



內陸降低存量首套房貸款利率，在舒緩居民的供樓負擔的同時，相信會帶來刺激消費和提振經濟的效果。

8月31日，人民銀行和國家金融監管總局聯合發布了《關於降低存量首套房貸款利率有關事項的通知》（下稱《通知》），明確了降低存量首套房貸款利率的基本條件、適用範圍及調整方式等內容。當天，農業銀行、建設銀行等機構就發布公告表示，將抓緊制定具體操作細則，按照市場化、法治化原則，通過線上、線下多渠道提供便利服務，依法合規做好利率調整工作。

調降存量按息的三大預測



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

事實上，早前許多商業銀行，例如交通銀行、招商銀行、中信銀行等，已經就降低存量房貸利率問題回應市場關切。如今指導政策正式落地，市場展開熱烈的討論，筆者認為圍繞這一話題有三個關鍵問題需要釐清。

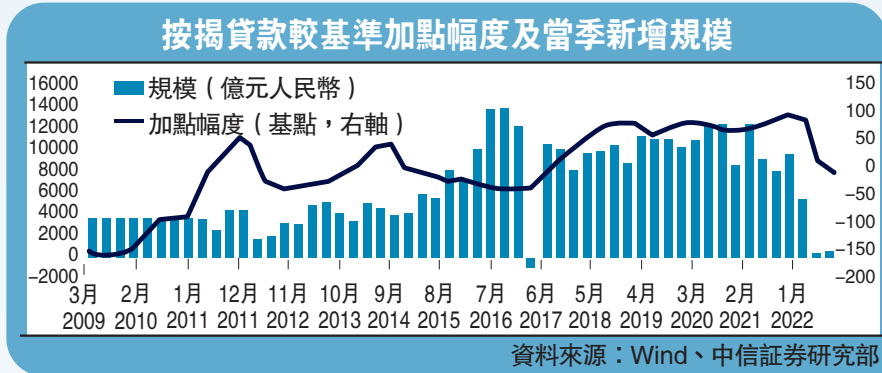
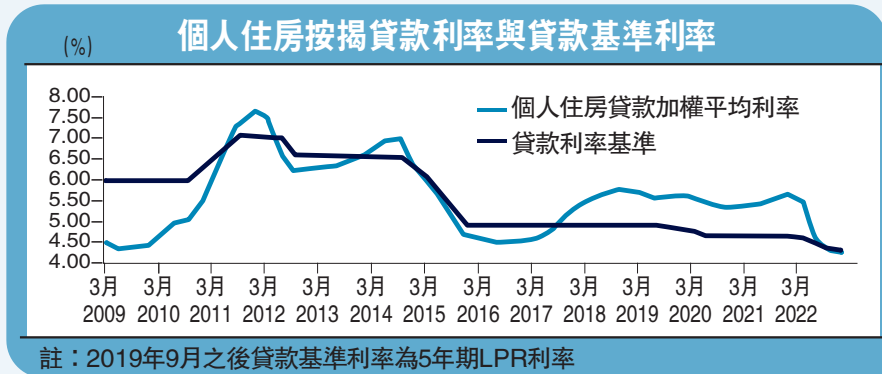
預測一：2011年後新造按揭半數受惠

按揭利率調整的適用對象包括兩類貸款，配合「認房不認貸」，將進一步擴大利率調整的適用範圍。《通知》指出，「存量首套房商業性個人住房貸款，是指2023年8月31日前金融機構已發放的和已簽訂合同但未發放的首套房商業性個人住房貸款，或借款人實際住房情況符合所在城市首套房標準的其他存量住房商業性個人住房貸款。」第一類較好理解，對於第二類，筆者認為主要適用於借款人所在地城市取消「認房又認貸」改而適用「認房不認貸」政策的情形，即調整政策後，可以被重新認定為首套房按揭貸款，也可以享受這一優惠。

