經濟觀察家

江南曉望

自去年以來，中國人民銀行多次提出要深化利率市場化改革，改革存貸款基準利率，實現利率「兩軌併一軌」。今年8月17日，人行宣布以最優貸款利率（LPR）替代原來貸款基準利率作為銀行貸款合同的參考利率，並改革LPR形成機制，增強LPR對貨幣市場利率的敏感性，貸款利率與貨幣市場利率併軌邁出關鍵一步。對於存款利率與市場利率併軌，央行可能用銀行間7天質押式回購利率（DR007）替代存款基準利率，但實施時間存在較大不確定性。

中銀國際研究有限公司資深宏觀分析師　葉丙南、宏觀分析師　張婉

▶從人行意圖來看，貸款利率機制改革將兼顧長期和短期兩個目標

利率併軌邁關鍵一步 貨幣政策增傳導效率

LPR是十幾家大型銀行貸款報價利率的平均值。人行宣布，銀行新增貸款定價將以LPR作為基準利率，貸款合同利率採用LPR加點形式。同時，央行改革LPR形成機制，報價行擴容至18家代表性銀行，LPR報價主要參考MLF（中期借貸便利）利率。目前，1年期MLF利率等於7天逆回購利率加75個基點，公開市場操作利率由人行根據貨幣市場利率和政策意圖確定或調整。因而，改革之後，銀行貸款利率對貨幣市場利率的敏感性將顯著提高。

DR007作為銀行間回購利率，能夠基本反映貨幣市場的流動性狀況。由於同業拆借和同業存單（NCD）在商業銀行資金來源中的比例較高，同時越來越多家庭投資貨幣市場基金和銀行理財產品來代替傳統的儲蓄存款，使得銀行融資成本對銀行間流動性環境的敏感程度不斷上升。未來如果將存款利率與DR007掛鈎，銀行的融資成本在短期內可能面臨一定的上行壓力，在中長期內，對銀行間流動性環境的敏感性也將進一步上升。目前，一年期存款利率在1.95%左右，相當於存款基準利率上浮30%，遠低於1年期同業存單利率（3.1%左右）和1年期理財預期收益率（4.4%左右）。

LPR機制的國際經驗

從國際經驗看，LPR在銀行對小客戶貸款或零售貸款的定價中發揮着重要作用。從部分發達經濟體利率市場化進程來看，LPR定價機制具有以下特點：

第一，LPR以市場利率為導向。在許多國家，LPR雖然是大型銀行的平均報價，但與貨幣市場利率或銀行資金成本高度相關。

第二，央行貨幣政策或流動性操作對LPR具有明顯影響。由於LPR與貨幣市場利率高度相關，央行可以通過公開市場操作改變貨幣市場流動性環境對LPR產生重要影響。

第三，LPR只是銀行貸款定價的可選參考利率，而不是唯一參考利率。大多數發達經濟體已經實現利率市場化，銀行的大客戶日益轉向資本市場融資，貸款資產證券化和貨幣市場基金替代存款使銀行資產端和負債端利率對貨幣市場利率更加敏感，銀行主要以Libor、CD利率等貨幣市場利率作為企業貸款的參考利率。LPR主要作為小企業貸款和零售貸款的參考利率，但在不少國家LPR日益釘住貨幣市場利率，所以本質上可以理解為以貨幣市場利率作為定價錨。

美國LPR由幾家大型銀行進行報價，自2001年二季度以來，美國大型銀行的LPR報價基本與聯邦基金利率掛鈎，等於聯邦基金目標利率加300個基點。美國的許多銀行將LPR作為學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款等消費貸款產品的參考利率。由於LPR隨聯邦基金目標利率而變化，當美聯儲調整聯邦基金利率時，以LPR為參考利率的貸款產品利率也會發生變化。

貸款利率機制改革的影響

從人行意圖來看，貸款利率機制改革將兼顧長期和短期兩個目標。

長期目標是促進貸款利率市場化，推動貨幣政策從數量型調控向價格型調控轉變，提高貨幣政策傳導效率。在原來利率雙軌制下，央行公開市場操作和預期指引可以對貨幣流動性和債券市場利率產生影響，但對存貸款利率的傳導不暢，進而對貨幣信貸擴張過程調節力度不夠，迫使央行不得不使用存款準備金率、存貸款基準利率或信貸規模控制等更加強烈的政策工具。利率併軌後，貸款利率對貨幣市場利率更加敏感，人行通過公開市場操作或逆回購利率調整影響貨幣市場利率，可以傳導至貸款利率，進而對貨幣信貸擴張過程產生明顯作用，提高貨幣政策利率傳導效率。

