



▶ 人行非對稱下調LPR，或代表貨幣金融政策對樓市的態度已有實質轉變。

國務院總理李克強本周三（18日）召開的穩增長穩市場主體保就業座談會上，提出「各地區各部門要增強緊迫感，挖掘政策潛力，看得準的新舉措能用盡用，5月份能出盡出，確保上半年和全年經濟運行在合理區間，努力使經濟較快回歸正常軌道。」在此背景下，人民銀行周五公布，5年期LPR（貸款市場報價利率）下調15基點，這是2019年8月以來5年期LPR調降幅度最大的一次，遠超市場預期，體現出貨幣政策的「緊迫感」與「應用盡用」。

非對稱降息利好遠超預期



鍾言識論 鍾正生

平安證券
首席經濟學家

截止2022年4月，人民銀行共6次下調1年期LPR，累計幅度55基點；但期間5年期LPR僅下調4次，累計調降25基點，與1年期LPR的點差累計提升了30基點。本次LPR非對稱下調，使到1年期與5年期LPR的點差壓降了15基點。對此，筆者有兩方面理解：

有何意圖

一、此舉或意味著貨幣金融政策對樓市的態度已有實質轉變。房地產不穩則經濟不穩，4月房地產相關數據全線放緩，房地產投資已然面臨失速下滑的風險，對中國經濟增長的穩定性提出挑戰。今年以來，多地以放鬆限購、限售，提高公積金貸款額度，降低首付比例，給予人才補貼、契稅補助等方式，積極「鬆綁」房地產政策，但在疫情擾動下，「銷售-拿地-新開工」鏈條仍處負面循環。人行本次引導與個人住房貸款利率掛鈎的5年期LPR下行，進一步體現對居民購房需求和地產銷售環節的強力支持，與各地穩房地產市場的舉措疊加配套，將更有力地促進穩增長。

二、這也將打開企業中長期貸款利率的下行空間，刺激實體經濟的貸款需求。5年期LPR既是銀行發放居民個人住房貸款的依據，又是基建、製造業中長期貸款和固定資產貸款的重要參考。在「房住不炒」的訴求之下，此前人行對5年期LPR的調整相對謹慎，一定程度上也可能制約了企業中長期貸款利率的下行空間。4月金融數據表明，企業中長期貸款需求疲弱問題待解，5年期LPR的下行也將對企業中長期貸款有所提振。

有何支撐

人行副行長劉國強在今年1月18日的國新辦新聞發布會曾表示：「LPR是由報價行根據對最優質客戶的實際貸款利率市場化報價形成的，資金成本、市場供求、風險溢價等因素都會影響LPR，還有公開市場操作利率、中期借貸便利利率，以及存款利率監管等，對資金成本也會產生影響。」前期在報告《降準後的貨幣政策邏輯》中，筆者也提及「後續人行或將通過存款自律機制改革等方式進一步引導商業銀行壓降LPR，優質信貸資產的稀缺、銀行負債成本的緩解均將有助於未來銀行降低LPR」。筆者認為，本次LPR的下調有以下三點原因：

一、存款利率市場化改革是5年期LPR大幅下調最重要的支撐因素。據

2022年第一季貨幣政策執行報告，2022年4月，人行指導建立了存款利率市場化調整機制，這將有利於銀行穩定負債成本，促進實際貸款利率進一步下行。從實際情況看，農業銀行、中國銀行、建設銀行、交通銀行、郵儲銀行等國有銀行和大部分股份制銀行均已於4月下旬下調了其1年期以上定期存款和大額存單利率，部分地方法人機構也相應做出下調。4月最後一周（4月25日至5月1日），全國金融機構新發存款加權平均利率為2.37%，較前一周下降10基點。以此看，近期的存款利率市場化改革卓有成效，但重點作用於「1年期以上定期存款和存款大額存單利率」，直接對應於銀行5年期LPR的資金成本。

二、4月25日人行降低存款準備金率，對商業銀行資金成本的降低也有一定幫助。測算表明，從商業銀行成本節約的角度出發，人行每調降存款準備金率1個百分點，約可引導商業銀行LPR下行5基點。人行4月25日起「全面降準+定向降準」各0.25個百分點，共釋放長期資金約5300億元（人民幣，下同），預計將會降低金融機構資金成本每年約65億元，廣義上對商業銀行負債成本的緩解作用大約1.5基點。

