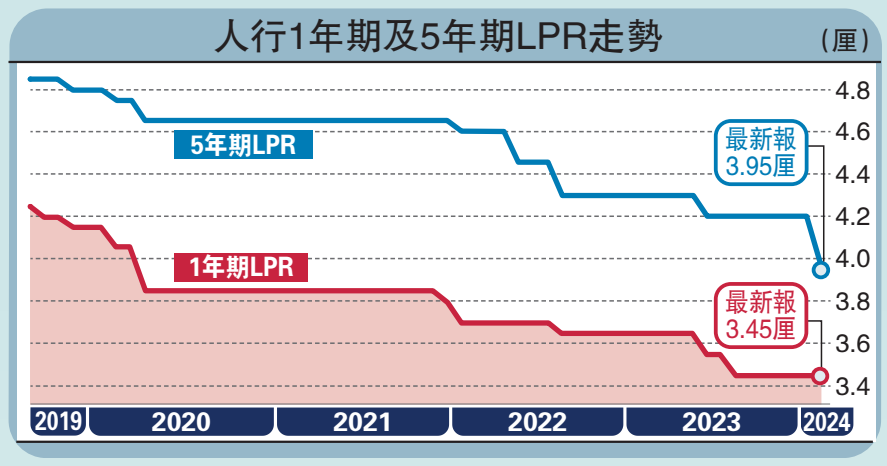
▶中國的貨幣政策堅持「以我為主」，利率調整有自己的節奏。

近年全球利率逐漸從「低通脹＋低利率」轉向「高通脹＋高利率」，伴隨其中的是大規模財政赤字以及不斷增加的財政利息負擔，導致利率政策調整的難度明顯加大。高利率運行的周期延長，企業和居民的信貸需求削弱，借貸成本也隨之上行，同時政策遲滯也給金融市場帶來不確定性。短期的利率走向如果演變為中長期的高利率格局，將會對全球資產定價、大宗商品以及外匯市場等帶來新挑戰。

中國貸息仍有下調空間

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室
特聘研究員



2024年的核心主題是全球主要央行開啟減息周期，但各國的減息力度存有差異。歐美日央行普遍將目標通脹2%作為利率調整的最重要參考，在通脹風險暫未解除的情況下，很難啟動減息，過早放鬆利率也可能帶來負面影響。當前乃至今後一段時期，考慮到利率高位運行對經濟潛在增長和金融穩定性形成制約，全球主要央行須重新思考貨幣政策框架，提高通脹容忍度，並考慮推動利率穩步下行，回歸貨幣政策正常化，不過預計這一過程將比較曲折。

人幣貶值壓力下降

過去數年，中國利率市場化改革加快，但利率政策方向卻與全球主要國家存在分化，由於經濟復甦周期不同，預計分化趨勢還將持續。但是，**隨着2024年歐美央行減息周期將啟動，將給中國的利率政策騰出靈活的空間，中美國債利差有望逐漸收窄，國際資本流出的壓力將得以緩解，人民幣貶值壓力也將有所減輕**。

新冠疫情前，主要發達經濟體大多實施低利率乃至負利率政策，以維繫高債務的經濟增長方式。隨着全球人口老齡化，供需兩端變化將改變資金結構，總需求下降，利率走高的支撐因子也隨之減弱。中長期看，全球走向高利率也存在結構性矛盾，高成本時代與人口老齡化所導致的投資、儲蓄和消費的結構性調整幾乎同時進行，利率上行的驅動力總體在減弱。從兩個方面來看：一方面，全球經濟放緩的態勢愈發明晰，多數經濟體全要素生產率呈現下降態勢，經濟增長的難度愈來愈大；另方面，人口老齡化加速。

從本輪全球利率走勢來看，結構性因素不可忽視，具體在兩個層面：其一，歐美央行通過快速提高利率來抗擊高通脹的政策效力在減弱，另一方面是「脫鉤斷鏈」風險持續上升，破壞全球貿易和投資的自由開放，全球商品和服務價格上漲；其二，高利率較長時間高位運行且減息操作的難度加大。即便市場有比較強烈的減息預期，但鑒於美國當前的經濟、就業數據表現，考慮到通脹黏性，美聯儲短期內很難釋放出減息的信號。

