

人行果斷減貸息 扭轉弱需求



前沿思潮 郭磊
廣發證券
首席經濟學家

8月15日，人民銀行開展4010億元（人民幣，下同）1年期MLF（中期借貸便利）和2040億元7天逆回購操作，中標利率分別為2.5%、1.8%，較上次操作分別下調15個基點與10個基點。本次降息有兩個特點。一是間隔時間短，上次降息是6月，三個月內兩次降息；二是非對稱式，1年期MLF比7天逆回購降幅高5個基點，這是2019年LPR（貸款市場報價利率）改革之後的首次。

為什麼在短時間內再度降息？筆者理解，一則是落實7月24日中共中央政治局會議「加強逆周期調節和政策儲備」精神的落地；二則7月居民消費價格指數（CPI）轉負（-0.3%），工業生產者出廠價格指數（PPI）仍處低位（-4.2%），實際利率水平仍偏高；從同期出口、經濟數據與金融數據表現來看，經濟有效需求仍偏弱，仍需要降低實際利率水平來刺激需求；三則也是改善微觀預期的手段。

7月24日中共中央政治局會議指出，要用好政策空間、找準發力方向，扎實推動經濟高質量發展。要精準有力實施宏觀調控，加強逆周期調節和政策儲備。要繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，延續、優化、完善並且落實好減稅降費政策，發揮總量和結構性貨幣政策工具作用，大力支持科技創新、實體經濟和中小微企業的發展。要保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。要活躍資本市場，提振投資者信心。

為什麼採用非對稱式的降息？從中國的利率體系與調控機制來看，7天逆回購利率是DR007（7天期銀行間債券質押式回購利率）的政策錨，主要影響貨幣市場利率；1年期MLF利率是國債利率和LPR的政策錨，主要影響債券市場和貸款市場。給予MLF利率更高的降幅，可以引導國債收益率和LPR更大幅度的下行，降低政府與實體部門融資成本，更有效的刺激需求；而給予OMO（公開市場操作）利率略低的降幅，理論上會使得貨幣市場利率和債券利率利差系統性的收窄，套息空間更低，有助於控制金融機構加槓桿，避免助長資金空轉套利。

另外需注意的一點是，給予MLF利率更高的降幅與存量房貸利率下調、息差偏低的關係並不大。現在利率傳導機制是「MLF利率—國債利率與LPR利率—存貸款利率」。MLF利率的下調會帶

來存貸款利率的同步下調，銀行資產端收益率與負債成本同步下調，息差並沒有得到有效改善。

部分觀點認為「降息對經濟作用有限」，筆者認為這一觀點有待商榷。一則經濟是複雜的系統，穩定經濟需要一籃子政策協同；二則貨幣政策在公眾當中的關注度歷來偏高，降息是比較好的向外傳遞積極的政策信號、穩定微觀主體預期、抑制「需求不足—預期差—減少消費與生產—需求更不足」的負反饋的手段；三則降息能夠降低廣譜利率，減輕政府部門與實體經濟的債務壓力，拓寬積極財政政策的空間，刺激需求。

LPR降幅成關注點

穩增長政策需要一籃子政策協同，單一政策來穩定經濟需要較高的臨界值。如果只有財政政策，政府融資成本會偏高，政府債務壓力較高，財政的空間會受到影響，高利率環境下私營部門需求修復也不易；如果只有貨幣政策，流動性充裕，利率可能偏低，但缺乏政府部門投資與購買，需求形成正向循環也不易。也正是因為穩增長政策需要協同，我們在評價其效果時也應該以系統全局的思維來評判，單一割裂來評價政策的效果都可能造成認知上的偏差。

今次降息後，年內貨幣政策操作還有四個看點：一是在房價與地產銷售轉弱及政治局會議定調「房地產市場供求關係發生重大變化」之後，LPR的調整及其調整幅度；二是存量房貸利率調整的落地；三是對地產領域信用風險升溫的應對；四是降準及其他結構性工具。

