



▲調整存量房貸利率有助降低居民購房成本及利息負擔，穩定地產市場。

8月1日，在人民銀行、外匯管理局召開2023年下半年工作會議上，提出了「指導商業銀行依法有序調整存量個人住房貸款利率。」此前在7月14日的新聞發布會上，人行貨幣政策司司長鄒濶曾表示，「按照市場化、法治化原則，人民銀行支持和鼓勵商業銀行與借款人自主協商變更合同約定，或者是新發放貸款置換原來的存量貸款。」對比近期人行從「鼓勵」到「指導」的表態，筆者認為，居民存量房貸利率的調整或逐步落地。

存量房貸利率如何調整？



經濟把脈 梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

居民資產端和負債端的利率「倒掛」，引發居民提前還貸潮。實際上從去年2月開始，就出現了居民中長貸單月負增長的情況。到今年上半年，人行公布個人住房貸款累計發放3.5萬億元（人民幣，下同），但6月末的個人住房貸款餘額比去年末還減少了2000億元，也就是上半年償還貸款規模近3.7萬億元，較去年上半年的償還額多出近1.31萬億元。

作為居民部門資產端的最大組成，房地產資產的價格預期已發生了調整，近兩年70個大中城市的房價同比也進入了負區間。

同時，隨着市場化利率的走低，其他金融產品提供的回報率相比往年也要偏弱，典型的例如餘額寶的年化收益率已長時間低於2%、無風險的存款利率也連下調。

在負債端，我們主要考慮佔比接近八成的房貸成本。中國的房貸利率是有管理的，儘管市場利率已經回落，房貸利率的調整幅度卻較為有限，尤其是存量部分的房貸。2021年底，新發放的個人抵押貸款利率高達5.63%。截至今年3月，新發放的平均利率相比2021年底下行1.49個百分點。但存量房貸方面，點差是固定的，因此僅跟隨5年以上LPR（貸款市場報價利率）調整了0.45個百分點（截至7月）。

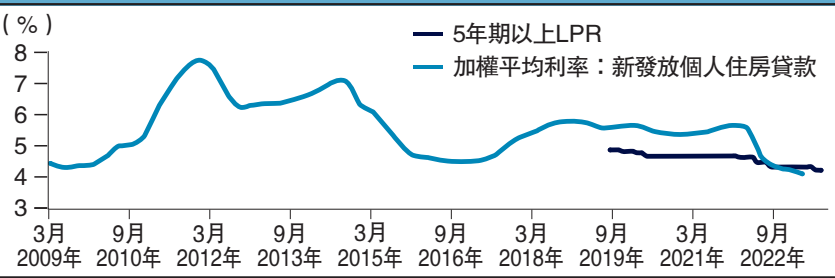
根據筆者估算，當前存量房貸利率的平均值仍然在4%至5%。尤其是在2020年和2021年投放的房貸利率更高，平均仍在5%以上。而這些還只是平均值，考慮到個體情況，也有部分居民償還的房貸利率水平還在6%附近。因此，要減緩提前還貸的趨勢、穩定融資需求，有必要同步調整居民負債端融資成本，尤其是存量房貸利率存在明顯的調整空間。

另一方面，房地產政策也在「調整優化」。近月，30個大中城市商品房成交數據顯示地產市場依然偏弱運行。而7月中共中央政治局會議新增表述「適應中國房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢，適時調整優化房地產政策」。筆者認為，對房地產的定調已在積極變化，存量房貸利率的調整也能夠降低居民購房成本及利息負擔，有助於穩定地產市場。

轉按揭業務值得參考

那麼對於存量房貸，有哪些方式可以實現降成本？對於具體操作，人行表示「支持和鼓勵商業銀行與借款人自主協商變更合同約定，或者是新發放貸款置換原來的存量貸款」。考慮到中國當前的房貸利率按「5年期LPR+點差」執行，如果主要對存量房貸進行降成本，銀行可以和部分居民「協商變更」點差水平。比如，對於那些當前執行的利率水平還在5%以上的客戶，如果將點差降至0，那麼至少能夠將利率調低0.8個百分點。