貨幣政策堅持「以我為主」

當前全球高利率維持階段性高位，中國的貨幣政策堅持「以我為主」，利率調整有自己的節奏。一方面通過創設包括支農支小、科技創新、綠色低碳等各類再貸款，以及抵押補充貸款（PSL）等結構性貨幣政策工具。統計顯示，截至2023年第三季，結構性貨幣政策工具達到17項，餘額總計約7萬億元人民幣；另一方面，通過利率市場化改革推動貸款市場報價利率（LPR）逐步下行，加大支持實體經濟重點領域和薄弱環節。統計顯示，2023年12月新發放企業貸款加權平均利率為3.75%，創有統計以來新低。主要基於兩方面的原因：其一，中國經濟復甦呈現波浪式發展、曲折式前進的過程，疫情帶來的「疤痕效應」顯現，同時經濟經歷比較大的轉型調整，二者疊加對經濟增長的前景構成新的挑戰，需要發揮貨幣政策逆周期調節和跨周期調節的作用；其二，中國的貨幣政策汲取歐美央行貨幣政策的經驗教訓，不搞「大水漫灌」，而是強調精準直達，通過7天逆回購利率（短期政策利率）、MLF利率（中期政策利率）等利率工具實現貨幣政策傳導，短期利率沿着「7天逆回購利率—DR007—貨幣市場利率」的渠道傳導，中長期利率沿着「MLF利率—LPR—存貸款利率」傳導。相較而言，長端利率下調的空間較大，政策效果更加顯著，也對穩定房地產有積極支撐作用。

研究指出，中國合意實際利率水平在2.5%附近，比當前低約2.8個百分點，目前中國的定期存款利率約為1%至2%，貸款利率約為4%至5%，眞實利率略低於潛在實際經濟增速，留有比較重組的空間。但是，比較實際利率水平需要把握好五個宏觀要素：其一，潛在經濟增速。2019至2023年中國GDP平均增速在5%左右，考慮未來中國將有望回歸潛在經濟增速5%的中長期水平，2.8%至3%的實際利率水平與其大致匹配；**其二，通脹水平**。2021至2023年中國CPI的平均值在1%左右，處於較低通脹水平且相對物價平穩，因而抬升利率的可能性不大，保持相對穩定或更為合理；**其三，資本收益率**。研究測算，2022年中國的資本回報率、淨資本收益率分別降至8.6%、5.7%，預期仍有下行趨勢。利率和資本回報率具有趨同性，因而穩定利率水平某種程度上也是穩定資本回報率；**其四，儲蓄率**。2022年中國的國民儲蓄率為45.8%，基本上已經回到2015年的水平，IMF預測2023至2028年中國的國民儲蓄率將維持在42%至43%；**其五，匯率**。利率與匯率需要保持良性互動，利率調控要兼顧利差和匯率波動，增強匯率彈性，從而防止出現匯率大起大落。

預期全球利率仍將在較長時間維持高位，歐美央行減息存在不確定性，即便2024年啟動減息周期，但利率從高點回落仍將要一定時間，而中國的整體利率處於逐步下降趨勢，二者存在分化，讓利實體經濟對商業銀行淨息差也帶來一定壓力。

2023年第三季中國商業銀行的淨息差從2021年第四季的2.08%下降至1.73%。中國經濟增長前景廣闊，產業升級和科技創新將有助於提升全要素生產率，有助於改善銀行業經營環境。中央金融工作會議明確做好科技金融、綠色金融、普惠金融等五篇大文章，這些領域的貸款平均利率水平將可能繼續下調，息差減少也將倒逼商業銀行降本增效，逐步降低對息差收入的過度依賴。

經濟增速與貸款利率胎合

歐美日發達國家的經驗表明，低利率和負利率政策具有副作用，不但可能誘發「資產負債表衰退」，而且也不利於激發國內投資和消費信心。**從宏觀數據看，中國目前的經濟增速保持在5%左右的中高速增長水平，遠高於多數大中型經濟體的增速，而且與當前金融機構人民幣貸款加權平均利率水平基本胎合。考慮到目前中國的宏觀經濟環境，各類利率工具已經具備較好的市場傳導效果，未來利率政策工具組合的效率測度須更好地匹配信貸市場、貨幣市場和金融市場、債券市場的不同需求，形成「利率—信貸—投資—儲蓄—消費」相互循環的結構。因此，利率調整需綜合考慮全球利率演變走勢，增強跨周期和逆周期調控能力，總體保持政策利率、商業銀行利率、市場利率傳導的精準、高效**。

