

降債務負擔 推動消費投資



世經明察 張明

中國社會科學院
金融研究所副所長

人行昨日公開市場開展20億元（人民幣，下同）7天期逆回購操作，中標利率1.9%，上一交易日為2.0%，降息10個基點。此次降息是去年8月政策利率下調後的又一次降息。市場普遍預期，短端政策利率下調後，明日的中期借貸便利（MLF）和20日貸款市場報價利率（LPR）大概率也會跟進下調。

政策性利率為什麼需要下調？

當前經濟運行面臨的主要矛盾是需求不足。應對需求不足，宏觀經濟學家開出的主要藥方是寬鬆貨幣政策，各國央行實踐中的做法是降低政策利率，以及更進一步的量化寬鬆政策。

從實踐效果來看，美、歐、日等國主要憑藉寬鬆貨幣政策都逐漸走出了需求不足局面，實現了較為充分的就業和經濟增速。

利率政策之所以受到如此重視，是因為調整政策利率對於總需求不足局面是一種非常具有針對性的應對措施。政策利率下調帶動全社會融資成本下降，儲蓄存款利率下降，資產估值上升，每個跟錢沾邊的經濟個體都會受到影響。背負債務，借錢投資和消費的企業和居民從中得利；不願意花錢，把錢存在銀行而不願意投資權益資產的儲蓄者受損。政策利率調整不僅通過價格指揮棒鼓勵投資和消費，遏制儲蓄；還迅速放大了債務人的錢包、投資者的錢包，讓他們有錢投資和消費。

但市場現在有所擔心，利率政策是否能有效提高需求，利率政策傳導機制是否順暢，畢竟中國經濟當前的民營企業投資信心弱，還有其他很多結構性問題。擔心降低利率是否會嚴重衝擊人民幣匯率，衝擊銀行業。也許正是因為這些擔心，使得過去三年中，政策利率調整非常有限。2015年經濟下行期間，中國採取了十次降息，政策利率累計降低幅度185個基點。疫情爆發以來，中國三次降低政策利率，累計降低幅度55個基點。

看真實利率，儘管疫情以來儲蓄意願大幅上升，投資意願大幅下降，但是真實利率並沒有比疫情之前更低。真實利率缺乏充分調整，不能幫助恢復儲蓄和投資缺口，總需求不足局面一直難以擺脫。

如何看待和回應對利率政策的這些擔心，並非本篇文章所能完成的任務。這裏我們想通過一個簡單的情景分析，看看下調政策利率的威力如何，對下調利率的各種擔心是否站得住腳。

根據國際清算銀行（BIS）數據，截至2022年三季度末，中國非金融部門總債務規模為355萬億元。債務形式上，人民幣貸款為224萬億元，佔比約64%，是中國最主要的債務形式。其次是政府債券和企業債券，兩者加總約為94萬億元，佔比約26%。剩下的其他形式債務佔比10%左右。

分部門看，居民部門、非金融企業部門、政府部門的債務規模分別為74萬億元、190萬億元和91萬億元。BIS的數據顯著低估了中國廣義政府部門的債務規模，因為部分地方城投平台的債務計入了非金融企業部門，而這部分債務被普遍認為是政府的隱性債務，屬於廣義政府部門的範疇。經過調整後，居民、非金融企業部門（不包括城投公司）和廣義政府（包括城投公司）債務規模大約是74萬億元、161萬億元和120萬億元，分別佔總債務的22%、45%和33%。

顯著提升資產估值

參照各國央行的慣例，政策利率是央行對金融體系的隔夜拆借利率，對應中國的政策利率體系中則是7天逆回購利率。假定政策利率與債務成本之間可以完全傳導，即政策利率下降1%，債務成本也會下降1%。當前的7天逆回購利率2%，降到零就是下降2個百分點。全社會利息下降約為7.1萬億元。再結合各部門的債務分布，居民、非金融企業和廣義政府部門的利息支出將分別下降1.48萬億元、3.22萬億元和2.4萬億元，共計7.1萬億元。

從中國過去降低政策利率的經驗來看，會帶來貸款利率更大幅度的下降，這意味著2%的政策利率下降會帶來超過2%的貸款利率下降，居民、企業和政府少付的利息規模會更大。

政策利率降到零是一種非常明確且強烈的擴大需求信號，會顯著改變當前市場主體的預期並促使其消費和投資行為發生改變，也可以直接提升風險資產的估值。政策利率下降帶來的利息減少等價於非金融企業的淨利潤增加，這也會帶動股票價格上漲。降低政策利率對居民部門的影響則是差異化的，主要受益群體是背負債務的中青年群體和有房貸的家庭。

