



◀居民購房貸款在各項貸款中佔17%左右，這部分存量貸款如何切換也是市場關注的焦點。在貨幣政策引導LPR下行降息周期中，居民可以享受至整體利率下行帶來利息少支出的「福利」

存量貸款定價換錨 彰顯LPR傳導機制(上)

人民銀行2019年12月28日發布《中國人民銀行公告〔2019〕第30號》，對參考貸款基準利率浮動的存量貸款切換時間表、重定價周期等做出相關規定。基於現況是參考LPR（貸款市場報價利率）定價的貸款在總貸款中的佔比太低，大量尚未到期的存量貸款受「合同效應」影響仍參考貸款基準利率定價。是故切換存量貸款定價方式顯得迫切，否則LPR新機制的政策效果難以發揮。



交銀觀察
唐建偉

交行金研中心首席研究員

存量貸款合同效應影響顯著

從2019年以來存量貸款結構特徵來看，各類貸款存量佔比相對穩定，並無明顯變化。票據融資利率雖回落幅度較大，但由於佔比較低，不足以推動三季度貸款利率下行，並且其回落與流動性緊繫關係更為密切，並非LPR新機制促成。從貸款增量角度看，三季度貸款利率數據僅僅涵蓋了LPR新機制實施後一個月的數據。

按照央行官方給出的新增貸款90%已參照LPR定價，那麼三季度貸款中僅約1.5萬億貸款參考LPR定價，在整個貸款中佔比僅為1.02%。並且這參考LPR定價的1.5萬億一般貸款中有近20%的居民購房貸款參考當時並未下調的5年期LPR定價。這也使得三季度貸款數據中所能體現的LPR因素微乎其微。

因此，三季度人民幣貸款數據不能體現LPR新機制成效幾乎在預期之中，並且可以推測尚未公布的四季度人民幣貸款利率數據也很難體現LPR回落的政策效應。根本原因就在於當前參考LPR定價的貸款在總貸款中的佔比太低，大量尚未到期的存量貸款受「合同效應」影響仍參考貸款基準利率定價。因此，推動存量貸款定價方式的切換就顯得迫在眉睫，否則LPR新機制的政策效果難以發揮。

切換基準企業更能主動議價

LPR新機制推出的初衷在於以MLF操作利率為「抓手」，使得貨幣政策價格調控通過LPR定價機制傳導至信貸市場，在MLF操作利率下調的過程中，更加有效地引導信貸融資定價下行，進而促進實際企業實際融資成本明顯下降。存量貸款參照長期未作調整的貸款基準利率定價顯然削弱了這一傳導鏈條的政策效果。存量貸款定價基準切換後，在企業與銀行重新議定貸款價格時，企業有了更多議價主動權，尤其是直接受LPR變化影響的優質客戶。銀行對中端、長尾客戶議價能力相對較弱，然而新貸款定價方式依然能使其在重定價過程中提升與銀行討價還價的能力和空間。

由於無法獲知整個銀行業優質客戶貸款佔比，難以精確估計存量貸款定價方式完全切換後對於整個

人民幣貸款加權利率的影響。但從公開的企業部門相關貸款投向數據可以推測出，一段時期以內銀行貸款投向結構可能較為穩定。

如果以大型企業作為優質客戶代表，當前中型企業和小型企業信貸投放增速正與大型企業增速趨同。儘管未來在支持民營、三農力度加強後，中型和小微企業貸款增速可能一定程度反彈，考慮到經濟下行壓力、機構風險偏好已經監管指標約束，反彈幅度可能還是比較有限，至少難以對2020年信貸投向結構帶來顯著的衝擊性變化。據此，可以在假定貸款投向結構相對穩定的基礎上推測企業存量貸款切換可能對人民幣貸款加權利率變化帶來的貢獻。

2019年三季度末各項貸款餘額為155萬億，其中企業及其他部門固定資產貸款為41.9萬億，機關團體貸款約為55.3萬億，分別佔全部貸款的27.1%和35.6%。而小微企業貸款截至2018年9月的數據顯示佔18.53%，在政策導向下，2019年小微企業貸款佔比可能已經小幅上升。據此推測銀行業優質企業客戶貸款真實佔比很可能不足5%。當然，機關團體在銀行客戶體系中一直以來大多都是資信等級較高、長期合作的客戶，參考貸款基準利率定價時也普遍享受折扣利率融資。而機關團體類貸款也可能視同直接參考LPR的優質客戶。

因此，完全切換後可能約40%左右的貸款將獲得至少與LPR回落幅度同步的融資成本優惠。20%左右的其他企業部門貸款雖然受到風險溢價等因素的影響，但預計也能呈現出融資成本明顯下降的態勢，可能接近LPR回落幅度。即使LPR維持當前水平不變，信貸增速維持在12.5%，居民部門貸款利率相對穩定的情形下，靜態估計在2020年8月底，企業部門存量以浮動利率定價的貸款切換將對人民幣加權貸款利率貢獻4-5基點的回落。而這一回落幅度僅僅是定價方式切換的