調整後的存量房貸利率需符合貸款發放時當地房地產政策，避免借款人將利率風險轉嫁給銀行；考慮到新發個人住房按揭貸款利率自2011年後經常高於貸款基準利率，預計至少過半的存量按揭貸款會出現不同程度的調降。《通知》要求，「在貸款市場報價利率（LPR）上的加點幅度，不得低於原貸款發放時所在城市首套房商業性個人住房貸款利率政策下限」，即按揭貸款加點下調幅度與發放時利率高於當時下行的幅度密切相關。這個規定體現了存量房貸利率調整過程中的市場化和法治化原則。按揭貸款利率的變化本身屬於借款人應當承擔的正常市場波動，自然也不能借本次利率調整機會，向銀行轉嫁這一風險。

由於各地按揭貸款利率政策下限的公開數據不完整，只能參考基準利率推算推導可能的影響範圍。我們統計了2009年以來新發個人住房按揭貸款利率、當期貸款基準利率及淨增規模，自2011年起，絕大多數時期按揭貸款利率高於基準利率，預計至少過半的存量按揭貸款會出現不同程度的調降。

借款人降低存量首套房貸款利率，存在兩種路徑，借款人可主動申請降低房貸利率，但不排除後續銀行批量辦理。《通知》規定，借款人降低存量首套房貸款利率，可以通過兩種路徑：一是由金融機構新發放貸款置換存量首套房按揭；二是協商變更合同約定的利率水平。目前未開放跨行「轉按揭」，即便採取路徑一，也可以避免銀行間的惡性競爭，銀行更多



會依據本行實際情況來動態調整策略。對於符合條件的貸款，借款人可主動申請降低房貸利率，貸款機構應及時響應。此外，我們注意到有關負責人特別提到「鼓勵銀行以發布公告、批量辦理等方式，為借款人提供更為便利的服務。」因此，後續也存在銀行採取這一方式的可能。

預測二：銀行將再降存款息

提前還貸潮是存量房貸利率調降話題的導火索，對於銀行而言，下調存量房貸利率有利於緩解提前還貸問題，留存優質客戶。2022年以來，受到疫情和海外風險的影響，居民資產價值與收入水平的不確定性增大，居民資產端收益率下滑與負債端成本剛性的矛盾背景下，居民放緩了加槓桿的速度，甚至提前償還按揭貸款。2023年初至今，居民的風險偏好已經開始修復，但是「提前還貸潮」並未立即結束。對此，下調存量房貸利率有利於降低居民住房消費負擔、緩解提前還貸問題，避免居民部門資產負債表大幅縮表，也有助於銀行留存優質客戶。

目前銀行淨息差已經處於歷史低位，下調存量房貸利率會進一步壓低銀行利潤空間，如果存量按揭貸款平均下調80個基點，商業銀行息差可能下滑6至9個基點。2023年6月，中國商業銀行整體淨息差為1.74厘，是2010年有紀錄以來的歷史最低值，在低息差和LPR下調的雙重壓力下，壓降存量房貸利率會進一步增加銀行經營難度。筆者曾測算了不同情形下按揭利率調整對銀行的影響。根據媒體報道：「存量首套房商業性個人住房貸款利率調整後，平均降幅大約為0.8個百分點。」若媒體報道屬實，按存量按揭調整比例50%至75%，定價調整幅度80個基點測算，預計對商業銀行全年淨息差的衝擊約為6至9個基點。

雖然存款利率下調一定程度上可

以緩解負債端壓力，但目前調整力度難以完全抵銷貸款利率調整的衝擊，後續仍可能繼續下調存款利率，推動存款利率市場化。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，筆者發現各類銀行剩餘期限在1至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50%且到期期限均勻分布，1年期定期存款利率下調10個基點，2年期定期存款利率下調20個基點，3年期和5年期定期存款利率下調25個基點，筆者測算，調降存款利率對商業銀行平均存款成本節約幅度大約在4至6個基點，難以完全抵銷貸款利率調整的衝擊，因此筆者認為本輪存款利率調整並非終點，後續仍可能繼續下調存款利率，推動存款利率市場化。