與此同時，存款利率、理財收益率和貨幣基金收益率也會同步下降，這部分損失主要由淨儲蓄人群承擔。而企業和政府是淨負債部門，利率降到零對企業和政府都極大減少了債務負擔。

綜上，政策利率降到零後，所有部門的資產負債表都會改善。這些改善部分來自現金流的改善，部分來自資產價格提升帶來的資產增值。

港人宜重拾拚搏精神



樓市新態 汪敦敏

祥益地產
總裁

正當人人評估香港經濟及樓市回復情況不甚理想的時候，筆者認為港人忽視了自身奮鬥精神下降的因素。在勞動力市場上，香港正從過去幾十年的保守觀念中走出來。面對未來的全球競爭，香港積極引入金融人才、創科人才。雖然香港當下已接近全民就業，但若整體競爭力下降，高薪崗位只能由域外聘請。事情的重點不是別人搶了你的飯碗，而是港人自己要進步去把握職場機遇。

筆者在網上群組討論投資環境的時候，從事創科項目的老友提出：「我們近兩個季度審批入圍的創科項目，九成以上都是內地團隊，香港人不努力求上進，被淘汰是必然的。早年投行如是，現在創科也如是。」

短視賺快錢 跟不上轉型洪流

無錯，港人的奮鬥精神嚴重褪色才是令人十分擔憂的大事。

「香港人近年沒有領袖人物去帶班白紙一張的年輕人改變心態。」其他老友的分享也發人深省。「港人儲到錢就投資股票、近十幾年炒地產賺到錢，所以香港人沒有準備過，亦沒有打算去準備轉型做科技」、「香港企業做生意最緊要快，快回籠，快賺錢，搞完科技都幾年，除非有內地的大市場支撐，相信香港人一世都不會有大型的科技產品生產到。」

更有朋友表示，根本問題在於年輕

一代奮鬥心不足。「創業始終是一將功成萬骨枯的事，成功率極低，是一種為人類整體進步服務的篩選，港人大多「精尾尾」、太重成功率。如果要計把握計成功率，相信沒人會走去創業。」

香港一向靠自由本性發揮去賺錢，政府過去只是協調角色，因為過去數十年也是大平盛世。在今天，中美競爭加劇，不同板塊都在衝突磨擦，東升西降是大勢。而從商者更不應留戀過去的運作方式，應該做好本分去配合環境轉變創出新天地。

撤銷樓市辣招？要政府派錢？上述要求雖然有其道理，但是「還原舊有」並不及「改革向前」重要。

筆者是上一代的奮鬥者。我經營的是地產代理工作，這行業本來是以草根階層參與的行業，以多勞多得、拚搏精神為本錢，但近年行業以人海鋪海為競爭手段，前線營業員因僧多粥少、過去風光日子一去不返。在惡性角力的背景下，行業產生了「我們不用做ground work（基本工作）」與「我們可以隨時遲到早退」的心態，行家等於在進行「去勤奮」的文化運動。

筆者經營的公司面對這種歪風，一方面以「多舖少人」策略對抗人海鋪海策略，另一方面則縮短工作時間、嚴禁超時工作，作出假期及早收工獎勵。目的是釜底抽薪，確保收工前的工作效率，保持一定的競爭力。半年之間，本公司成為行內最早收工和「最chill」的地產代理。同事開心了，我們的生意無少到，但在掌握到環境變遷的考驗之餘，其實也慨嘆香港奮鬥精神的徹底倒退呢。



▲分析認為，存款利率下調對儲戶的吸引力減弱，「存款搬家」的現象或將強化。

資料圖片

內地六大國有銀行上周先後更新了人民幣存款掛牌利率情況，活期、定期存款利率均有所下調，中長期定期存款下調幅度更大。周一（6月12日），部分股份制銀行又宣布下調人民幣存款利率。筆者認為，掛牌利率調整預計可以為銀行節約2-3個百分點存款成本。考慮到存款成本壓降幅度和效果出現的時間，結合當前的宏觀經濟環境，MLF（中期借貸便利）下調利率仍然有較大的可能性。