存量房貸利率跟隨5年期以上LPR僅調整0.45個百分點



又或者，銀行以「統一打折」的方式進行調降，也就是對點差進行一致的壓縮。

類似給存量房貸降成本的措施，實際上在2008年前後也曾實施過。受美國金融危機及前期地產調控收緊的影響，2008年下半年，中國經濟和房地產市場出現下滑。為了穩定房地產，寬鬆政策開始加碼。10月，人行發布《關於擴大商業性個人住房貸款利率下浮幅度等有關問題的通知》，開啟了存量房貸利率的調整進程。在此前下限為0.85倍的基礎上，通知提出，商業性個人住房貸款利率的下限擴大為貸款基準利率的0.7倍。而且這個條款不只針對新發放貸款，也同樣適用於存量房貸利率，銀行可以與客戶協商進行調整。

而「轉按揭」業務的復出，才真正推動了存量房貸優惠政策的加速落地。儘管人行在2007年叫停過轉按揭業務，當時仍逐步有中小銀行重新推出「同名轉按揭」產品，即幫助客戶通過擔保公司擔保等手段將住房按揭轉移至能夠提供七折優惠利率的其他銀行。實際上，就是部分銀行開始搶佔存量的房貸市場。可以預見，為了穩定優質的房貸客戶，剩餘的銀行也不得不加入利率調整的行列，居民的議價能力則明顯提高。

2008年存量房貸優惠與降息並行，部分銀行個人貸款業務的收益率下行超2個百分點。以工商銀行為例，在2009年，個人貸款收益率降至4.93%，比2008年的均值下降2.2個百分點。四大行中，收益率下滑幅度最低的中國銀行也實現了1.74個百分點的平均降幅。個人貸款收益的下行一方面源於抵押房貸利率的優惠調整；另一方面也受2008年人行五次降息的影響。

可建立再融資機制

此外，參考一些發達經濟體的做法，居民貸款降成本也可以通過完善的再融資（re-finance）機制來實現。例如，美國的住房抵押貸款再融資可以大致分為四類：普通貸款再融資（rate-and-term）、提取現金貸款再融資（cash-out）、現金流入貸款再融資（cash-in）和其他貸款再融資。如果在利率下行階段，居民就有權利在一定還款期後，與其他銀行協商用更優惠貸款替換原來貸款。

所以，除了已經鎖定非常優惠利率的，大部分美國居民都會選擇在合適的時點對房貸進行再融資。尤其是在2020年疫情以後，隨着房貸利率創出新高，居民抵押貸款重新再融資的

規模迅速上升，最多的時候達到同期購買新房借貸規模的1.7倍。由此，市場利率的下行也能夠順利向存量的房貸利率傳導，到2022年3月，美國所有未清償房貸的平均利率相比2019年末已回落0.63個百分點。

總結來看，要推動存量房貸降成本，人行仍有必要進一步提供政策激勵。在2008年那輪存量利率調整中，轉按揭業務發揮了重要的作用。而在2019年人行就發布公告，強調嚴禁提供個人住房貸款「轉按揭」「加按揭」服務（公告〔2019〕第16號）。筆者認為，如果缺乏類似轉按揭業務等的推動力量，要支持銀行落實房貸調整，可能會比較困難。

長期來看，筆者認為最根本的，是要建立中國居民部門的再融資渠道，這樣才能夠提高居民的議價能力，實實在在的保障居民的合理利益。

銀行淨息差或受壓

存量房貸利率如果進行調整，最直接的影響是對消費起到積極的支持作用。因為這對於居民而言，相當於降低了負債成本，減少了居民的月供開支，邊際上對消費是有一定托底作用的。另一方面的影響是商業銀行利潤。投放利率明顯偏高的貸款主要就集中在2018至2021年，這部分存量貸款當前的利率水平普遍還在5%以上。由於這部分個人房貸的投放時間尚短，佔存量房貸規模的比例不低，降利率的影響就會比較顯著。

據筆者估算，存量房貸當前的加權平均執行利率或在4.8%附近。如果本輪存量房貸利率的調整目標為最新投放的利率水平，即4.14%（2023第一季度的平均利率），那麼兩者差距超過0.6個百分點。截至今年上半年，存量的個人住房貸款餘額總計38.6萬億元，如果按照0.6個百分點的幅度進行利率調整，或將對應減少銀行的年利息收入超2000億元，佔2022年銀行業2.3萬億元淨利潤的比例約10%。如果按照0.4個百分點的調整幅度進行估算，對銀行淨利潤的影響或縮減至6.7%。

銀行淨息差已在低位，存款利率或也仍存在一定調整空間。作為銀行核心優質的資產，存量房貸利率的調整或將對銀行淨息差帶來一定影響。截至2023年3月，商業銀行的平均淨息差已降至1.74%。

