


►過去幾年銀行間利率的大幅下行，往往是遇到一些突發事件而導致，所以持續調降利率不會是今年貨幣政策的首選項。



中國人民銀行2022年2月11日發布《2021年第四季度中國貨幣政策執行報告》，我們的解讀如下：降低對於政策利率持續下調的預期。因為從央行的表態看，會很珍惜正常的貨幣政策空間，不希望走向發達國家零利率的老路。所以從過去幾年的經驗來看，央行對於降息操作是非常「節約」的，能不降息就盡量不降息，即使要降息，幅度也會比較小。

# 幣策着眼寬信用而非降息



春賁秋華 梁中華

海通證券研究所  
首席宏觀分析師

## 一、融資成本顯著下降

2021年四季度實體融資成本顯著下降。央行公布2021年12月金融機構貸款加權平均利率4.76%，較9月下行24點子，持平於2009年3月，也即有數據以來最低水準。其中一般貸款利率下降11點子至5.19%，票據融資利率下行47點子至2.18%，都在歷史低位。12月個人住房貸款利率環比繼續上行9點子至5.63%，但四季度地產銷售表現依然疲弱。

## 二、貨幣的鬆緊：看利率，而非數量

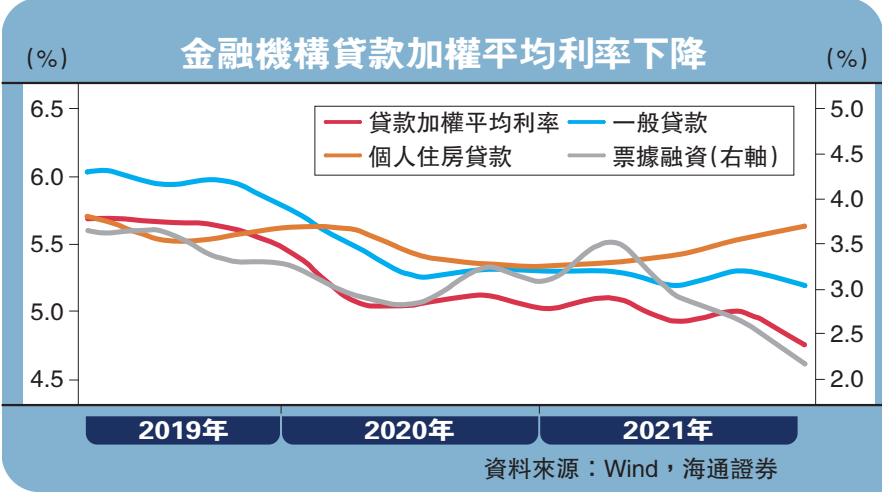
央行解釋了當前流動性管理的框架。對於中長期影響因素，央行主要運用法定準備金率、MLF等滿足流動性需求；對於短期影響因素，央行應用OMO等短期工具前瞻精準調節。央行着重強調，分析流動性形勢，「不能將一些長短期影響因素簡單相加計算流動性餘缺，更不能將貨幣政策工具到期作為影響銀行體系流動性的因素」，應着眼於央行流動性管理的整體框架。實際上目前央行已經具備靈活運用多種工具、即時應對各因素變化，從而充分滿足市場合理流動性需求的能力。

因而對於市場來說，現行貨幣政策框架下，判斷貨幣政策態度和流動性鬆緊，只需要關注政策利率和市場利率是否發生變化，而無需過分關注數量指標。那麼隨着今年1月逆回購、MLF政策利率的下調，貨幣政策也釋放「更暖」的信號。同時，在下一階段貨幣政策展望中，報告加入「加強對財政收支、政府債券發行、現金投放回籠和主要經濟體貨幣政策調整等不確定因素的監測分析」的表述，意味着即便接下來內外多部因素變化，也無需特別擔心國內的流動性。

## 三、穩槓桿：不意味着短期不加槓桿

央行指出，2021年末中國宏觀槓桿率為272.5%，比對上一年末低7.7個百分點，連續5個季度下降，穩槓桿取得顯著成效。而中國穩中有降的宏觀槓桿率，也為未來金融體系繼續加大對實體經濟的支持創造了空間；同時，穩定宏觀經濟大盤、促進經濟進一步恢復，也為保持宏觀槓桿率的基本穩定創造條件。央行認為，預計隨着經濟進一步恢復發展、內生增長動力不斷增強，2022年中國宏觀槓桿率將繼續保持基本穩定。

但從現實操作過程中，穩槓桿是一個長期目標，並不意味着每一年、每個階段槓桿率都不能上升。例如2017至2019年中國宏觀槓桿率保持基本穩定，但2020年面對經濟下行壓力的時候，宏觀槓桿率在一年內上升了將近24個百分點。2021年穩增長不是重點，宏觀槓桿率明顯回落。但今年經濟下行壓力依然較大，我們預計宏觀槓桿率依然會提高。