下調貸款利率 刺激經濟活力



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

繼國有六大行後，部分全國性股份行宣布下調人民幣存款利率。據報道，包括招商銀行、浦發銀行、中信銀行、光大銀行、民生銀行等全國性股份制商業銀行下調了活期、定期存款利率。調整後，這些股份制銀行人民幣活期存款年化利率為0.2%，與國有六大行持平；3個月、6個月、1年、2年、3年、5年期定期存款，除招商銀行與六大行利率保持一致之外，其他股份制銀行利率均略高於六大銀行。此外，與六大銀行類似，各家股份制銀行的3個月、6個月、1年定期存款利率均沒有調整。

此前，平安銀行、桂林銀行、四川天府銀行等多家銀行宣布將從5月15日起下調通知存款和協定存款的利率，降幅在20基點到55基點之間。其中，平安銀行調整其「智能通知存款」產品的執行利率，調整後多數分行的1天期、7天期執行利率將比基準利率提高20基點。桂林銀行對通知存款各期限存款產品利率和單位協定存款利率下調幅度高達55基點，而鄭州銀行對鄭薪寶存款產品執行利率下調30基點。

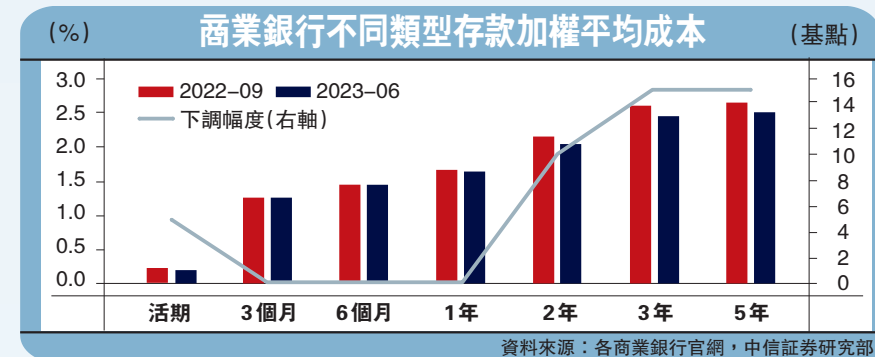
近期多家銀行暫停銷售「智能通知存款」，智能自動滾存的存款通知存款存單到期後便停止業務。據報道，平安銀行於2023年5月14日起暫停銷售「智能通知存款」產品，屆時該行產品在線上及線下渠道均不再支持新增簽約。東營銀行自5月15日起，暫停智能通知存款業務辦理。此外，新疆南津喀納斯農商銀行也將取消個人1天、7天通知存款產品自動續存功能。

下調存息紓緩內銀息差壓力

本輪存款利率調整的驅動因素包括：

其一，在金融支持實體的背景之下，貸款利率顯著下行，然而銀行的負債成本保持相對剛性，淨息差持續壓縮，加大了經營壓力。近年來LPR（貸款基礎利率）不斷調降，人行逐步通過引導商業銀行貸款定價行為的方式，推動實體經濟和企業融資成本下降，新發貸款加權平均利率降至歷史極低水平。但在實體部門融資便利性抬升的同時，銀行經營的壓力也隨之增大。尤其是在銀行負債成本保持相對剛性的背景下，貸款利率的降低客觀上壓縮了銀行的息差空間。根據上市銀行2022年年報，在國有六大行中，除中國銀行外，其餘五家國有大行2022年淨息差均有不同程度的下滑。而從商業銀行整個體系來看，淨息差從2022年開始便跌破2%，此後一路下行，屢破新低。淨息差下行已然成為當前銀行經營中需要重點關注的問題及主要挑戰。

其二，存款定期化趨勢愈加明顯，且長期限存款和部分特殊存款產



品定價偏高。人行數據顯示，截至4月末，個人存款中的定期及其他存款佔比升至71.22%，較2022年末提升3.12個百分點；企業存款中的定期及其他存款佔比升至67.71%，較2022年末提升1.88個百分點。此外，筆者統計了上市銀行披露的個人與公司定期存款佔比變化，發現近三年二者佔比分別上升了3.84個百分點和1.31個百分點。在此背景下，大行3年期和5年期存款掛牌利率在本輪調整前，明顯高於同期限國債到期收益率，因此存在一定的調整空間。此外，通知存款和協定存款都具有類活期存款的特徵，但在實際情況中利率卻遠高於活期存款，屬於變相「高息攬儲」，因此也需要對這類產品進行規範，有助於銀行負債體系更健康地運轉。

