



▲銀行業計息負債成本呈市場化趨勢，非對稱降息存尾部風險

存款基準利率何去何從(上)

當前中國貸款利率已實現併軌，LPR（貸款基礎利率）掛鉤MLF（中期借貸便利）操作利率。MLF利率下調，已直接影響到銀行業的貸款利率。然而，存款基準利率依然存在且尚未做調整，非對稱降息模式對於銀行息差壓力已經逐漸顯現。針對存款基準利率是否應做調整，未來存款基準利率將如何實現市場化併軌，本文做些探討。

交銀觀察

唐建偉 陳冀

交通銀行金融研究中心

一、國際存款利率市場化經驗

國際上，存款利率市場化幾乎都與貸款利率市場化同步進行。而併軌的觸發因素各有不同，但都面臨一個共同特點，就是存貸款定價與市場化定價存在了分歧和不適應，進而觸發利率市場化。

美國方面，1970年代石油危機致使美國市場利率大幅上升，市場利率大幅高於Q條例限定的存款利率上限（2.5%）。存款利率與市場利率嚴重背離，銀行負債端結構面臨巨大的存款搬家和負債成本上升的壓力。進而，美國對存款利率進行市場化改造，放鬆一系列上限限制並放棄Q條例等。由此形成了「聯邦基金利率→市場利率→存款利率」的傳導路徑。

日本方面，利率併軌過程更多參考美國並無獨特創新。1977年允許銀行承購國債持有一段時間後上市交易推動債市二級市場利率自由化，1978年實施國債利率招標發行並提升銀行拆借利率彈性。1997年日央行將貨幣政策操作目標定為隔夜拆借利率，通過公開市場操作和向金融機構提供貸款調整銀行準備金，以此調控貨幣市場利率。逐步實現「政策利率→貨幣市場利率→存貸款利率定價」的傳導軌道。

歐洲方面，英國利率併軌源於高通脹背景。1970年之前英國的利率管制表現在銀行間的利率協定，存貸款利率和拆借利率都跟隨再貼現率上下浮動。1970年左右，英國通脹加劇疊加資本外流的壓力，於1971年放棄利率協議，允許銀行自行決定利率。德國利率併軌則由1962年放鬆利率管制開始，到1967年全面放開利率管制結束。

二、國內存款市場現狀及特徵

就目前國內銀行負債端、存款市場而言，筆者認為主要有以下幾個特點：

1.存款利率上限管理已放開，自律機制形成隱性上限。中國於1996年開始啟動利率市場化進程，逐步放開利率管制。經過多年來市場化推進，2015年10月23日，央行宣布放開存款利率上限，這基本標誌着利率管制時代在國內結束。但在行業自律機制的約束下，存款利率事實上仍然存在隱性上限。這種機制下所產生的「非市場化」壓力，其實在曾經的貨幣基金「餘額寶」類業務剛剛興起時已經讓許多銀行措手不及。

2.存款利率與市場化利率關聯性下降，期限結構形態錯位。2009年之後，國內貨幣市場利率雖然主趨勢依然受到存貸款基準利率調節影響，但市場化利率更加反映市場實際資金供求關係，存貸款基準利率作為具有強烈政策信號作用的貨幣政策調控工具不可能頻繁隨市場情況調整。在數量型調控不能對沖貨幣市場實際流動性需求的部分時間段，貨幣市場利率與存款基準利率的運行趨勢呈現出明顯的脫鉤現象。貨幣市場利率又很大程度上決定了同時期銀行負債端市場化負債的資金成本。儘管存款利率上限放開後，自律機制賦予了整個行業存款利率定價一定幅度的彈性空間，但近年觀察下來，實際的存款利率與市場化利率的聯動性並未明顯增強，還有所下降。

與此同時，存款基準利率與市場化利率之間一定程度的脫鉤還表現在期限結構方面。在貨幣政策偏鬆的周期，存款基準利率的期限結構明顯較市場化利率的期限結構更加平坦，而貨幣政策偏緊的周期，情況則與之相反，貨幣市場資金利率相對更加陡峭。以當前銀行負債端利率「雙軌」的結構而言，由於長端基準利率較高，短期基準利率較低。銀行負債的策略很可能朝「競爭短期存款，發行存單和發行金融債」的方向調整，不利於銀行負債端長期負債的沉澱，一定程度增加了銀行的流動性壓力。當前長端存款基準利率居高難下表現出與貨幣市場利率聯動的剛性，不利於引導實體企業的中長期信貸融資成本下降。

3.銀行負債端結構市場化調整，吸存優勢依然在大型商業銀行。從上市銀行的角度看，存款佔比要好於整個銀行業，截至2019年第三季度的上市銀行負債結構數據顯示，吸收存款佔比在74.56%，同業負債佔比為8.39%，央行借款和拆入資金佔比約5%。當然上市銀行中也有個別的銀行負債結構中存款佔比低於60%，同業負債與金融債發行比例偏高的銀行。但由於上市銀