## 2021年四季度與三季度貨幣政策執行報告對比

	2021年四季度	2021年三季度
總體政策基調	<ul style="list-style-type: none"><li>堅持穩字當頭、穩中求進</li><li>穩健的貨幣政策要靈活適度，加大跨周期調節力度</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>堅持把服務實體經濟放到更加突出的位置，保持貨幣政策穩定性，穩定市場預期</li><li>穩健的貨幣政策要靈活精準，合理適度</li></ul>
貨幣政策展望	<ul style="list-style-type: none"><li>保持貨幣信貸合理增長</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>保持貨幣信貸和社會融資規模合理增長</li></ul>
信貸政策展望	<ul style="list-style-type: none"><li>繼續發揮好結構性貨幣政策工具的牽引帶動作用</li><li>構建金融有效支持實體經濟的體制機制</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>繼續落實和發揮好結構性貨幣政策工具的牽引帶動作用</li><li>構建金融有效支持實體經濟的體制機制</li></ul>

四、兩項直達工具接續轉換 為了繼續加大金融支持小微企業的力度，從2022年1月開始，央行將「普惠小微企業貸款延期支持工具」轉換為「普惠小微貸款支持工具」；將「普惠小微企業信用貸款支持計劃」併入「支農支小再貸款」管理。

下一步，央行將充分發揮好工具的牽引帶動作用，積極挖掘小微企業新的合理融資需求，提高普惠小微信用貸款比重，持續推動普惠小微貸款「增量、降價、擴面」，有效緩解小微企業融資難、融資貴問題。

## 五、利率調整不是常態，寬信用才是


降低對於政策利率持續下調的預期。因為從央行的表態看，會很珍惜正常的貨幣政策空間，不希望走向發達國家零利率的老路。所以從過去幾年的經驗來看，央行對於降息操作是非常「節約」的，能不降息就盡量不降息，即使要降息，幅度也會比較小。過去幾年銀行間利率的大幅下行，往往是遇到特別突發的一些事件導致

的，例如新冠疫情爆發、部分大型企業爆發信用事件等。所以持續調降利率不會是今年貨幣政策的首選項，我們判斷今年政策利率或仍存在下調空間，但即便調整，幅度可能也相對較小，對於這種非常態的操作應該降低預期。

今年央行重點在於寬信用，尤其是結構性寬信用。央行在季度貨幣政策報告中再度強調要保持貨幣信貸合理增長，「持續緩解銀行信貸供給的流動性、資本和利率三大約束，培育和激發實體經濟信貸需求，引導金融機構有力擴大信貸投放，增強信貸總量增長的穩定性。」而且央行強調繼續發揮好結構性貨幣政策工具的牽引帶動作用，「保持再貸款、再貼現政策穩定性，繼續對涉農、小微企業、民營企業提供普惠性、持續性的資金支持，引導金融機構增加對信貸增長緩慢地區的信貸投放。」

1月社融和信貸數據已經雙雙迎來開門紅，我們預期接下來各方面政策更為積極，信用的改善也將延續。

# 數字經濟的效益與規範



鏈能講堂 付 饒

國際新經濟研究院  
高級研究員

數字經濟是21世紀推動人類社會進步，提升生產力的基礎工程，是人類跨越式提升認識水平和能力的革命性的進步，具有三大顛覆性特徵：計算能力、認識方法、數據基礎。在經濟、政策和技術的推動下，數字經濟成為構建新發展格局的關鍵支撐，未來十年新基建投資料達50萬億。

數字經濟提升人類歷史的客觀性、完整性、連續性，發現萬事萬物之間原本難以洞察的複雜關聯，覺察客觀世界與人類活動的發展規律，提升認識對實踐的指導作用。技術創新帶來生產關係的重構，數據、技術（算法、算力）、行業專家、場景是其中的四個要素，數字化的技術路徑包括技術產品（基礎能力）、平台服務（散點賦能）、業務平台（規模應用）等三類。

數字經濟可全方位賦能企業戰略、組織、管理、運營、服務、人才，讓企業聰明經營、提升管理、防範風險、優化服務、降低成本。以企業風險管理為例，數字化工具通過對流程與數據、系統與人才、效率與利潤評估，能將信用風險、合規風險、國別風險、壓力測試等風險評估的工作，前置到市場前端，讓企業從「摸着石頭過河」到「不打無準備之仗」。風險前置會是經營策略的重大變革，起步階段「決策速度降低、運維成本上升」。