其三，商業銀行主動負債管理能力增強，市場化進程下存款利率也將逐步向金融債、同業存單等產品收斂。近期，作為商業銀行主動負債管理的主要工具之一，同業存單受到資金面寬鬆等因素的影響，發行利率整體震盪走低。在比價效應和替代效應的影響下，存款難以維持以往的高利率，未來隨著審批流程簡化、金融債儲架發行制度逐步落地，銀行發行人可合理把握市場時機，靈活調整發行節奏，主動負債管理能力提升，也將帶動以存款為代表的被動負債成本向市場化產品收斂。

掛牌利率調整對於非議價客戶（以零售為主）有較大的影響，考慮銀行存款結構，預計可以為銀行節約2-3基點存款成本，如果後續中小行跟進，預計將從中受益更多。參考商業銀行2022年末負債端流動性風險報表，剔除了數據不完整的銀行樣本後，筆者發現各類銀行即時償還存款佔比最高，而剩餘期限在1-5年的存款佔比基本在20%至30%區間，城農商行的長期限存款相對權重更大。假設零售存款佔比為50%且到期周期均勻分布，筆者測算，本輪調降存款利率對商業銀行平均存款成本節約幅度大約在2.3-2.5基點，在新發放貸款定價走低背景下，降低銀行存款負擔有助銀行可持續發展。考慮到大行調降有一定的示範效應，如果後續中小行跟進，預計將從中受益更多，但受制於儲備能力，中小行存款調整幅度可能不及大行。

推動居民儲蓄流向理財

存款利率下調，對儲戶的吸引力減弱，「存款搬家」的現象或將強化，個人有可能將存款資金轉移至消費投資等活動。存款利率上下調，

儲戶獲得的利息收入減少，存款作為資產配置選項的吸引力也隨之下滑。人行最近進行的問卷調查結果顯示，由於居民收入信心回暖，消費、投資等場景恢復，居民儲蓄意願較去年年末已經邊際減弱。4月居民存款減少也側面印證了這一現象，筆者預計儲蓄意願下降的趨勢短期內還將延續，直至恢復至常態水平。

考慮到儲戶對於原屬於存款的資金的安全性要求往往更高，因此銀行理財等低風險資管產品或將迎來增量資金。筆者注意到在4月居民存款結束連續十三個月同比多增的同時，理財規模則是時隔半年止跌回升，債券基金和混合型基金的規模也較3月上行，說明一部分儲戶在「存款搬家」後，將目光投向這類低風險資管產品。同時筆者也認為，考慮到儲戶對於原屬於存款的資金會有更高的安全性需求，因此理財為代表的這類市場未來還將持續迎來增量資金。

下調貨息降低實體融資成本

存款利率下調為LPR報價下調提供空間，但考慮到存款成本壓降幅度和效果出現的時間，筆者認為後續MLF降息仍有較大可能性。去年已有過兩輪銀行集體下調存款利率的事件，上月初通知存款和協定存款利率上限也加強了規範，但由於存款定期化等原因，銀行息差壓力仍大，增量存款利率調整暫時不足以立刻驅動商業銀行下調LPR。此次存款利率的再度調整雖然有利於降低商業銀行的負債成本、穩定銀行淨息差，從而為LPR調整提供了緩衝空間，但是考慮到前文測算的存款成本壓降幅度和「負債—資產」利率傳導效果出現的時間，面對當前經濟修復挑戰，降低政策利率依然有較大的可能性，從而通過「MLF-LPR」機制來進一步降低實體經濟融資成本、刺激經濟活力。

下調MLF利率，可以促進增量貸款利率更快下行，同時釋放更強的「穩增長」信號，從而為經濟修復提供支持。不過，考慮到人民幣匯率短期貶值壓力抬升、美聯儲停止加息節點仍有不確定性，本周MLF操作可能仍有一定的懸念。本周6月MLF操作即將落地，而美聯儲6月議息會議也將召開。經濟基本面偏弱的環境下，後續MLF降息存在一定的可能性，而6月也成為了重要的政策觀察期。與之相對，市場對美聯儲6月暫停加息存在較高預期，但加息終點將在何時出現市場仍有分歧。疊加短期人民幣匯率貶值壓力抬升，本周MLF操作可能仍有一定的懸念。