經濟觀察家

松高鶴鳴

8月16日李克強總理召開國務院常務會議，提及改革完善貸款市場報價利率（LPR）形成機制，核心內容包含兩點：一是增設LPR5年期以上品種，二是將LPR定價機制確定為「公開市場操作利率加點」的方式。

上海市人民政府參事　盛松成

►人民幣貸款基準利率有短期、中長期等多個品種，具有較為完備的期限結構

引導貸款利率下行 誰更受益？

（1）為什麼增設5年期以上品種？

當前人民幣貸款基準利率有短期、中長期等多個品種，其中，短期包括6個月、6個月至1年；中長期包括1年至3年、3年至5年、5年以上，具有較為完備的期限結構。而LPR僅有1年期一個品種，增設5年期以上品種，完善LPR期限結構，將有助於引導銀行中長期貸款，降低企業實際融資成本。

8月17日央行公告稱，公開市場操作利率主要指中期借貸便利利率（MLF）。中國MLF利率主要有3月期、6月期和1年期三種，其中1年期投放最為常見。目前，中國1年期MLF利率為3.3%，低於現有的貸款基準利率（4.35%）和LPR利率（4.31%），能一定程度引導貸款利率下行。MLF不同期限利率。

（2）如何理解LPR「公開市場操作利率加點」的定價方式？

理想的信貸利率傳導渠道是「貨幣政策利率—銀行間市場利率—實體信貸利率」，但實際傳導並不順暢，主要體現在存款利率不能很好反映市場利率變動，而商業銀行貸款主要參考貸款基準利率，也脫離了市場利率「軌道」。LPR採用「公開市場操作利率加點」定價方式後，由LPR引導貸款利率，傳導路徑由原先的「貸款基準利率—貸款利率」轉變為「貨幣政策利率—LPR—貸款利率」，增加了貨幣政策利率直接影響貸款利率的渠道，有助於進一步疏通貨幣政策的傳導路徑。中國信貸利率傳導渠道。

（3）MLF作為LPR錨定基準，短期權衡還是長期選擇？

MLF作為LPR錨定基準利率，短期能引導貸款利率下行，但作為定價基準，MLF自身仍存在一些問題，這或只是短期權衡而非長期選擇。第一，MLF本身存在機制扭曲，中國法定存款準備金利率為1.62%，而銀行獲取MLF利率為3.3%，間接提高了銀行經營成本。未來長期趨勢，仍然要通過降準置換MLF，降低銀行融資成本，進而降低實體企業融資成本。第二，MLF的交易對手方主要是國有大行和股份制銀行，不在名單的中小銀行很難參考MLF利率，為定價帶來難度，未來是否需要進一步擴大交易商範圍值得探討。第三，當前MLF最長期限只有1年，即使TMLF也僅三年，與5年期LPR存在一定期限錯配，如何定價還需繼續考量。

（4）資質較優小微企業可能更受利於改革，但最終實現「兩軌併一軌」，暢通「利率傳導的最後一公里」進程仍需繼續努力。

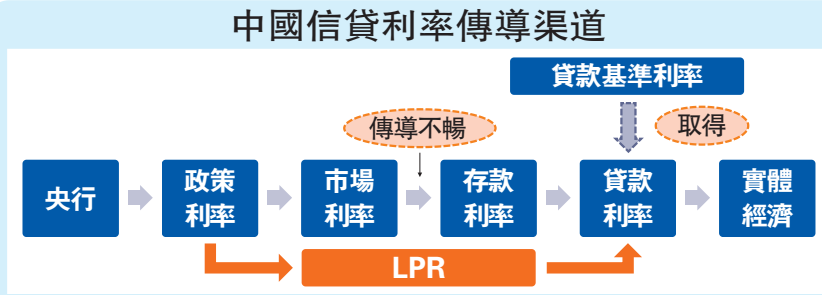
LPR定價機制採用「公開市場操作利率加點」的方式，將有助於進一步疏通貨幣政策傳導路徑，但實現「兩軌併一軌」、暢通「利率傳導的最後一公里」進程仍需繼續努力。第一，貸款優先進行市場化定價，對商業銀行自身資產負債管理的要求提高。中國推進利率市場化改革的經驗是先貸款、後存款。貸款利率市場化後需要考慮銀行負債端的情況，因商業銀行資產端的定價與負債端的成本是聯動的，兩者需要協調推進的。若取消貸款基準利率，對貸款採用市場化定價，而存款仍根據存款基準利率進行定價，這就對商業銀行自身的資產負債管理提出了更高的要求（盛松成，2019年3月）。如何對沖銀行利率風險？是否增加利率衍生管理工具等需要考慮。