6月調降MLF利率10個基點之後，1年期LPR與5年期LPR也同步下調了10個基點，並沒有給予5年期LPR更高的降幅。相較之下，8月LPR報價所面臨的宏觀環境有兩處不同：一是對房地產形勢的定調不同，7月政治局會議未提「房住不炒」，強調的是供求關係發生重大的變化；二是房價與地產銷售變得更弱。是否會有因為這兩處不同，8月LPR報價給予5年期LPR更高的降幅，這是下一階段貨幣政策的一個看點。

對債券資產而言，降息有利於利率曲線的整體下移；對權益資產而言，Wind全A指數在6月26日觸底後，波動有所加大，至8月15日基本走平。

從支撐因素來說，一則目前應該大致在實際GDP和名義GDP底部區域；二則政策穩增長大方向確定；從約束因素來說，一則受到經濟金融數據搖擺、信用風險影響；二則受到對政策斜率預期不確定性的影響。這次降息時點和速度均超預期，有助於重新帶動對政策空間的想像。



人民銀行非對稱式降息，為2019年貸款市場報價利率改革之後的首次。

美經濟下滑 明年或減息



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國聯儲局主席鮑威爾在7月底議息後表示，美國今年不會減息。但紐約聯儲銀行行長威廉斯近日接受媒體訪問時預料，不排除明年年初聯儲局可能開始減息。消息發表後，美股三大指數一度急升。筆者相信假如明年年初減息，美國以至全球投資市場轉旺。

鮑威爾7月底關於今年不會減息言論言猶在耳，聯儲局需要結合通脹水平及下降速度，來判斷何時減息。但威廉斯表示，不排除明年年初減息可能性，將取決於經濟數據。通脹正如預期般回落，隨着經濟放緩，預料失業率將略有上升。威廉斯估計明年美國失業率或升至4%以上。

威廉斯並透露，經已非常接近利率高位，如果通脹持續下降，可能明年開始減息，否則經過調整後的實際利率會持續上升，不符合聯儲局目標。

威廉斯身兼聯邦公開市場委員會副主席，兼擁有永久投票權。他不諱言，

核心通脹經已下調不少。紐約聯儲銀行訂定通脹指標顯示，今年底物價按年增速可能減慢至2.5%，貼近聯儲局2%目標。聯儲局需要在一段時間內保持限制性立場，取決於推動經濟供求及通脹的基本面。

通脹壓力逐步改善

聯儲局理事鮑曼早前指出，他支持7月加息0.25厘的決定，因為美國通脹依然高企，消費開支仍強勁，勞動市場也很緊縮。

被視為局內鷹派的鮑曼指出，貨幣政策並非預設的，須視乎數據而定。假如推動通脹上升的因素仍不變，聯儲局可能要繼續加息才可達至目標。

過去一年，美國資本市場都被加息問題壓得喘不過氣，陷於捱打局面。現在美債已上升到5.25至5.5厘，累積加幅不小，投資市場被壓下去，無法有理想表現。

筆者認為，美債累積加幅已大，美國以至歐洲的通脹開始顯著放緩，經濟動力亦減弱，勉強加息只會造成經濟破壞。現在聯儲局要員經已表示明年初或者會減息，是全球投資者的喜訊。



隨着中國房地產發展環境的變化，全國性的房價趨勢性上漲壓力將會大幅緩解。

面向未來的房地產市場，需要建立起一整套服務新市民的房地產發展邏輯，中央也明確提出「建立房地產發展新模式」。本文提出兩方面建議，一是面向新市民的都市圈建設方案，二是針對房地產行業的債務重組方案，這兩個方案都是盡可能利用市場自發力量解決問題，不給政府增加過多財政負擔。

建立新模式 突破內房困局

青年論壇 張斌 朱鶴

中國金融四十人研究院
資深研究員

學術界普遍認同，城市化、人口紅利和城市更新改造是推動中國房地產持續繁榮的最重要三個因素。具體來說：較快的城市化帶來了新市民的購房需求、城市更新帶來大量房地產建設和投資需求，以及相對年輕的人口年齡結構提供了穩定的中青年群體購房需求。當前上述三個結構性因素都出現明顯變化，帶動未來5到10年中國新增住房需求趨勢性下降。