預測三：創造1400億元居民消費

存量按揭利率調降還有助於降低居民部門的負債壓力，為擴大消費提供了基礎，從需求端為經濟修復提供進一步的支持。存量按揭利率下調，將會降低購房者月供負擔，金融支出會部分轉化為社會消費支出，從而提升消費傾向，從內需的角度拉動經濟整體修復。根據媒體報道，本次存量按揭利率調整「涉及客戶會超過4000萬戶」，結合前文測算每年銀行減少的利息收入，可以測算得出每戶居民每年可節約3880至5820元（人民幣，下同）的利息支出，變相增加了可支配收入。而居民可支配收入的提高對消費也有帶動作用。

我們以居民消費支出/可支配收入計算指標判斷居民收入變化對消費的影響，近年來基本在0.6至0.7區間波動。假設每戶貸款每年減少5000元利息支出，將可以帶動3000至3500元的消費支出，而全社會消費有望增加1200至1400億元，對應0.10至0.12個百分點的名義GDP（國內生產總值）增速。

油價上揚 通脹預期再度升溫



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

原油價格的超預期上行，給本已略微平靜的市場帶來了新的波瀾。隔夜布倫特原油價格上行至90美元上方，也創下了自去年11月以來的最高點。對於市場而言，上行的原油價格儘管來自於供給側的衝擊（即沙特牽頭的原油減產），但突破過去數個季度運行區間的油價，仍然是一個邊際上不可忽視的變量。

原油價格對金融市場的衝擊一般來自兩個方面：首先是CPI（消費者價格指數），其次是對通脹預期。

事實上，原油價格對於CPI的影響是間接的，因為在多數原油相關產品中，只有汽油被大多數美國家庭直接消費。汽油支出佔所有家庭支出的3%。鑒於原油成本佔汽油零售價格的一半左右，粗略的經驗法則是，原油價格意外上漲20%，意味着汽油消費價格上漲10%，在其他條件相同的情況下，預計CPI將上漲0.3個百分點。由於從石油價格上漲到汽油價格上漲的完全傳導需要大約四個星期，因此石油價格衝擊往往會對每月CPI產生直接影響。換言之，原油價格在近期的快速上行，大概率將會在9月的CPI數據中顯現出來（數據將於10月中旬公布）。

而對金融市場而言，更加需要關注的是對通脹預期的影響。從歷史經驗來看，汽油價格與短期的居民調查類通脹預期存在較高的相關性。這也表明普通居民對於油價的感受程度顯然超過其僅在CPI籃子中3%左右的權重。而一旦短期通脹預期上行，那麼美聯儲也會在未來的數次議息會議中對此予以關注。

另一個值得關注的指標，則是從債券交易得出的收益率曲線的變化。其中市場較為關注的是10年期美債利率，換言之是長端利率減去短端利率而得出的對於中長期通脹的預期。與居民調查類預期不同，金融市場交易得出的通脹預期，更反映了邊際的變化，尤其是對未知衝擊的影響。而居民調查類通脹預期則反映的是實際的物價感受。

從歷史上的擬合效果而言，原油價

格與金融市場的通脹預期存在較高的相關性。換言之，債券市場會對新的邊際增量進行新的梳理，並在交易價格中予以反映。目前，美國的汽油價格已經處於1994年有數據以來的次高位，從這個角度而言，油價一旦出現進一步的上行，那麼金融市場的通脹預期也大概率會隨之反饋。換言之，長端利率上行的幅度可能會更大。