三、信貸市場供求錯配愈發嚴重，商業銀行有動力下調其LPR。在經濟下行壓力加大、貸款需求疲弱的背景下，人行繼續要求「增強信貸總量增長的穩定性」，信貸供給剛性與需求疲弱共存，商業銀行有動力下調對優質客戶的貸款利率——即LPR。「供需錯配」對5年期LPR的影響更為明顯：據第一季金融統計數據發布會，中國個人住房貸款的不良率長期維持在0.3%左右，明顯低於銀行業整體的不良貸款率（2022年第一季為1.79%）。然而，第一季金融機構投放的個人住房貸款加權平均利率相比一般貸款利率仍高出51基點，個人住房貸款同比大幅收縮，此次5年期LPR的下調有助於商業銀行獲取更多優質按揭貸款資產。

然而，本次人行並未通過降低MLF（中期借貸便利）利率來引導LPR下調，而是進一步壓降了MLF與LPR之間的點差。背後原因可能在於，人民幣匯率貶值壓力與結構性通脹風險雙重約束下，人行對MLF政策利率的調整有所掣肘。由於匯率和通脹對MLF利率調整的掣肘依然存在，未來一段時間內，存款利率市場化改革可能仍是促進降低貸款利率的更重要抓手。但筆者認為，「穩增長」是「穩匯率」的重要前提，必要時仍可能進一步下調MLF政策利率。

儘管疫情對經濟衝擊最大的時候

很可能已過去，但4、5月份各項指標暗示的第二季GDP增速可能在2%至3%之間，疫情後經濟的內生性修復動力仍明顯不足。這也意味著，「實現全年經濟社會發展預期目標」還需付出艱苦卓絕的努力，也需更大力度的穩增長組合拳。

經濟背景

筆者認為，後續將出台更大力度的穩增長政策：一是房地產，在全國和地區層面可能加大力度「鬆綁」。銷售端或將更大力度地支持剛性和改善性住房需求，供地端或將給予房地產企業更多利潤空間，商品房預售資金監管政策的優化、民營地產企業信用風險的有序化解，以及宏觀審慎政策的調整也值得期待。二是基建，或將逐步解決融資困難問題，特別國債的發行必要性在提升。4月26日中央財經委員會會議、4月29日中央政治局工作會議、5月6日印發的《關於推進以縣城為重要載體的城鎮化建設的意見》，都體現出對基建投資穩增長的較高訴求。不過，後續決定基建投資反彈空間的關鍵在於，基建融資難題能否緩解，其中既包括地方政府隱性債務監管的適度鬆動，又包括增量工具的發行。目前來看，今年發行特別國債的必要性上升，時間可能在第三季。

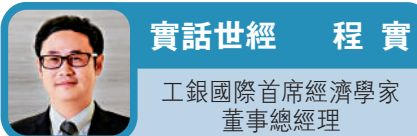
剩餘空間

筆者預計，後續人行口徑的個人住房貸款加權平均利率或將下行至5%左右，相比2022年第一季的5.49%，存在40至50基點的下行空間。5月20日LPR下調後，目前首套房貸款的利率下限為4.25%，第二套房貸款利率的下限為5.05%。本次5年期LPR下調15基點，有望直接傳導至個人住房貸款利率的發放上，而LPR與個人住房貸款利率之間的點差有望壓降30基點左右。這時因為：

一是，2019年8月LPR改革至2022年第一季，金融機構個人住房貸款加權平均利率在LPR基礎上上調的幅度，最低時為2020年第四季的69基點，相比2022年第一季度的89基點，低20基點，這一空間的壓降可期。二是，5月15日的《關於調整差別化住房信貸政策有關問題的通知》文件將首套房商業性個人住房貸款利率下限下調了20基點，或可額外推動個人住房貸款利率下行10基點。

不過，後續若穩增長壓力進一步加大，更多一線和更多強二線城市下調當地房地產貸款利率相對LPR加點的下限，可能將進一步帶動房地產貸款利率下行至4.5%左右，達2016年以來的低位。

兩方面化解供應鏈安全風險



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「問渠哪得清如許，為有源頭活水來。」在國際關係愈發複雜的宏觀背景下，供應鏈安全的重要性逐漸顯現，2021年中共中央政治局會議審議了《國家安全戰略》，指出「確保糧食安全、能源礦產安全、重要基礎設施安全，加強海外利益安全保護。」

筆者認為可從兩方面化解供應鏈安全風險：一是從微觀視角重視激發產業鏈微觀主體活性，重點培育專精特新「小巨人」企業，提升產業鏈韌性；二是從宏觀視角構建全國統一大市場，消除區域壁壘，暢通國內要素流通，穩定供應鏈微觀基礎。