第二，推進存款利率市場化，應考慮如何降低短期市場利率波動性的問題。當前公開市場操作利率對存款類機構質押式回購利率（DR007）整體引導效果不錯，但後者仍存在波動幅度太大等問題，完善利率走廊機制將尤為重要。

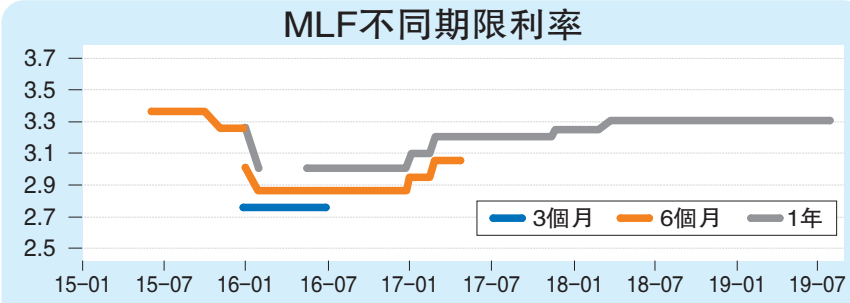
第三，公開市場操作對象為一級交易商，主要是國有大行和股份制銀行，當前貨幣市場存在流動性分層現象，包商事件後中小銀行同業存單發行量收縮、發行利率上行，流動性由大行向中小行傳導受阻。因此，政策利率對中小行貸款利率傳導效果有所減弱，疊加中小行風險偏好下行，或不利於弱勢企業貸款。若一味強調降低小微企業實際貸款利率水平，或將加劇大行與中小行的競爭，增加中小銀行經營風險。

第四，解決LPR定價機制是否能夠解決小微企業融資難問題？LPR新的定價方式確實能增強貨幣政策對貸款利率的引導作用，「中介機構減費讓利」、「多種貨幣信貸政策工具聯動配合」將有助於降低LPR利率。由於銀行將根據企業經營的風險情況，自主決定對小微企業貸款利率的加點幅度，當前經濟面臨下行壓力，銀行風險偏好整體下降，或許資質較優的小微企業才能更受利於改革。

中國信貸利率傳導渠道



MLF不同期限利率



▲公開市場操作對象為一級交易商，主要是國有大行和股份制銀行

絕地反擊之後A股怎麼走

西南證券首席策略分析師朱斌

斌眼觀市

當前，A股的態勢越來越明朗。展望未來幾個月，經濟繼續探底，流動性不放鬆，成長股業績反轉，構成了A股基本面的三大要素。在這三大要素的影響下，A股將會呈現出明顯的分化態勢，成長股的相對優勢，越來越顯著。

從經濟態勢來看，當前經濟處於持續向下探底過程中。各項指標都顯示當前處於經濟小周期景氣的末端，未來有下行壓力。這一下行過程將很可能持續到明年年中。這也就意味着今年經濟很難見到階段性底部。需要指出的是，這一下行趨勢從4月份就開始顯露端倪，之後數月的經濟數據不斷驗證着這一趨勢。

三架馬車同現下行趨勢

構成GDP的主要成分投資、消費和進出口，都呈現出逐步下行趨勢。

從投資來看，房地產投資、固定資產投資與基建投資都呈現見頂回落的態勢。房地產施工增速在4月達到高點後回落，而新開工面積增速則在年初就達到高位，之後回落。製造業投資增速年初見頂後也出現回落，更讓人擔憂的是，總量回落的同時，結構卻在進一步惡化：黑色冶煉業投資增速快速上行，當前已經接近2012年高位。2012年以後就出現了嚴重的產能過剩，當前也要警惕這一狀況在未來重現。基建投資增速也在小幅反彈後出現回落。

從消費來看，增速呈現不斷下行趨勢。與投資增速尚有波段起伏不同，消費增速自2008年4萬億投資之後，就呈現趨勢性下行狀態，並沒有太明顯的波動起伏。社會消費品零售總額當月同比增速，從2008年中的接近25%，一路下滑到如今的8%左右。在剔除了汽車消費後，消費增速呈現出一定的波段性，但這種波動也是隨着時間推移而不斷下行。