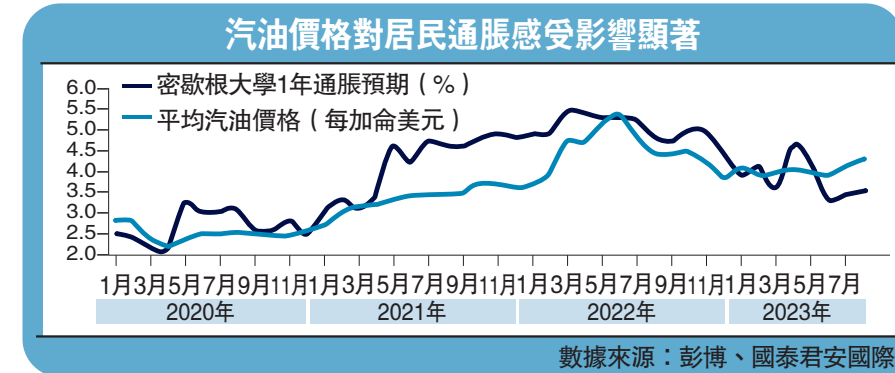
美債息料攀升

說到這裏，肯定有人會問，原油價格一方面影響未來數月的CPI，另一方面卻對長端利率影響更大，這似乎聽起來有些難以理解。事實上，原油價格的上升對於通脹和利率的影響是複雜的，但油價是否會影響「工資—通脹螺旋」，才是界定的分野。筆者在近期的研究中，也一直提及「高通脹」狀態下各種通脹因子之間的高摩擦性，從而導致了通脹的黏性。

近期BIS（國際清算銀行）的研究中也發現，在高通脹狀態下，以石油供應為例，將通脹增長率對石油供應正向衝擊（負向衝擊）等變量進行回歸，低通脹狀態和高通脹狀態中，負向石油供應衝擊下通脹的響應程度是完全不同的。結果表明，在高通脹狀態下，石油供應負向衝擊的影響較為強烈，且其影響程度隨着時間的推移而不斷增強，持續時間可以長達3年。相反，在低通脹狀態下，石油供應負向衝擊對通脹的影響微弱，甚至有抑制作用，可能指向較高的石油價格對經濟活動存在收縮效應，石油需求減少會降低通脹水平。

從這個角度而言，如果認可本輪是一個高通脹周期，那麼原油價格的再度上升對於金融市場的通脹預期抬升，可能是一個傳導更加順暢的過程。簡單的線性外推可以發現，如果原油價格上升至100美元左右，那麼10年期美債平衡通脹利率可能會上行至3%左右的區間，與現在相比大約會高出40個基點。

我們也通過一個簡單的複盤來考察油價與債券利率之間的關係，1990年以來，從油價上行幅度較大的幾個時間段來看，10年期美債收益率上行的平均值為33個基點。換言之，如果未來一段時間原油價格繼續上行，那麼10年期美債收益率突破前高的概率也會隨之上升。



樓市基本因素持續向好



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

地產是香港重要的經濟支柱，無論樓市大升或大跌，都會影響香港的經濟民生，而與地產相關連的周邊行業亦有很多，與香港經濟息息相關。過往的經驗已證明，當地產市道下滑的時候，其他行業亦好不了。

今年首季度，地產市道表現尚算可以，但踏入下半年之後，香港的樓市及經濟感覺上沒有多大的起色，再加上內地的經濟存在隱憂，內房的債務風險正在蔓延。最近，長實推出的油塘新盤帶頭引發新盤減價戰，之後其他發展商見到有成效，唯有面對現實同步減價，這個時候無論是傳媒或部分的專家都不斷大合唱淡樓市，在一眾消極聲音大肆覆蓋之下，市場自然也吹淡風。

不過，筆者是不會一面倒淡樓市的，主要理據如下：

- 1) 金管局已經放寬樓價按揭的成數，換樓鏈可以重新啟動；
- 2) 失業率進一步回落至2.8%的低水平；
- 3) 香港人口漸漸回復正常，統計處剛公布增加了十多萬的人口；
- 4) 息口雖然上升，但是不至於全面影響，香港樓宇供樓的負擔比重相對很低；
- 5) 人才逐漸到位，縱觀香港近期租務市場的成交不斷上升，證明到港人才不斷增加，租金的上升可以令到樓價不容易下跌；
- 6) 香港勞動人口的短缺正在補充，建造業及航空業已經申請到，年尾前可以紓緩人手的壓力；
- 7) 發展商今次的減價，只是追回之前二手市場已經減價的幅度，並非進一步斷崖式的減價。

筆者亦認為，香港復元需要時間，港人只要樂觀積極面對前景，攜手搞好經濟及生活，並齊心講好香港的故事；香港好、樓市好、經濟好，生活也可以變得更好。



樓市的升跌，都會對香港的經濟產生影響。