通過對中國進出口貨物種類進行分析，筆者發現能源（例如石油、天然氣）與金屬原材料（例如銅、錳礦石等）均較為依賴進口輸入，其中石油對外依存度為73%，天然氣為103%，銅為93%，錳礦石為96%。

從能源消費來看，石油被譽為「工業的血液」，隨着工業製造業蓬勃發展，石油及其製成品對於現代化工業生產的重要性不言而喻，不僅如此，石油製成品也涉及農林牧漁、交通運輸、批發零售、生活消費等方面，中國石油消費量也由2007年的32億噸，上升至2021年的71億噸，增幅超過100%。天然氣作為清潔燃料，隨着綠色低碳概念不斷推進，天然氣未來消費佔比仍有上升空間。

從能源供給來看，一方面，中國的石油、天然氣已探明存儲量全球排名均不高，難以自給自足，故而依賴進口的情況仍將持續。然而，中國的海洋油氣與非常規天然氣儲量較為豐富，或將是未來勘探、開採的重要方向，通過推動配套技術、合理利用自有能源資源，將在一定程度上緩解對於能源進口的依賴性，進而提升能源安全性。另一方面，中國能源進口主要依賴中東、俄羅斯、美國等國家地區，總佔比超過一半以上。

儘管能源進口來源地數量較多，根據UN Comtrade數據，中國與52個國家地區均有石油進口聯繫，但結構比例仍可以繼續向多元化的方向演進，尤其是當前中東、俄羅斯等石油產地的地緣風險上升，或將對能源安全進口造成負面衝擊。

一、重點培育「小巨人」企業

從金屬原材料來看，以鋁為例，今年第一季進口按年增長超過20%，對外依存度上升至約60%，主要進口依賴新幾內亞、澳洲、印尼三國，佔超過96%，進口渠道尤為集中，供應鏈脆弱性也隨之顯現。

實際上，中國已經意識到在世界「舊疾」與「新病」共同出現的背景下，需要做出改變。在「十四五」規劃綱要中表明，要「形成強大國內市場，構建新發展格局……以創新驅動、高質量供給引領和創造新需求。」通過向內發力，進而實現高質量向外融入，而承托國內大循環的微觀主體就是推動中國製造業高質量發展不可或缺的力量——中小企業，其中專精特新「小巨人」企業更是中小企業中的佼佼者。

根據工信部數據，中國現有國家級專精特新「小巨人」企業近5000家，並以1:10的比例撬動了4萬家省級專精特新企業，並且工信部通過對1000多家專精特新企業跟蹤調查發現，其營業收入增速與利潤總額增速均高於規模以上工業中小企業。

因此，激活中國產業鏈中小企業主體活性，推動中小企業優勢轉化，重點培育專精特新「小巨人」企業，將有望提升中國內部產業鏈的相對韌性，增強化變局為機遇的長期增長潛力。

二、構建全國統一大市場

今年4月11日，國務院發布《關於加快建設全國統一大市場的意見》，提出打通制約經濟循環的關鍵堵點，促進商品要素資源在更大範圍內暢通流動。構建全國統一大市場，短期來看是應對疫情反覆與國內經濟下行壓力的需要，長期來看是為經濟繼續保持高質量增長夯實基礎。

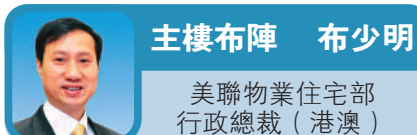
「統一大市場」其實不是一個新詞，早在1993年十四屆三中全會決議中就有相應表述，「打破地區、部門的分割和封鎖，反對不正當競爭，創造平等競爭的環境，形成統一、開放、競爭、有序的大市場」，可見構建大市場、促進要素流通是政府多年來一以貫之的重要方向。

近期全國保障物流暢通促進產業鏈供應鏈穩定電視電話會議，就「保供穩價，物流暢通」着力穩定產業鏈供應價，提出通過2000億元（人民幣，下同）科技創新再貸款和用於交通物流領域的1000億元再貸款，撬動1萬億元資金，建立汽車、集成電路、消費電子、裝備製造、農用物資、食品、醫藥等重點產業和外贸企業白名單。通過科技賦能與資金支持更新物流體系，積極防範糧食、能源等重要產品供應短缺風險，將為應對疫情等緊急情況下的供應鏈安全提供有效保障。