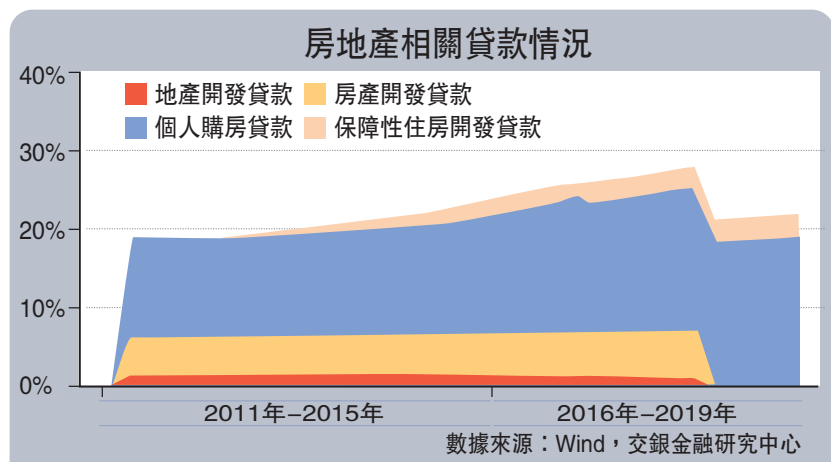
利率體現，是MLF操作利率下調5基點之後的貨幣政策傳導結果。對比當前一般貸款利率不降反升的狀態，將顯著提升國內貨幣政策利率效果，疏通傳導渠道。

存量購房貸款利率短期無影響

居民購房貸款在各項貸款中佔17%左右，這部分存量貸款如何切換也是市場關注的焦點。公告中對於居民購房貸款切換明確了定價方法和重定價周期。居民的主動權僅僅在於與銀行約定重定價周期（最短為一年），而購房貸款利率則由LPR和最新執行的貸款利率加點所確定。在貨幣政策引導LPR下行降息周期中，儘管居民在價格方面仍處於被動接受地位以及5年期LPR目前調整慢於1年期LPR，但仍可以享受至整體利率下行帶來的利息少支出「福利」。進而，一旦進入2020年3月至8月的切換時間窗口，由於居民整體自主判斷利率趨勢能力具有局限性，大量居民購房貸款可能較為積極地選擇向參考LPR浮動利率定價方式切換。

按照當前對於購房貸款的切換規定，2020年重定價參考2019年12月LPR報價，進而約25萬億的居民購房存量貸款切換基準後執行利率將保持穩定。由於購房貸款重定價周期最短為1年，利息支出負擔降低福利，最快可能要2021年1月才能實質性出現。並且前提條件是2020年12月5年期LPR報價在當前基礎上進一步下行。

因此，可以判斷存量居民購房貸款定價基準的切換並不會對2020年存量購房貸款利率帶來向下的貢獻。2020年新增居民購房貸款利率可能因整個利率環境的趨勢性變化以及因城施策的政策導向呈現局部鬆動的現象，但這與存量切換無關。由此可見，購房貸款定價方式的切換對於存量住房貸款在2020年無影響，但長期來看居民購房貸款利息支出是增是減將取決於LPR的長期變化趨勢。（待續）



貨幣政策堅守獨立性底線



實話世情
程實

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「千里之堤，潰於蟻穴。」基於美聯儲在「大通脹時代」的深刻教訓，美聯儲局前任主席、且於上月高齡九十二歲辭世的沃爾克提出「一點點通脹都是危險的」。這一警示表明，通脹風險易於星火燎原，對其永遠不能掉以輕心。聚焦當下，中國通脹形勢亦需謹慎以待。雖然本輪通脹主要由「超級豬周期」推動，且呈現「CPI躍升、PPI低迷」的結構性分化，但是以當前CPI同比增速「破4」為標誌，通脹風險已經逼近力度升級、範圍拓展的質變臨界點。中國貨幣政策預計將堅守政策理性，為下一個二十年奠定政策獨立性的信譽基礎。

「豬周期」向其他領域的擴散或將提速，通脹預期或將開啟自我強化。11月，CPI同比增速達4.5%，相較10月再次躍升0.7個百分點。主要貢獻仍為豬肉價格的沖頂（同比上升110%），其帶動CPI同比增長2.64%。筆者認為，未來一段時間通脹壓力仍存。

第一，核心動能豬肉價格仍在高位盤旋。高頻資料顯示，12月初並未延續11月末的豬肉價格的下行趨勢，平均批發價仍盤踞於每公斤43元以上，預計12月豬肉價格下行幅度有限。

第二，雖然本輪通脹有「超級豬周期」推動，但是仍不可忽視其超預期延續與擴散的風險。11月，蔬菜價格同比上升3.9%，而在10月此項同比僅為-10.2%。從12月高頻資料看，蔬菜價格仍在繼續攀升。