短期目標是推動降低實體企業尤其是製造業和民營企業融資成本。人行曾表示，貸款利率機制改革後，貸款利率下限約束取消，銀行將面臨更加激烈競爭，由於大公司更多轉向債券和資產證券化市場進行融資，民營企業和小微企業在貸款市場中的地位上升，競爭將使銀行降低對這些部門的貸款利率。

筆者認為，央行的長期目標是貸款利率市場化的應有之義，而短期目標是希望寓調控於改革之中，但實際效果仍值得觀察。貸款利率定價機制改革本身並不改變貸款供給和需求，對實際貸款利率的影響總體偏中性。當前制約實際貸款利率下行的主要因素，並非原有機制下貸款利率下限，也非銀行之間競爭度不夠，而是經濟下行周期中信用風險和銀行避險意願同步上升。貸款利率機制改革不會改變信用風險狀態和銀行避險意願，短期也難以顯著增加銀行在貸款市場競爭，所以未必能夠降低製造業和民營企業貸款融資成本。但貸款利率定價機制改革之後，貸款合同利率對貨幣市場利率的敏感性顯著提高，央行可以通過增加公開市場流動性投放、下調逆回購利率、降低存款準備金率和窗口指導等方式，降低實際貸款利率水平。

貨幣政策轉型面臨主要挑戰

第一，央行需要確定操作目標利率，明確貨幣政策新框架，提高貨幣政策透明度。央行需要公開確定DR007或其他貨幣市場利率作為操作目標利率，並根據對自然均衡利率的估計，給出操作目標水平，公開市場操作和其他流動性操作工具的目標是穩定DR007於目標水平附近。中國央行也可以參考歐央行的經驗，通過利率走廊機制穩定操作目標利率，目前中國名義上存在常備借貸便利（SLF）利率和超額準備金存款利率作為利率走廊上下限，但SLF對銀行仍設定較高門檻，常備性和便利性不足，且SLF利率大幅高於DR007和公開市場操作利率，超額準備金利率大幅低於DR007和公開市場操作利率，走廊區間過大失去了走廊機制的意義。可以考慮將超額準備金改革為常備存款便利機制（SDL），逐步縮小SDL、SLF與DR007的價差，例如將SLF和SDL利率分別設置為DR007上下浮動50基點，同時提高其常備性和便利性，在把利率作為目標情況下，要放棄數量管控，敞開數量供應，從而形成真正的利率調控機制。

第二，央行需要採用更富彈性的匯率體制，逐步建立浮動匯率體制，並穩步推進資本項目開放。彈性匯率體制有助於吸收外部衝擊，隨時釋放風險，提升貨幣政策獨立性，為國內利率工具運用創造更大空間。資本項目開放有助於提高資本配置效率，釋放潛在外幣供求，降低長期失衡風險。彈性匯率體制和資本項目開放要求金融機構穩健抗壓和金融基礎設施完善發達，這需要深化金融機構和金融市場改革。

第三，實體經濟存在地方政府和國有企業預算軟約束，可能影響貨幣政策利率調控機制的有效性。地方政府和國企在中國經濟中扮演重要角色，在固定投資和信貸需求中佔據較高份額，但由於預算軟約束，其信貸需求對利率變化的敏感性低於私人部門，貨幣當局和監管機構不得不依賴數量型管控或窗口指導來控制信貸擴張。未來中國需加快政府職能改革、財政體系改革和國有企業改革，解決地方政府和國企的預算軟約束問題，提高利率傳導機制有效性。

不要讓天價阻礙創新藥普及

創業投資者聯盟召集人　梁頴宇

創科宇宙

美國食品藥物管理局（FDA）最近審核通過了一種用於治療「脊髓性肌肉萎縮症」（Spinal Muscular Atrophy，SMA）的基因藥物，該藥物臨床實驗療效顯著，注射一次已能修復患者天生有缺陷的基因，預防肌肉萎縮症病發。對患者理應是天大喜訊；但是，一針逾200萬美元的「天價」，引發「無錢無藥醫」的爭議。

脊髓性肌肉萎縮症是一種基因缺陷引起的遺傳性疾病，患者肌肉的神經細胞壞死，可導致癱瘓、呼吸困難和死亡。目前，全球每一萬名新生嬰兒中就有一人患此病，而且沒有藥物可根治，九成患病嬰兒活不過兩歲。剛剛獲准在美國上市的基因藥物Zolgensma，由瑞士諾華製藥旗下的創新藥公司研發，通過注射經DNA重組技術處理的病毒進入患者體內，在神經細胞壞死前，利用有效的基因體取代原本有缺陷的基因。