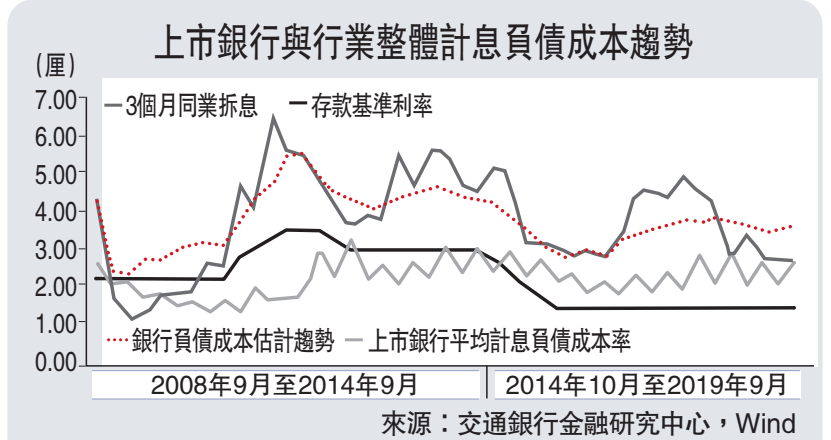
行整體質量強於非上市銀行，進而整體結構表現為存款佔比更高，而市場化定價的負債佔比相對低。上市銀行負債結構與銀行整體負債結構的偏差很大程度上反映出非上市銀行負債端結構市場化程度更高。

從央行公布的金融機構資產負債表數據來看，隨着利率市場化的推進，各類存款的佔比在逐年下降，由2005年前70%以上的佔比，已經下降至當前不足60%的水平。而同業負債加央行借款的佔比呈上升趨勢，行業整體水平已經提升至15%左右。進一步按照央行對於銀行的大中小分類數據觀測。大型銀行「存款／同業」倍數較中型和小型銀行有明顯的優勢，同樣也表明大型銀行吸存能力更強，「存款／同業」倍數更高，市場化負債在負債結構中佔比相對更少。

4.銀行業計息負債成本呈市場化趨勢，非對稱降息存尾部風險。通過對上市銀行以及可查財報非上市銀行歷年財報數據進行整理分析測算。整個銀行業的負債成本趨勢已逐漸與市場化利率趨勢趨同。儘管上市銀行計息負債成本率主體趨勢則因吸收存款佔比相對較高而與存款基準利率趨同。然而，整個銀行業負債端計息負債成本在多年存款利率市場化進程後，由於負債結構的多元化，市場化程度已具有相當水平。部分中小銀行由於吸存能力相對較弱，計息負債成本相對偏高，導致其淨息差水平較低。

同時，2019年三季度239家銀行財報顯示，銀行業整體加權淨息差為2.21%，淨息差在1.27%以下的銀行有25家，其中6家銀行淨息差在0.65%以下。當然156家銀行的淨息差水平在1.89%至3.75%之間，表明當前降息引導實際信貸融資成本下降，促進銀行業讓利實體經濟仍有空間。然而，非對稱降息的同時也不得不關注息差水平偏低的銀行可能存在「尾部風險」。

（作者唐建偉為交通銀行金融研究中心首席研究員，陳冀為研究員。）



來源：交通銀行金融研究中心，Wind

海外如何借鑒中國防疫經驗



廟堂江湖

沈凌

德國波恩大學經濟學博士

新冠病毒已經肆虐了兩個多月。在中國初現被控的跡象以後，疫情卻不幸蔓延到了全世界，韓國、伊朗、意大利，分別代表東亞、西亞和歐洲均已淪陷。不少處於外國疫區的華人開始向國內避禍，因為在他們眼裏，這些國家並沒有吸取中國新冠疫情爆發的教訓，給你抄作業都沒有抄好，讓人很不放心。這樣的心態未必都是井底之蛙，因為即使是世界衛生組織，也已經向全世界呼籲學習中國的應對策略。那麼中國的作業應該怎麼抄呢？是不是全盤中化就可以解決問題了呢？是不是中國的經驗和教訓值得所有國家無差別地學習呢？

應對疫情，其實有兩個方面的重要工作。一方面，最好能夠控制病毒的傳播，也就是減少感染率；另一方面，在已經感染的病人治療過程中，最好能夠降低死亡率。這兩個指標都會引發社會的恐慌，但不同國家的經濟發展水平不同，控制這兩個指標代價不一樣，所以對於發達國家和發展中國家而言，學習中國經驗還是要結合自身特點。

首先，武漢封城和各地對外地人員的管控，實際上就是為了降低感染率的重要政策，效果還是比較顯著的。以浙江為例，作為全國首先啟動防控一級響應措施的省份，當時的處境極為險惡。因為浙江是市場經濟極為發達的地區，溫州人做生意遍布全國，義烏小商品市場也是全國商品流通的重要節點。大量的湖北人在浙江務工，大量的浙江人在武漢做生意。在2月6日以後的一個月內，浙江僅僅增加了70例，而同時期的湖北從大約2.5萬例增加到現在的6.8萬例。浙江一級防控的效果顯露無疑。