因此，隨着存量房貸利率的調整，為了支持銀行的穩健經營，筆者預計中國存款利率聯動調整或也存在空間，同時降準的可能性也在提升。

私人投資者為美債「買單」



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

受今年第二季度美國國內生產總值（GDP）超預期增長、財政部增加發債規模及惠譽下調主權信用評級等因素干擾，10年期美債收益率在美國聯儲局加息周期基本結束的情況下持續上漲，並且在近期刷新了去年11月以來的新高。在這種背景下，股神巴菲特連續兩周各買入100億美元美債；與此同時，著名對沖基金管理人比爾·阿克曼卻在大力做空美債。

首先需要指出的是，巴菲特和阿克曼的投資策略並不矛盾。秉持「現金為王」理念的巴菲特，主要利用類似3個月期限的短期國債進行現金管理，阿克曼則是在預期美國通脹將長期處於高位的背景下，通過做空30年期美債來下注長端利率將逐階上行。二人同樣投資於國債，但選擇的標的卻不相同：

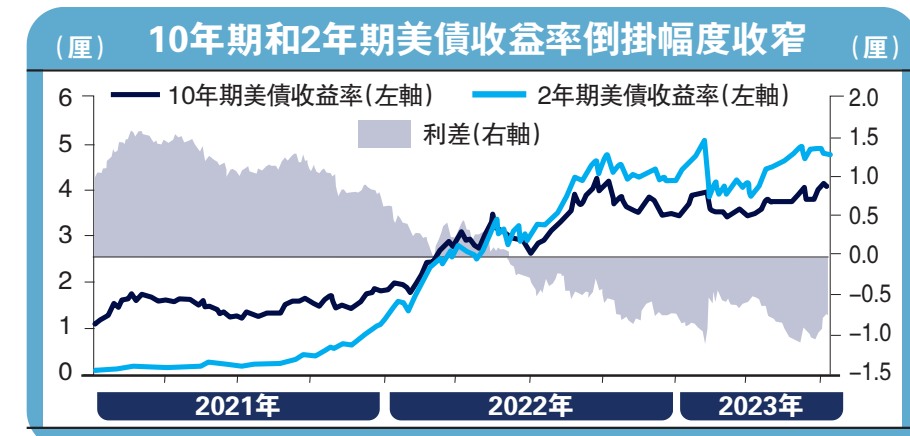
從秉持現金為王的巴菲特來看，目前短期期限的美債收益率十分有吸引力，同時由於美聯儲可能已經結束了加息進程，這也有利於短期債券收益率的下降。

而從阿克曼的角度來看，做空長期美債反映了長期通脹預期，同時做空美債也可以對沖長期利率上升對股市的影響。他也表示，債券的供給也是一個需要考慮的因素，美國政府需要增加國債供應來為當前的預算赤字、未來的開支計劃，以及更高的再融資利率提供資金，這也意味着利率將在較長時間內保持在高位。

有意思的是，兩位著名投資者在美國國債上採取的行動，在很大程度上會幫助美債收益率曲線的「正常化」進程。事實上，在過去的一箇月中，2年期和10年期美債的利差大約出現了14個基點的收窄。

正如阿克曼所擔心的，美債評級下調引發的「蝴蝶效應」正在愈演愈烈。與此同時，美國財政部已經開始啟動出售數千億美元的國債，其對國債收益率的壓力「可見一斑」。

理論上而言，大規模的債券發行很可能會導致債券市場的利率上升，這可能會對整體經濟產生類似於量化緊縮（QT）的影響，因此，美國財政部發債可以變相地視為加速「縮表」。在這種情況下，誰會為財政部「買單」，而國債收益率又將如何演繹自然成為了市場關注的焦點。



美加息結束 股樓市道向好



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

國際貨幣基金組織（IMF）總裁格奧爾基耶娃指出，全球經濟正在放緩，尤其是製造業，中期增長前景依然疲弱。外媒調查反映大多數受訪經濟學家預料聯儲局7月加息之後，結束加息周期。通脹料回落，息口再難大加，股樓投資市場看好。

上述調查顯示，市場一致預期聯儲局7月底政策會議之後加息0.25厘；大多數受訪者認為，7月底加息後，加息周期將結束。而早前訪問的106位經濟學家，全部預測7月底加息0.25厘，美國聯邦基金利率目標區間升到5.25至5.5厘。只有19人估計7月加息之後，聯儲局仍會加息。預計明年3月底前最少減息一次的受訪者比例下降至55%，較上次調查大幅下跌23個百分點。