美國一名男嬰出生27日後，獲安排參與臨床實驗接受一次性注射，平安度過了四個生日，一直沒有出現肌肉萎縮的跡象，為同病相憐者帶來很大希望。可是，新藥定價每針212萬美元（逾1600萬港元），非一般家庭所能負擔，希望變成失望，藥廠遭狠批定價失控。反對者更擔心數十種研究中的罕有病基因療法，如血友病、貧血、X–連結複合免疫缺陷（SCID–X1）等，未來會以這個天價為參照。

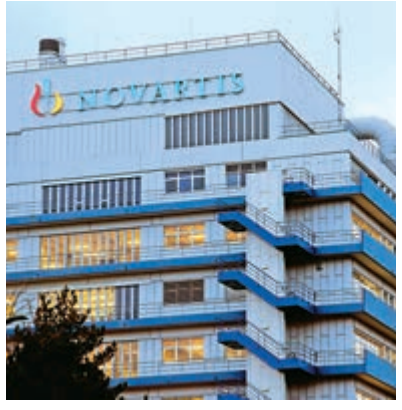
諾華藥廠方面解釋，Zolgensma收費看起來很高，但患者只需注射一次，對比現有的治療方案需要長期用藥，每一次用藥成本數十萬美元，後者累計費用其實更高；而且，美國把Zolgensma納入醫保範圍，有助紓緩患者家庭的財務負擔。藥廠的解釋表面上有其道理，因為很多罕有病患者不多，潛在需求少，開發成本卻很高，藥廠要從少數病人身上收回成本，藥費定得高是常見現象，一些非常罕見的疾病甚至無藥廠願意去開發。只是全球各地都有脊髓性肌肉萎縮症患者，212萬美元是很多人窮一生都賺不到的天文數字，很多亞洲及新興國家醫療保障制度未成熟，患者根本無可能負擔藥費，只能望門興嘆。

內地開發成本低廉

對絕症病人而言，有新藥可以提升療效甚至治愈疾病，肯定會想嘗試，中國內地近年在罕有病藥物支援上大躍進，或許能為更多患者帶來一道曙光。眾所周知，內地藥物開發成本遠比歐美低，在美國需花數十億元開發的創新藥，到中國可能只需幾億甚或幾千萬元。

近年，中國藥監局又增設了綠色通道加快罕用藥審批，目標是吸引更多大藥廠和生物科技公司到內地做臨床和研究，隨着研發成本大幅下降，新藥價格才有望下調。

另一個教人鼓舞的消息是研發罕用藥在國內可享多項優惠，吸引不少小型生物科技公司加入研發新藥行列，隨着基因治療技術發達，有助加快開發一些罕見病藥物。香港若能跳出一貫思維，在資助補貼外，善用香港醫療優勢，嘗試與內地藥監部門合作或配合做新藥臨床，相信定可發揮更大功能，惠及全球各地處於水深火熱中的病人。



▲剛剛獲准在美國上市的基因藥物Zolgensma，由瑞士諾華製藥旗下的創新藥公司研發

青年上車難題徒增怨氣

利嘉閣地產總裁　廖偉強

樓市強心針

筆者早前到了一個自己從未去過的地方旅行，就是馬爾代夫。馬爾代夫有「千島之國」的稱號，由於位處低海拔地區，在全球不斷暖化之下，全國水位持續上升，這個美麗的島嶼正面臨沉沒的危機。即使面對困境，島上的居民仍然以積極及快樂的心態面對生活。而當地每年都有新的酒店落成，繼續為世界各地遊客帶來歡樂和優質的假期享受。

反觀我們身處的香港，即使沒有馬爾代夫之大量天然美景，但也是一顆漂亮而多彩的東方之珠。香港擁有良好的營商環境，不論自由、法制、醫療、衛生、治安及經濟等，都是站在世界前列，同時被譽為全球購物及美食天堂。

但過去兩個月，香港經歷政治風波，同時中美貿易戰況時好時壞，東方之珠開始漸漸褪色。這次旅行，正好給予筆者短暫的空間，不但可以放鬆心情，更能夠在寧靜的地方重新思考如何面對當前局勢的變化。

其實現時香港所面對其中一個社會課題就是年輕人難以上車置業，筆者亦曾經在多篇文章講述如何依靠努力奮鬥成為有樓一族。可能今天的年輕人並不認同，他們認為今天的香港環境難以與過去相比，無論生活及機會都較過往差，對前景感到絕望，從而引起社會更多怨氣。

筆者以馬爾代夫的處境作為借鏡，居民面對滅島的危機，但仍然積極生活。筆者希望香港的年輕人，在這個動盪時刻，可以冷靜下來再想一想，將事情盡快平息，一起修補我們美好的家園；只要做好自己，共同努力奮鬥，家的感覺就在你面前。

▲本港近期政治經濟備受困擾，期望社會情盡快回復平靜，讓東方之珠繼續發光發亮