我們還可以通過反觀歐洲來看浙江的管制措施的效果。德國和意大利的關係和地位，類似浙江和湖北。現在疫情首先爆發在意大利，德國卻沒有採取和浙江一樣的管控措施。結果，雖然德國的病例絕對數僅僅是意大利的十分之一左右，但是增加的速度卻是差不多的。一周之內，意大利增加幅度是大約四倍，德國反而是五倍。這反證了當初浙江管控的有效性，沒有防控，也許浙江現在的確診病例數是三千左右。

港樓新盤回歸熱鬧



樓語縱橫

陳坤興

Q房網香港董事總經理

「疫情還會持續一段時間，對此民眾應做好心理準備以隨時應對任何新狀況。疫情考驗着社會的凝聚力與韌性，希望民眾能夠保持平常心態，因為恐懼比病毒更具殺傷力。」這一段是新加坡總理李顯龍早前就新型冠狀病毒疫情向民眾發表的聲明，隨着疫情進一步在全球多個國家擴散，市場亦憂慮疫情會對全球經濟帶來衝擊。

因應疫情在全球急速擴散，連帶七國集團（G7）財長及央行行長亦於本週初，召開緊急會議應對疫情變化。雖然會後未有發表聯手減息的聲明，但美國聯儲局卻突然宣布減息半厘，較原定本月17、18日的議息會議，提前兩星期突然減息，此舉亦是聯儲局自2008年金融海嘯以來，再一次突如其來的減息。而下星期聯儲局亦可能再減。

發展商靜極思動

應對疫情擴散對全球經濟帶來衝擊，新一輪全球減息潮亦已展開，在美國突如其來減息的同时，澳

不過，全國各地區的管控政策，其代價是相當高昂的。現在各地遲遲不敢撤銷這個管控措施，使得市場經濟幾近癱瘓，如果這樣的時間增加一個月，對GDP的負面影響至少是兩個百分點。對於發達國家來講，基數越高這個損失越大。尤其是歐洲，本來經濟增長率就幾乎停滯，如果出台類似於中國的停產政策一兩個月，那麼其打擊可能需要五六年才能恢復得過來。這樣的作業想抄也不敢抄啊！

其次，集中可以集中的全部醫療力量，不惜成本地救助重症感染病人，是降低死亡率的重要對策。無論是全國支援武漢的三萬多醫護人員，還是各地留存的醫療資源，在應對疫情的時候，都發揮到了極限。還是以浙江為例，一例年事已高的新冠危重病人在治療過程中發現了巨大潰瘍性腸癌。為了減少死亡率，浙一醫院居然一邊治療新冠，一邊給病人做了腸癌切除手術。這樣的努力結果是使得浙江1215例新冠病人中只有一例死亡。當然，這樣的政策需要較高的醫療資源（同時也對應了較高的經濟發展水平）作為基礎。所以，歐洲這樣的發達國家，在應對新冠威脅的時候會有較大的底氣，可能也是源自於對自身醫療水平和資源的自信。

而相較於發達國家，發展中國家沒有足夠和優質的醫療資源，想減少死亡率恐怕成本會比較高，甚至不一定做得到。而學習中國的管控措施，倒是相對而言成本較低，比較容易操作。所以，我們看到伊朗已經開始學習中國的停產停學政策了。

由此可見，對於經濟學家來講，從來沒有「不惜一切代價」的政策。政策總是有成本的，符合自身特色的最佳策略，往往也應該是成本收益比最高的策略。



▲新冠疫情不幸蔓延到全球，世衛呼籲各國學習中國的應對策略

洲以至馬來西亞亦於本週初，相繼減息0.25厘，再者全球多個央行，亦表明已準備必要時調整政策，包括減息或是量化寬鬆的政策，以擴張經濟來應對經濟衰退的可能。

不過，因應本地銀行自去年11月跟隨美國減息，以活期存款利率計算，香港已重返零息歲月，息率已幾乎「減無可減」，因此即使美國突如其來減息半厘，本地銀行亦已宣布不跟隨，維持最優惠利率不變。雖然香港銀行未有減息，但隨着美國重啟減息周期，低息環境肯定會再持續一段較長的時間。

低息環境持續的同時，儘管在疫情影響下，上月本地新盤市場亦已步入寒冬，一手住宅物業銷售資訊網（SRPE）作統計，上月整體新盤銷售跌至只有349伙，較對上一個月的1179伙急挫逾七成，單月銷量更跌至自2016年2月以來的四年新低。

不過，近日部分發展商已「靜極思動」，重新啟動新一輪的推盤攻勢，加上本地銀行低息環境持續，相信等待疫情得以穩定下來後，發展商亦會陸續推出新盤應市。筆者料本月新盤市場勢必活躍起來，配合財政預算案推出定息按揭，讓買家在承辦按揭時有更多選擇，樂觀來看，本月新盤銷售勢必增加。