長期來看，依託數字賦能推動國家物流樞紐網絡建設，統一流通體系有助於要素跨區域流動，將有效降低國內要素流通成本。

同時，統一大市場有利於提升各類市場主體在競爭中的公平性，降低區域、行業壁壘，將有更多中小企業可以進入到更多的產業領域，進而穩定供應鏈微觀基礎。

刺激效應浮現 樓市重拾升軌



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

政府統計處公布，經季節性調整的失業率由2022年1至3月的5%，上升至2至4月的5.4%高位，創10個月新高，失業大軍更破20萬人的關口。然而，失業率升，樓價仍然拾級而上，業主的信心更是逐步恢復。

在截稿前，美聯信心指數（MCI）最新報53.7點，按周再升2.1點，漲幅4.1%，連升5個星期。是否代表港樓已經進入「多元宇宙」，完全脫離經濟範疇呢？

事實上，筆者已經多次強調，看樓價升跌不能只考慮單一因素，應綜合整體經濟環境。

過往香港樓價受壓，主要原因是經濟轉差，例如面對金融風暴、金融海嘯、「沙士」等挑戰，導致失業率均處於高水平，樓價亦一度大跌。

失業數據滯後 後市料好轉

今次失業率上升屬受疫情影響，略有別於以往是整體經濟陷入衰退導致失業率「持續性」地上升。需留意的是，今次失業率上升有「局部性」，失業人士主要為零售、住宿及膳食服務等疫情相關行業；反觀金融、保險、地產、專業及商用服務業等行業受影響較小，同樣與以往屬各行各業「廣泛性」失業數字增加有所分別。

近日失業率回升，已屬市場預期之內，而且數字「滯後」。隨着本港疫情轉趨緩和，加上消費券等一系列紓困措施，預期本港失業率會逐步回落。這點從新失業率公布後，港股未有受影響，重新反彈突破2萬點，可知港人對經濟的信心，已經從谷底回升。

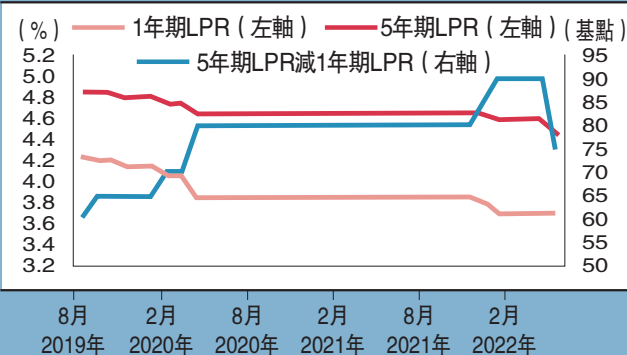
樓價向來受多項因素影響，例如經濟問題、政治議題、樓市供求以至息口情況，均左右樓市走勢。所以僅失業率的單一上升，相信對樓價影響有限。故此，如果下半年利好因素持續浮現，加上放寬按揭保險樓價上限的刺激效應，整體樓市重拾升軌是指日可待。

本月一手成交料達1500宗

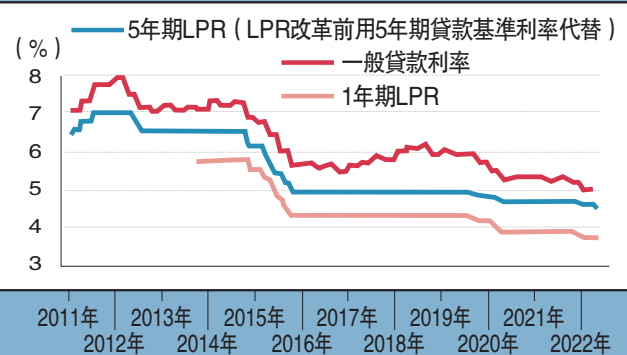
最近樓市表現的確已經重展升勢。綜合美聯分行資料，統計5月9日至15日的一周，全港35個大型屋苑錄78宗買賣，與年內迄今平均約77宗水平相若，維持穩中向好勢頭。至於樓價方面，美聯樓價指數最新報168.94點，連升6個星期，本年迄今跌幅已進一步收窄至約1.5%。

一手方面，近期發展商密鑼緊鼓部署攻勢，多個新盤同時展開推售或於短期內登場，熾熱程度實屬近期罕見，而且無論是市區細單位、大型鐵路盤項目抑或是低密度豪宅物業，價位由細碼至大價物業均「應有盡有」。

5年期LPR相比1年期首次縮窄



5年期LPR下調有望帶動貸款利率下行



資料來源：Wind、平安證券研究所