投資端雙雙走弱，房地產領域的監管政策在邊際上是有所放鬆的。比如近日央行、銀保監會聯合對金融機構發布《關於做好重點房地產企業風險處置項目併購金融服務的通知》，要求銀行業金融機構要按照依法合規、風險可控、商業可持續的原則，穩妥有序開展房地產項目併購貸款業務，重點支持優質房地產企業併購出現經營風險的房地產企業優質項目。同時，在「因城施策」的背景目下，不少地方已經出台了提供購房補貼，實行稅率優惠（比如契稅補貼）+加大人才引進力度等政策。

但是，政策上的放鬆是有底線的，此前的中央經濟工作會議也再次強調「房住不炒」。在這樣的基調下，5年期LPR作為大部分居民房貸利率的定價基準，現在下調5年期LPR利率容易被市場認為房地產政策出現明顯放鬆。因此，12月份5年期LPR利率並未降低。

筆者認為現在LPR下調只是一個開始，隨着經濟下行壓力的逐漸加大，預計後續會有更多的措施降低實體融資成本，助力實體經濟修復。那麼，還有什麼措施可以期待呢？

首先，下調MLF利率，引導銀行更好的下調貸款利率。在「MLF利率—LPR利率—貸款利率」的傳導渠道下，降低MLF利率是推動貸款利率下滑的主要方式之一。目前，商業銀行的淨息差已經接近歷史低點了，2021年三季度商業銀行淨息差僅有2.06%，偏低的淨息差在很大程度上制約了銀行主動壓縮加點降低LPR利

率的空間。在這樣的情況下，只有降低了MLF利率才能為LPR利率下調打開空間。

另外，當前AAA一年期中債商業銀行同業存單到期收益率在2.7%左右，而一年期MLF利率為2.95%，MLF利率維持相對的高位制約了銀行負債成本下行的空間，同時也削弱了MLF的調控效果。

其次，適時降低5年期LPR利率。目前5年期LPR利率為4.65%，一年期LPR利率為3.80%，短端貸款利率低於長期貸款利率0.85個百分點。長短期貸款利率差之所以維持高位，主要是考慮到了「房住不炒」的政策實施。

但現在情況出現了變化，一方面，目前房地產市場投資和銷售雙雙走弱，部分房企信用風險也在加速暴露。如果明年房地產投資下行壓力繼續加大，那麼「房住不炒」對5年期LPR的制約自然會放鬆。通過下調LPR利率也就能夠降低一下居民的購房成本，提振銷售，避免房地產市場出現「硬着陸」。另一方面，這也能夠有效刺激製造業企業中長期貸款需求的回升。從近幾個月金融數據上看，目前企業信貸結構偏差，中長期貸款佔比持續低於往年同期水平，票據沖量現象明顯。

考慮到目前上游原材料成本依舊位於高位等，適度降低中長期貸款的利率，能夠推動製造業企業加大在設備購置、技術改進等方面的投資支出。

再次，多舉措降低商業銀行的負債端成本。除了降低MLF利率之外，後續央行可能會通過適時降準來降低商業銀行成本，並為商業銀行提供流動性支持。同時，可以繼續優化存款利率監管，改革存款定價機制，降低負債成本。比如後續可以通過減少加點的方式，引導存款利率上限降低。

另外，2022年資管新規即將正式實施，後續可以進一步加強對「偽淨值型」產品和表外預期收益型產品的監管，降低銀行存款向表外分流的壓力。

保障性租賃房影響幾何？

明若觀火



明明

中信證券固定收益
首席研究員

保障性租賃住房建設和佔比的提升是「十四五」的重要目標，料將呈加速發展趨勢。根據筆者不完全統計，現已公布的「十四五」期間新增保障性租賃住房計劃籌建數超過660萬套。估計「十四五」期間全國新增保障性租賃住房將在800-900萬套之間，對應的新增建築面積或在4-4.5億平米左右，對應的開發投資將在1.7-1.9萬億元（人民幣，下同）左右，預計2022年投資將超過4000億元，拉動地產投資3個百分點左右。短期看，預計「十四五」期間保障性租賃住房建設的影響力不及棚改，但長期趨勢或將持續向上。

國家層面的「十四五」規劃中明確指出中國未來要「有效增加保障性住房供給」。相比之下，「十三五」的重點更多的是房地產去庫存和棚改貨幣化。《國務院辦公廳關於加快發展保障性租賃住房的意見》發布後，發改委、住建部多次發文，鼓勵支持房地產及建築企業共同推動保障性安居建設。銀保監會、央行也多次表態，要加大對長租房市場的金融支持，共同推進REITs（房地產信託投資基金）試點，為發展保障性租賃住房提供財政和金融支持。

為何大力發展保障性租賃住房？保障性租賃住房能夠在一定程度上替代居民對商品房的需求，防止房價上升，符合「房住不炒」的大方向。各城市相應的規劃及國家統計局數據顯示，常住人口增長壓力較大的城市在「十四五」期間增加保障性租賃住房供給的積極性更高。除此之外，保障性租賃住房更加契合商業化的運作模式，財政能夠起到支持作用，且負擔相對有限。短期還能起到穩定房地產投資，支撐實體經濟需求的作用。

經估算，「十四五」期間全國新增保障性租賃住房大致為800-900萬套，新增建築面積或在4-4.5億平米左右。據不完全統計，「十四五」期間計劃籌建的新增保障性租賃住房數量已經超過