首先，快速推進城市化的階段已過去，城市化率或接近拐點。中國城市化進程主要體現為農民進城成為新市民，並催生大量的新增購房需求。據第七次人口普查，中國城鎮居民佔人口的比重達63.9%。

其次，大部分城市已基本完成城市更新，未來全國範圍的城市更新需求顯著下降。城市更新主要通過新城建設和舊城改造，這兩種方式都會催生大量的房地產建設和投資需求，是推動房地產快速發展的力量。經過多年高速發展，中國大多數城市已基本完成城市更新，部分地區甚至出現明顯的資源閒置。

最後，中國正進入老齡化社會，未來新增的購房人群不斷減少。第七次人口普查數據顯示，中國人口老齡化的程度不斷加深。在人口增速下行和老齡化不斷加深的雙重影響下，未來的潛在購房人群不斷降低。同時，老齡化意味着人口年齡紅利的消失，進而作為中間變量影響到經濟增速和可支配收入的增速，這也會降低未來的購房需求。

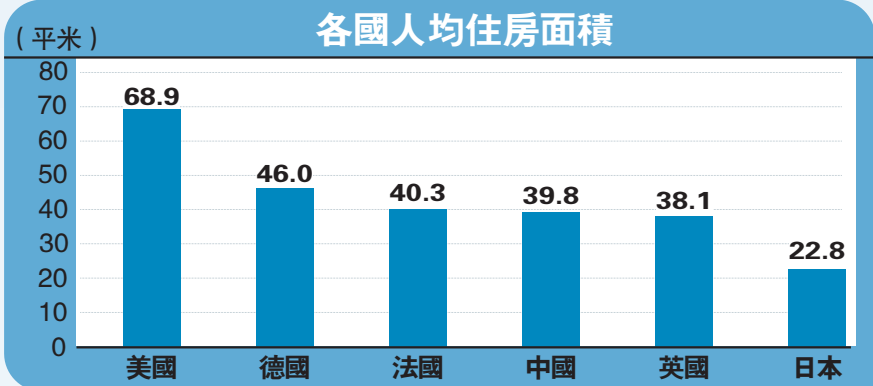
與其他經濟體比較，目前中國人均住房面積與發達國家的差距已經比較小。發達國家人均住房面積最高的國家是美國（近70平方米），德國、法國和英國的人均住房面積相差不大（約40平方米），而日本只有22.8平方米。據住建部數據，2019年中國城鎮居民人均住房建築面積39.8平方米，按照1.3的系數折算成使用面積大概是30平方米，與歐洲發達國家相差10平方米左右，但顯著高於日本水平。

考慮到當前中國人口總量已基本保持穩定，人均住房面積的提升空間有限，決定了未來新增住房需求的增長空間相對有限。

「房住不炒」基本落實

在房地產三高（高房價、高負債、高度金融化）現象下，房地產市場發展進程主要存在兩個突出問題：一是都市圈房價過高，以農民工為主體的大量勞動力在大城市工作但難以負擔高房價；二是房地產的高銷售和高盈利一去不復返，房地產企業盈利難以覆蓋巨額沉澱資產帶來利息負擔，大量房企陷入破產邊緣，未來相當長時間房地產行業面臨資產負債表縮表壓力。

隨着房地產發展環境的變化，全國性的房價趨勢性上漲壓力將會大幅緩解，不過個別大城市可能仍面臨住



房供不應求和房價上漲壓力，部分人口流出城市可能面臨房價下行壓力。房價上漲壓力緩解，加上對購買住房的高首付比限制，以及其他各種限制購買住房的政策限制下，「房住不炒」基本落實，不再成為房地產行業存在的突出問題。

資金過度流入房地產行業，並擠佔其他行業發展信貸資源的判斷，在當前和未來環境下不再成立。在信貸需求不足環境下，通過房地產行業帶動的信貸增長對全社會購買力增長，對其他部門的銷售收入和利潤增長是重要保障。當前和未來主要擔心的問題並非房地產行業佔用過多信貸資源，而是該行業的信貸收縮。