此外，學術理論和實證經驗表明，預期是推動通脹的關鍵因素，一旦通脹預期成為主流，其將不斷自我強化和實現，進而形成螺旋式上升。2019年10月與11月，CPI同比增速分別躍升0.8個和0.7個百分點，幅度之大為近年所罕見。更為重要的是，本次通脹聚焦於生活成本層面，相較於PPI通脹，對居民造成的「痛感」更為直接、強烈，更易於影響居民預期。由此，連續、大幅的物價上升正在將市場預期引入到自我強化的軌道，短期內料難以逆轉。

着眼當前，雖然目前國內的通脹是結構性的，但是其經濟成本正在迅速顯現。

今年住宅樓價有力彈升



樓市強心針
廖偉強

利嘉閣地產總裁

凡到年底又是展望新一年樓市走勢的時候，筆者早前參加了一個慈善晚宴，未開席之前和一班朋友閒談，當晚有一位從事傳媒及網台的朋友問筆者2020年樓市的看法，筆者一如慣例依自己的經驗及看法道出了一句——2020年樓價會「噴射式」上升！

剛巧晚會的主席經過聽見，就問筆者應買何類物業，筆者回答應買商舖物業，因為商舖物業跌幅最多，而且百業蕭條影響商舖的價格，有些商舖的業主願意作出的減幅比平均跌幅還要多。

上述言論轉折間在一個網台引起討論，主持人就是當晚席間其中一位朋友。

幾位主持在網台議論紛紛，認為筆者是從事地產代理，慣用一些手法去吸引買家入市，先道出新一一年樓價會升，之後就用一些低價樓盤作為吸引力的切入點。

第一，損傷居民福利。從福利的流量來看，2019年前三季度，中國居民人均可支配收入名義同比增長8.8%，與2018年同期持平，進而支撐人均消費支出名義同比增長8.3%，僅較2018年同期小幅下滑0.2個百分點。但是，如果考慮到本輪通脹的衝擊，則居民人均可支配收入和消費支出的實際同比增速均較上年同期下滑0.5個百分點。由於2019年10月至今通脹進一步提速，因此上述的通脹衝擊或將顯著加劇。從福利的存量來看，11月高達4.5%的通脹增速，已經超越當前銀行理財產品平均收益率。這不僅對居民財富的保值增值形成較大挑戰，長遠來看，亦可能誘使居民採取更為冒險的資產配置策略，進而造成金融風險的新隱患。

第二，侵蝕政策傳導效率。當前中國貨幣政策傳導機制正處於敏感的轉型期。LPR形成機制改革後，中國的利率調控已形成「雙抓手+雙路徑」的新體系。

路徑一是以逆回購利率為抓手，調控貨幣市場利率，政策信號從短端利率向長端傳遞。路徑二則是以MLF利率為抓手，調控LPR和信貸利率，政策信號從長端利率向短端傳遞。最終，這兩條路徑將交匯於債券收益率曲線，這要求長、短端政策信號高度協同。2019年11月，MLF利率、OMO利率、LPR同步降息5基點，正是這種信號協同的初步嘗試。

但是，如果通脹預期持續衝高，則將導致期限利差和收益率曲線的不穩定，從而加大上述長、短期信號協同的難度，最終擾亂政策信號傳導，「利率併軌」改革的繼續深化亦可能因此受阻。

結構性通脹環境中騰挪政策空間，中國貨幣政策將兼顧「穩健性」與「靈活度」。在2019年中央經濟工作會議上，2020年政策表述中同時提及「宏觀政策要穩」與「微觀政策要活」，其中在一貫的穩健貨幣政策基調下亦加入了「靈活適度」的新要求。

筆者認為，2020年的中國貨幣政策將在方向上保持定力，而在具體力度、節奏和時序上因勢而動。根據我們的判斷，當前至年中，中國貨幣政策的總量性工具將保持穩健，定向降準、MLF加碼續作等結構性工具將躋身政策功能表的前列。

2020年下半年，隨着通脹的較快回落，MLF降息空間隨之擴張，全年LPR的下行空間最高或將達到50基點。

筆者聽後認為言論有些斷章取義，及未能完全抓住筆者的分析！首先筆者要解釋的是，2020年樓價上升主要是集中在住宅物業，至於工商舖物業在短時間之內仍然受壓。

當然，有危就有機，目前是能夠獲得理想價錢的時機，況且入市的切入點很重要，在高位入市的時候，樓價上升得益不大，但在低位入市，就算是樓價下跌都影響有限。

修例風波至今，物業類別的價格變化各有不同，大致上可以分為四個類別，分別為住宅、工商、商業及商舖。2019年住宅仍然錄得輕微升幅，工商平均跌幅大約一成，商業平均跌幅大約兩成，舖位平均跌幅大約三成。

住宅市場過去半年積聚不少購買力，故筆者依然相信今年住宅樓價仍會上升。至於工商舖物業，因為零售、飲食及旅遊的不景氣，仍然會影響工商舖物業的價格，需要一些時間去復元。

不過，筆者相信，香港人的反應以及適應能力很強，而且亦都非常善忘，所以，筆者相信明天會更好！