660萬套。保障性租賃住房以「解決符合條件的新市民、青年人等群體的住房困難問題」為主要目的，已公布計劃的省份，「十四五」期間籌建的新增保障性租賃房數量與「十三五」期間的常住人口變化存在一定關聯。

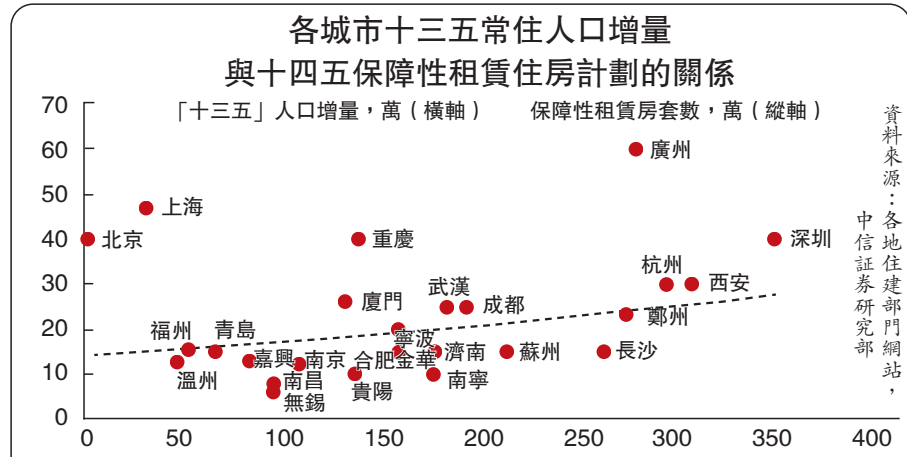
據此估計，全國「十四五」期間新增保障性租賃住房約將在800-900萬套之間。保障性租賃住房以70平米以下的小戶型為主，但各地保障性租賃住房套均面積的分化較大，若按照每套50平米來大致估算，對應「十四五」期間的新增建築面積或在4-4.5億平米左右。

帶來增量投資兩萬億

筆者預計，「十四五」期間保障性租賃住房將為地產開發投資帶來1.7-1.9萬億的增量。保障性租賃住房建設多依靠自有、閒置土地建設，在變更土地屬性時也無需繳納土地出讓收入，因此投資得估算主要考慮房屋造價。若「十四五」期間房屋建造的平均成本假設為4300元/平米，以此推算「十四五」期間由保障性租賃住房建設帶來的房地產投資增量在1.7-1.9萬億左右。

參考目前一些重點城市已披露的2022年保障性租賃住房建設計劃，多數城市都希望適當打一些提前量，例如上海市計劃在2022年籌建的保障性租賃住房套數佔「十四五」總計劃的比例為36%。結合部分重點城市的情況，大致估計2022年全國計劃籌建的保障性租賃住房將佔到「十四五」總計劃的25%左右，能夠為明年的房地產開發投資帶來4100-4600億元增量，拉動增速上行2.8-3.1個百分點。

從目前的狀況來看，保障性租賃住房現有的計劃規模較棚改仍有一定差距。不過，堅持租購並舉，解決長期以來困擾中國的房地產問題是較為確定的方向。保障性租賃住房建設對經濟的拉動作用並不局限於房地產本身。一方面，保障房能夠與配套基礎設施的建設緊密聯繫在一起；另一方面，也能夠使大城市吸納更多的青年人口和新市民，預計對消費和服務業的長期提振是潛移默化的。



聖誕消費旺 新盤亦熱鬧

樓語縱橫



楊永健

2021年將要過去，再過幾天就是聖誕節。聖誕節長假期向來都是全年消費市場最暢旺的季節，而2019年及2020年都是不一樣的聖誕節，幸好隨着疫情轉趨穩定，加上在消費券的帶動下，今年的聖誕節勢必回復暢旺。

今年聖誕節肯定與過去兩年不一樣！首先是2019年的黑暴，再加上中美貿易戰角力，整體消費市場大受影響。按政府統計處的數字，當年12月份整體零售市場的消費價值只有361.7億元，按年大跌近兩成。據統計自2011年起，每年12月的零售消費價值均會超

越400億元，其中2013年12月的總值更接近500億元。

至於2020年聖誕節，總體零售市場同樣大受打擊。在疫情肆虐下，社交距離的限制下，基本上絕大多數的慶祝活動均告取消、或是一切從簡，令當月零售市場仍然是維持寒冬。按統計去年12月的消費價值跌至只有313.7億元，按年再跌13.3%。

幸好隨着疫情穩定，社交距離的放寬，加上政府派發消費券，今年零售市場的市況已逐步改善，最新10月份的零售總值已按年上升12%，相信今年聖誕節零售市場勢必回復暢旺。

同樣過去兩年聖誕節的新盤市場，亦明顯較以往淡靜。按世紀21研究部以一手住宅物業銷售資訊網的成交紀錄，2019年的聖誕節長假期（以12月23日至31日的一周計算），只售出88伙一手成交，涉及金額只有14.9億元；去年疫情下的聖誕節，新盤銷售稍為好轉亦只售出130宗成交，但對比於2018年，當年聖誕期間卻售出超越600伙，售樓收益逾87億元。

展望今年聖誕節檔期樓市境況，肯定與過去兩年不一樣。基於目前已有個一手新盤，當中計有西半山CAINE HILL及元朗THE YOHO HUB，選擇此檔期前後推售，加上不少新盤趁假期推售貨尾，消費市場的反彈亦勢必刺激新盤市場轉旺，相信今年聖誕節新盤市場勢必熱鬧。



▲元朗THE YOHO HUB售樓處的參觀人龍。