對於通脹前景，29名回覆受訪者之中，有20人預計今年底核心通脹率會稍為下調，或維持目前稍低於5%的水平，工資升勢是核心通脹最麻煩部分。所有主要通脹指標預計，最快要到2025年才降至2%。

市場關注的焦點。

市場對於利率上行的擔憂可以理解，這也讓阿克曼的警告顯得更加真切。更讓人擔憂的是，美聯儲的量化緊縮仍在緩慢進行中，大規模的量化緊縮一旦開始，將會對債券市場的供需關係產生更大的衝擊。從這個角度而言，美債收益率的上行似乎才剛剛開始。

債市利率易上難下

利率會上行到何處？會不會對金融市場產生巨大的衝擊？會不會影響美聯儲的貨幣政策？這些問題時刻都在困擾着投資者。

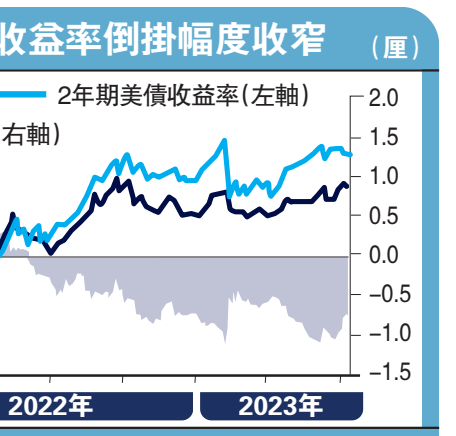
從美聯儲資產負債表端計算，截至8月2日，美聯儲總資產較2023年3月22日短期峰值（約8.73萬億美元）縮減5270億美元。按照BIS（國際結算銀行）研究結果「在8年期債券市場收益率出現10個基點變化時，非央行參與者將吸收2150億美元的「縮表」規模」，筆者採用收益率比較接近的10年期美債進行簡單線性外推，5270億美元的「縮表」理論上會推升10年美債收益率約25個基點，實際卻是10年美債收益率在過去的四個多月時間內已經攀升了約64個基點。

如果在更長時間維度計算，截至8月2日，美聯儲總資產較2022年4月13日峰值（約8.97萬億美元）已經縮減7587億美元，對應10年期美債收益率升高約35個基點，而10年美債收益率在此期間已經提升約138個基點。

由此可見，不論在短期抑或稍長時間維度內，長端美債收益率已經在定價未來可能的快速「縮表」。另一方面，如果按照10年期美債平均收益率從2厘提升至4厘水平來看，這需要美聯儲大幅縮表近一半資產（約4.3萬億美元）才可以實現。

從這個角度而言，即使美聯儲未來可能減息，但隨之進行的「縮表」也會阻礙美債收益率的下降幅度。

往前看，即使「縮表」會對債券市場造成一定擾動，在量價兩端的相互作用下，美債收益率始終會維持一個動態平衡狀態。換言之，只要長端國債收益率足夠高，私人部門將會「更加積極」為「縮表」買單。尤其是對於養老基金這種擁有較長資產配置的私人部門投資者而言，高利率極低風險的長期國債無疑是一個較優選擇。到最後，無論是巴菲特還是阿克曼，無論是「做多」還是「做空」，都為美國債券市場打了免費廣告。



接近三分之二受訪者預計美國一年內陷入經濟衰退，85%更認為今年底前開始陷入衰退。分析師仍預計今年經濟增長1.5%，較6月調查高0.3個百分點，明年增長將放緩至0.7%。

美國6月份新屋動工按月下跌8%，預期為下跌9.3%，新屋動工有143.4萬戶，市場預期為148萬戶。至於建築許可下跌3.7%，預期為上升0.2%，建築許可有144萬戶，預期為149萬戶。

全球投資氣氛有望改善

儘管美國經濟及通脹有所放緩，但投資市場的樓市及股市經已一馬當先走高。全美住宅建築商協會公布數據顯示，美國7月房屋市場指數升至56，高過6月的55，創出去年6月以來新高，合乎市場預期，反映當地樓市持續穩定地改善。美國股市三大指數道指、納指及標指均扶搖直上，表現硬朗。

美國投資市場逐漸扭轉頹勢，世界各大城市的樓市及股市亦多數有不俗表現，令投資者從去年大跌市損失改變成為漸有利，由蝕錢變賺錢，氣氛大為好轉。如果美國及歐洲通脹能夠低企，加息亦快將行人止步，全球股樓投資氣氛將會進一步向好。去年不振的全球資本市場前景會逐步改善。