商業銀行須把握好四個方面：其一，要兼顧好實體經濟信貸投放的總量、結構和價格三者之間的平衡，注重信貸資源的配置效率；其二，要統籌好系統內分支機構、境內外、本外幣的資金價格和負債成本，適應全球利率新範式、利率市場化改革新動向，主動發展資產管理業務，提高資本利用效率和資產配置回報；其三，完善海外分支機構管理，加強全球布局，優化境內外、本外幣資產負債結構，提升境外機構的海外營收貢獻度；其四，全球系統重要性銀行（G-SIBs）需要加強資本補充，拓展資本補充渠道，包括發行資本工具和其他TLAC合格高級債務工具，盡快彌補總損失吸收能力（TLAC）的缺口，強化資本約束，以期符合國際附加監管要求。

（本文僅代表個人觀點）

中國拓高新產業 引領經濟向前

廟堂江湖 沈凌
德國波恩大學
經濟學博士

過年了，少不了吃吃喝喝。各種飯局是觀察社會不同圈層的良好視角。去年經濟不好，股市尤差，所以大部分時候，大家都是在用各種段子吐槽，排解心中的鬱悶。不過吃吃喝喝的多了，我慢慢發現了一個規律。

我那些中年生意人的圈子，吐槽的比較多，大多數人覺得錢不像早些年那麼好賺，對於前景比較悲觀。但是，我兒子那些剛入職場的小朋友們，卻信心滿滿，他們這些STEM畢業生被長三角、大灣區的高新企業爭相聘請，起薪點愈來愈高，還互相攀比，弄得我這個快退休的窮書匠害了紅眼病，鬱悶的不得了。

後來我想，這不正是隱喻了中國正在激烈產業轉型的經濟體嗎？最近20年的高速增長，勞動密集型行業慢慢日薄西山，難以再像以前那樣引領中國經濟高歌猛進，所以我那些從事相關行業的外貿商和生產企業家，都感受到了經濟寒潮。再外加國際形勢變化，發達經濟體要求製造業回歸，對中國產品加稅加壁壘，所以不少生產效率低的企業破產，或者轉移到東盟和其他低成本地區。這是不爭的事實，也是我那些中年商人朋友嘆息的真實原因。

但是經濟增長從來不是各個行業齊頭並進。在不同階段，不同產業的進步速度不同，這就是所謂的風口。20年來，中國的製造業主要是低技術含量的勞動密集型和資本密集型產業為主，他們從雄起到成熟再慢慢衰落和轉移也是大勢所趨。

跨越中等收入關口

現在中國的經濟，汽車、高鐵、輪船、大飛機都已經起來了。有些還沒有形成生產量，但是距離批量生產不遠了。汽車出口雖然已經是世界第一，但全球十大汽車廠家，中國只有比亞迪剛剛擠進去。這些產業對中國而言還是朝陽初升，方興未艾，潛力巨大。

回想20年前，中國剛剛加入世界貿易組織，中國的家電不也一樣處於這樣的狀態嗎？這20年來，多少中國家電品牌在激烈的市場競爭中破產倒閉，才誕生了今天能夠傲視全球的絕對領先品牌？未來20年，中國汽車、輪船、飛機、高鐵，難道就不可能複製過去家電的成功歷史嗎？

我想這，或許是下一代STEM新人能夠在職場意氣風發的原因所在。中國高新技術企業對人力資源的需求極大。如果下一代還想學個外貿金融就像我們這代人一樣，靠幾句外語就撿錢發財，既無可能也不應該。畢竟日本、德國這些發達經濟體是靠高科技產業維持着整體高收入的生活水準。中國想要跨越中等收入，進入高等收入階段，也需要通過大力發展這類行業，別無捷徑。