重申不靠地產刺激經濟

在經濟下行的同時，流動性卻難以寬鬆。7月政治局會議上再次重申「房住不炒」，並進一步明確了「不將房地產作為短期刺激經濟的手段」。這意味着國家不會再出台明顯的刺激政策來改變經濟運行的趨勢了。這一變化反映到流動性上，使得M2和社融增速與名義GDP相匹配成為經濟治理的約束條款。《2019年政府工作報告》中，在貨幣政策部分首次提出「穩健的貨幣政策要鬆緊適度，廣義貨幣M2和社融規模增速與國內生產總值名義增速相匹配，以更好滿足經濟運行保持在合理區間的需要」。名義GDP增速就是實際GDP增速加上通貨膨脹的速度。2019年1–7月，新增社融總量達到14.2萬億，同比增長25.9%，較大幅度超過同期名義經濟增速9%的水準。2018年1–7月新增社融總量約為11.3萬億，2018年全年新增社融總量為19.3萬億，如果保持與名義GDP增速相匹配的增長，2019年新增社融總量應該為21.2萬億，未來5個月的新增社融約為7萬億，將同比下滑12.5%。這意味着下半年信用收緊是大趨勢。

在經濟下行、流動性不鬆的背景下，不同板塊的業績卻呈現明顯分化。主板業績增速尚未見底，預計將呈現不斷震盪走低格局。創業板業績向上拐點確立，未來業績增速將穩步提升。從歷史數據來看，主板業績增速與宏觀經濟波動的相關性較高。當前，經濟在探底過程中，主板業績增速也很難馬上見底。與之相反，創業板業績增速拐點則較流動性對創業板指走勢影響更大。2018年四季度的創業板業績低點是比較確定的，同時，雖然一季度出現–11.4%的增速，但在二季度增速卻顯著回升，單季度達到9.6%。預計創業板業績增速在未來兩個季度仍將持續提升，三季度同比增速有望達到10%，而四季度由於低基數的緣故，增速有望超過100%。從而進一步確認去年四季度的業績增速低點。

軍工通信業績出現拐點

綜合來看，市場整體處於一個弱勢反彈期中，但板塊分化較為明顯。主板受經濟影響大，在經濟下行期難有持續上行空間。預計此次反彈上限在2950左右。而創業板由於業績反轉，因此將不懼流動性收緊壓力，走出較為明顯的強勢狀態，相對收益明顯。

從行業上看，軍工、通信等業績拐點已現，下半年將持續表現。電子行業底部有望在四季度出現，將迎來轉機。醫藥生物有望保持穩健增長，農林牧漁或將保持高景氣。而上半年強勢的食品飲料、金融等板塊有波段性機會。

▲經濟探底，流動性不放鬆，以及成長股業績反轉，成為影響A股未來發展三大要素

銀行拒造某樓花按揭因由(上)

中原按揭經紀董事總經理　王美鳳

談樓說按

偶然收到新盤買家求救，指銀行表示不會承接某新盤的按揭申請。經了解事件後，買家剛購入一個樓花物業，並選擇了即供付款方法，需要即時向銀行申請樓花按揭以完成交易；然而，買家選擇的銀行卻表明不會承造有關新盤的樓花按揭，故拒絕其申請。

為何銀行會拒絕承造樓花按揭？其實以上個案只限於部分發展商（尤其是較小型又或未獲銀行認可的發展商）的新盤樓花物業，原因在於信貸風險之考慮因素。按揭原指銀行或貸款機構批出樓宇貸款予借款人，借款人以其物業作為抵押及還款保證，萬一出現斷供，銀行或貸款機構可變賣物業取回欠款。由於樓花按揭涉及之物業尚未建成又或未取得入伙紙／滿意紙，銀行實質上未有法定產業作為抵押，故此對於銀行來說，承造樓花按揭存在一定風險。

樓花按揭僅涉及衡平法權益，故稱衡平法按揭（Equitable Mortgage，簡稱EM），有關按揭並未以法定押記的契據訂立，待物業建成並獲發入伙紙後，衡平法按揭便需轉為法定押記（Legal Charge）。

市場上之大型發展商資金雄厚，已建立多年良好的建屋商譽，鮮有物業質素欠佳甚至「爛尾」之問題，一般已成為銀行認可之發展商，故銀行願意批出有關新盤的樓花按揭。但對於一些中小型或新冒起的發展商，銀行對其未有太多了解，未必有足夠信心承造其發展中樓盤的樓花按揭；故此在樓盤開售前，銀行一般需要作出評估，當中包括發展商財政背景及售樓往績、樓盤質素、樓價水平、樓花期、市場風險等。當其樓盤進行銷售，便有機會出現部分銀行拒絕接受該項目之樓花按揭申請。