大科技信用風險管理框架包括長尾效應獲客、數字足跡積累大數據，一方面實行實時監控，另一方面支持大數據風控，通過生態系統加強還款管理，預測還款能力，識別還款意願。相比於傳

統風控模型，大數據風控模型有兩方面優勢：一是信息優勢。大科技平台獲得的數據維度更高，除了傳統的風險數據，大科技平台還可以獲得用戶消費，社交等非傳統數據。二是模型優勢。大科技風控引入了更為複雜的機器學習模型，這些模型有助於捕捉不同變量之間的非線性效應，相比於傳統現行模型可以更準確的刻畫用戶的違約特徵。

如果有央行徵信信息，加入大數據可以令模型的違約預測更加準確。但僅靠大數據分析，也能達到使用央行徵信信息的可靠度（准入），大數據風控模型相對於傳統風控模型的優勢，在特別小規模的企業以及四、五線城市更加突出（普惠），在經歷2017年底整治理財產品市場政策的衝擊之後，大數據風控模型的相對優勢變得更加明顯（穩健）。

數字化時代商業變革八大趨勢包括：商業技術從大數據到人工智能、商業空間從實體到虛擬，商業基礎從流動到關聯、商業模式從商店到平台、商業命脈從市場到金融、商業對象從個體到網絡、商業關係從相關到因果、商業範疇從經濟效率到社會福利。

但與此同時，監管層也要防範數字化帶來的共同富裕、弱勢群體、種族歧視、環境污染、病菌傳播、社會穩定等可持續發展問題和數字鴻溝。基於相關關係的大數據和人工智能應用可能已經走到盡頭，需要回歸商業邏輯的本質，發展基於因果關係的數據分析方法。

大數據與信息技術凸顯了市場與金融的重要作用，其往往以嵌入方式融入到各種業務中，阿里、騰訊等商業巨頭，通過掌控市場信息和支付手段，構建各種數字平台和生態系統，形成多功能的商業聯盟，掌握行為數據與消費支付，控制市場機會與金融入口。

# 善用按揭存款相連戶口省利息



談樓說按 王美鳳

中原按揭經紀  
董事總經理

政府正研究為資助性房屋提供漸進式按揭，其實，市場上按揭存款掛鉤計劃越見普及，借款人只要善用計劃，便可自製漸進式按揭抗加息。

近年銀行提供之按揭計劃一般設有與存款掛鉤的優惠，一款是較普及的按揭存款掛鉤計劃，銀行會向按揭客戶提供一個高存息戶口，而本文會先談及另一款屬於按揭存款相連之綜合戶口計劃，借款人可隨時將資金及日常儲蓄存放於綜合戶口，有關存款便等同還款直接扣減按揭本金，達到節省利息功效。

該原理有點像「漸進式還款計劃」，借款人可因應自己的加薪情況、儲蓄狀況漸進增加存放金額，甚或將大額資金停泊在綜合戶口內，由於利息以按揭餘額扣減存款之淨額計算，故存放資金後便可享受有扣減本金省息的作用。而此計劃之彈性更大，借款人可因應財務狀況隨時提取或存款金額，按揭利息按每日貸款淨結餘計算。除了省息，借款人藉持續性存款使按揭本金漸進式降低，亦同樣有縮短還款期作用。

這種以扣減本金計算淨額利息的計劃，恆息效果不錯，以現時平均按揭額

500萬元及30年期為例，假設供款人一開始並維持存放資金20萬元於綜合戶口，然後每月再存入3000元儲蓄，全期累計可減少利息達26%約30萬元，按揭還款期亦由原先30年縮短6.3年至23.7年，加快完成整個供款歷程。為便參考及計算，以上例子是按現時低按息及息率不變計算，假設未來息率回升，這類計劃的恆息效果將更顯著。

故此，在息率回升周期，用家可多加善用計劃之特點及彈性，例如按自身可行之情況增加存入綜合戶口之金額，當有資金回籠，亦可增加在戶口停泊的資金，自製漸進式按揭持續性省息，以加強抗加息作用。再以上述按揭額及年期為例，假設未來按息由現時約1.45%升至2.5%，供款人一開首存放於綜合戶口的資金增至30萬元，然後每月存入儲蓄增加至5000元，全期累計利息減幅達到39%約82萬元，按揭還款期由原先30年縮短9.6年至20.4年，省息、抗加息及縮短還款期的效果更為顯著。

有一點要留意，此類計劃設有存款金額上限，一般定於未償還按揭額的一半；而市場上較少銀行提供此類具扣減本金作用的按揭計劃，但個別銀行可為此類計劃批出市場大熱之H按優惠，用家可根據銀行批出之息率及優惠條款作比較，並以自身財政運用狀況及儲蓄習慣作衡量。