面向未來的房地產市場，需要建立起一整套服務新市民的房地產發展邏輯。與此同時，還要擺脫沉澱資產對房地產企業的拖累，避免房地產成為影響宏觀穩定的脆弱環節。針對當前和未來房地產市場發展面臨的問題，我們提出了房地產新模式下的解決方案：一是面向新市民的都市圈建設方案；二是穩定房地產行業發展的債務化解方案。

善用新市民力量激活市場

面向新市民的都市圈建設方案主要包括兩方面，一是面向新市民的住房或租賃房供給，不僅是房屋供給，也包括教育、醫療配套資源供給，尤其是中小學教育供給；二是面向新市民的住房購買力支持。

建設方案當中，無論是建房還是提供教育和醫療服務，都盡可能利用新市民和企業的市場自發力量，政府發揮的作用是對開發住宅所需的土地交易、設立學校和醫院開綠燈，對低收入群體給予一定的稅收優惠政策支持。考慮到新市民定居對經濟增長和稅收的貢獻，都市圈建設並不會增加額外財政負擔。

供給方：1) 為沒有戶籍和自有住房、長期在該城市工作的打工者發放「長期工作簽證」，以此作為新市民的身份。2) 允許郊區集體建設用地轉為新市民合作建房用地，不佔用當地住宅用地指標。3) 支持為新市民提供眾籌合作建房服務，新市民合作建房免稅，新市民合作建房在出售時只能賣給別的新市民。4) 現有開發商持有的工業、商業等缺乏現金流回報的房產可變更為新市民住房，可用於出售或者租賃給新市民。5) 鼓勵企業為新市民及其家庭成員提供醫療、教育服務，鼓勵正規職業醫生開設診所，鼓勵開設新市民子弟學校，為新市民教育和醫療服務

提供稅收優惠和開設場地政策支持。

需求方：設立針對新市民的住房金融互助機構，該類機構應採取股份制公司形式，保持多家競爭的市場格局。機構資金來源於新市民的低息存款和政府貼息債券；資金用途是針對新市民的貸款，貸款額度與新市民的存款時間和數量掛鉤。

資產證券化改善房企財務

推進房地產行業債務重組不僅是為了穩定房地產市場，也是當前和未來宏觀經濟穩定的重要保障。房地產行業債務重組成功的切入點，是優化房企資產負債表，關鍵措施包括兩方面：一是確保房地產銷售收入不過度下滑，有新的現金流支撐償債能力；二是盘活房企現有的部分沉澱資產，減輕存量債務負擔。因此，穩定房地產行業發展的債務化解方案也包括兩方面。

一方面，推動住房抵押貸款利率市場化，緩解居民償債負擔，穩定居民部門的購房需求。按照發達國家的平均水平，住房抵押貸款利率大概要高於同期國債利率1.5%左右。同樣是以銀行為主的金融體系，德國和日本的住房抵押貸款利率與同期國債收益率的利差只有1.15%左右。

目前，中國住房抵押貸款利率是按照5年LPR（貸款市場報價利率）為基準，2021年第四季個人住房貸款平均利率是5.63%，同期5年期國債到期收益率均值是2.75%，二者利差2.88個百分點。同期，個人住房貸款規模38.3萬億元（人民幣，下同）。參照發達國家1.5%的平均利差水平，房貸利率有1.3至1.6個百分點的下降空間，對應的居民房貸利息支出每年可減少5000億至6000億元。房貸利率下降帶來的利息支出減少，不僅緩解居民部門的償債負擔，改善現金流，同時穩定居民部門的購房需求。從歷史數據來看，居民部門的按揭貸款與住房抵押貸款利率有比較明確的負相關性。

另一方面，採取「貼息+REITs（房地產信託基金）」模式盘活沉澱資產，在化解房企債務風險的同時，增加面向中低收入群體的住房供給。「財政貼息+REITs」模式的核心思路是借助金融市場，通過資產證券化的方式把房企的部分沉澱資產，轉化為具有準公共資產屬性的公共住房。這樣既能夠緩解房企面臨的債務壓力，同時增加地方政府公共住房供給。最初可以選擇部分三線城市試點上述模式，待積累經驗後，採取項目轉化備案制並逐步向全國範圍推廣。