與發達國錯位競爭

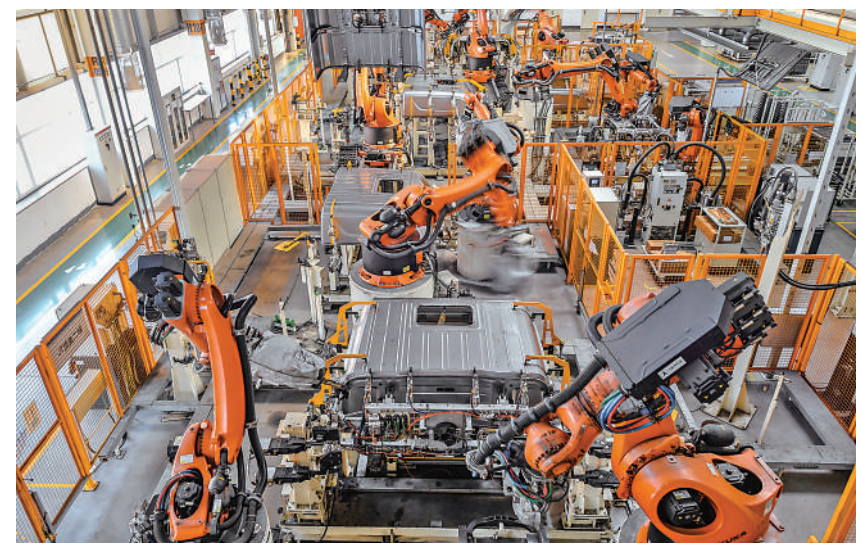
當然，這樣的跨越和未來的經濟增長，絕非大道坦途，困難在於兩個方面：

1）中國高技術含量的新興產業，觸碰了先進經濟體的飯碗，這個競爭就會趨於激烈。一定程度上，是在搶人家的飯碗。這時候還幻想別人對你友善如初，那就太天真了。但幸好中國本身的市場足夠大，中國對東盟、中東、俄羅斯等地區的影響力也足夠強，中國有實力與先進經濟體相對平和的錯位競爭，瓜分世界市場。千萬不要意氣用事，變競爭為對抗，那對中國這樣的新興經濟體，損失無疑大於原有的先進經濟體。

2）中國經濟內循環發展不夠，那些束縛了市場經濟發揮作用的行政性限價限購限賣政策，阻礙了高科技產業發展紅利外溢到經濟各個階層，使得不同產業冰火兩重天，長期來說難以穩定發展。以德國為例，這樣先進的經濟體，真正有世界競爭力的產業也就是那麼幾個，但是他們整個社會的普遍收入水平都很高，不同產業收入差不大。那就是因為其良好的勞工保護和發達的服務業，把大眾、寶馬這些大企業獲得的技術高溢價外溢到了其他社會階層。要不然，為什麼德國理髮師、廚師、出租車司機這類職業，其產出並不比中國相關人員高，但是收入卻是中國的好幾倍？

在疫情的衝擊中，中國不少服務業小業主經不住衝擊倒閉。德國政府對餐飲等服務業卻提供大量補貼，讓他們渡過難關。所以雖然通脹高企，但是經濟下滑並不嚴重。另外，德國企業雖然薪水不高，但是工作時間短，休假時間長。只要有了閒暇時間，才能去消費，才能促進服務業發展，才能讓不具備高科技才能的普通人分享高科技企業成長的成果。

中國經濟增長雖然遠高於日本、歐洲，但是人家不少合理的制度政策還是需要我們虛心學習，取長補短。



▶中國的製造業必須由過去的勞動密集型，逐漸走向高科技，為經濟增添動能。

申請租務貸款 租客預算更靈活

談樓說按 王美鳳
中原按揭經紀
董事總經理

近年特區政府逐步擴大人才輸入計劃，外來人才在港住屋需求增加，同步推動租務交投活躍。租務需求熾熱下，去年出現樓價跌但租金升的情況，推使近月市場租金回報率升至平均3厘水平，當中部分屋苑的租金回報達3.5厘甚至4厘水平。

置業人士可透過申請按揭上會，以分期付款方式供樓；現時租住物業人士亦可透過申請租務貸款，以分期付款方式支付各項租賃開支。

目前有大型銀行與大型地產及按揭代理公司合作提供租務貸款配套，租客可以因應需要申請高達月薪18倍（最多400萬元，以低者為準）的貸款額，讓租客可選擇向業主提出一筆過預先繳付全期租金，有利增加業主信心。

業主免除欠租風險

因為對於業主來說，租客一次過付清租金，變相可免除欠租的風險，並可提早收齊租金回報，業主或更願意提供租金折讓，租客便有較大優勢覓得心儀租盤，有關方案可為租客及業主締造雙贏局面。

租客可透過低息租務貸款，以較輕鬆方式同時應付租金、按金、代理費及相關雜項入伙開支，並可選擇12個月或24個月還款期，按着定下之計劃分期付款，涉及之手續費低至每年2.5%，並可透過回贈方式獲得利息豁免，結合計算之實際年利率可低至4.8%。這個息率水平在非抵押貸款的市場上甚具吸引力，可知現時有抵押按揭貸款之實際息率亦已達4.125%。而在推廣期間，租客更可透過指定網站或手機應用程式享有高達688元的現金回贈。

為配合特區政府吸引人才來港的方針，有關大型地產代理、銀行及按揭代理公司亦希望透過三方合作，為客戶及來港人才提供一站式安居服務，旨在全方位在置業、租樓、按揭及租賃貸款等配套方面照顧客戶的需要，幫助客戶了解本地的置業或租務流程、申請按揭或貸款的資訊、所需文件等，並提供包括廣東話、普通話、英語的相關專業諮詢服務。