

降準合時 期待減息

中金點睛 林英奇 許鴻明

中金公司分析師

人民銀行宣布9月15日起下調金融機構存款準備金率0.25個百分點，人行測算本次下調後，金融機構加權平均存款準備金率約7.4%，較之前下降0.2個百分點。據測算，這次降準約釋放流動性5500億元（人民幣，下同）。考慮到9月15日有4000億元MLF（中期借貸便利）到期，最終流動性釋放體量還取決於MLF的續作量，但低息資金的釋放有助於進一步降低融資成本。

一方面，降準有助緩解政府債發行提速短期帶來的資金面收緊態勢。8月中旬以來政府債發行明顯加速，8月全月政府債淨融資1.18萬億元，疊加8月是信貸投放大月，新增貸款1.36萬億元。筆者預計9月政府債淨融資仍將達到1萬億元以上，再加上稅期高峰，9月以來資金面繼續趨緊。而季末MPA（宏觀審慎）考核，以及長假前資金惜售，可能將加大流動性壓力。

另一方面，採取低成本的降準，而非加大OMO（公開市場操作）投放以緩解資金面，進一步釋放鬆貨幣、降成本以穩增長的信號。目前經濟運行仍有較大的下行壓力，人行8月降低MLF政策利率和LPR（貸款市場報價利率）、引導存款利率和存房房貸利率下行，但市場利率的上行可能會阻礙融資條件放鬆，不利於實體經濟恢復。在緩解資金偏緊的政策選項中選擇降準，不僅投放增量而且降價，鬆貨幣力度更大，有助於進一步降低仍在高位的實際利率，加大逆周期調節力度以穩增長。

筆者認為，此時降準恰逢其時，旨在為9月信貸投放和政府債券發行提供流動性支持：9月作為下半年傳統上信貸投放的最大月份，預計新增貸款規模有望超過2萬億元；8至9月政府債券發行節奏加速，預計9月政府債券淨發行規模超過1萬億元。筆者測算本次降準釋放流動性約5500億元，對銀行2023年淨息差的貢獻淨正向貢獻0.7個百分點，對營收和淨利潤的正貢獻分別為0.3和0.7個百分點。

降準後會有減息嗎？筆者預計年內LPR仍有減息空間，幅度為5至10個基點，形式可能為MLF帶動LPR下調，也可能為MLF保持不變、LPR單獨下調，主要理由如下：

其一，融資成本相對於實體經濟投資回報率（ROIC）仍然偏高。截至第二季度，我們使用名義GDP估算的ROIC約為4.7%，使用AA級企業債估算的企業融資成本約為3.5%，二者之差為1.3個百分點，為僅次於2020年疫情期間的最低水平。如果經濟恢復不及預期，ROIC可能難以回到最近5年8%左右的中樞位置。在此情況下，企業融資成本相對於ROIC可能偏高，特別是對於非國有企業。截至2023年7月，非國企固定資產投資增速僅為-1%左右，遠低於國企9%左右的增速。儘管利率並非企業投資的唯一考量，但利率隨ROIC下降也有必要性，否則可能會導致信貸需求低迷甚至縮表。

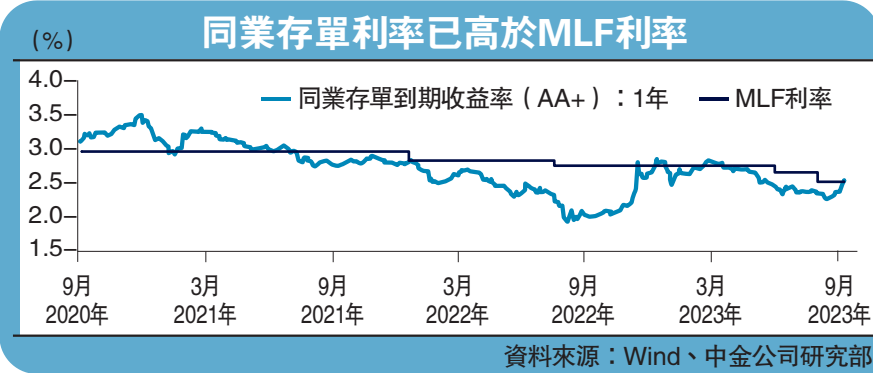
其二，LPR作為「理論下限」的偏離。LPR定義為「由具有代表性的報價行，根據本行對最優質客戶的貸款利率」，是銀行貸款利率的理論下限。但實際上，截至第二季相比LPR下浮的貸款比例為38%，也即接近40%的貸款已實際上低於貸款的利率下限，為歷史最高水平。當前1年和5年期LPR分別為3.45%和4.20%，而實際上由於激烈的貸款競爭，部分央國企的長期貸款實際新發放貸款利率已低於3%。

其三，對存量按揭利率的考慮。上月5年期LPR未下調，筆者認為實際上轉化為存量按揭利率單獨下調。估算存量按揭利率下調平均幅度約為50個基點，但僅有三分之二的貸款能夠下調，下調幅度約為80個基點。特別是對於部分一線城市，由於當時較高的利率下限，下調幅度明顯小於三四線城市。因此，本輪存量按揭利率下調後，部分按揭利率仍位於4.5%以上的較高水平。為減少提前還貸壓力，不排除通過LPR帶動存量利率進一步下調。

存款利率或續下調

此外，存款利率仍有下調空間。筆者預計，存款利率未來一至兩年仍有10至20個基點的進一步下調空間，主要由於：1）對銀行合理利潤的關注，避免息差壓力過大；2）避免定存利率過快增長的負債壓力，截至7月個人定期存款按年增21%，遠高其他金融產品。

本次降準體現出政策明確的穩增長導向，對於銀行股，儘管地產風險的不確定性可能抑制市場情緒，但考慮到後續地產等穩增長政策效果有望顯現，「一攬子化債方案」出台，我們推薦銀行股絕對收益機會。



樓價地價齊跌 適時減辣穩信心

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

大型銀行相繼上調拆息按揭計劃（H按）的鎖息上限，再度利淡樓市。調高鎖息上限其實等同直接加按息，不但增加每月供款，壓力測試的每月入息要求亦會因此上升，勢增添有意入市者的擔憂，打擊其趁低吸納的買樓意欲。當然，短期而言，調高按息亦會刺激個別已經物色到心水單位的準買家加快決定，在實施新按揭前趕搭尾班車，以避免即將會增加的供款及壓測門檻。

事實上，近期二手的成交輕微回升。綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑於9月4日至10日的周內合共錄得42宗成交，按周回升1宗或約2.4%，連升4星期，亦連續兩周超過40宗，惟依然較年內平均數約60宗低約三成。整體而言，樓市的確有所反彈，但力道不足，而且反彈主要是源自二手樓價持續下調，吸引用家在市面尋寶，而非市場的信心改善。最佳的例證是，美聯信心指數最新報53.6點，按周回升3.5%，創自去年12月中旬後的次低水平。

發展商低價地值得關注

減價已經成為樓市的主旋律，二手賣樓固然要「劈價」，新盤開價亦極為震撼。屯門一新盤近期開價，折實後入

場費約312萬元，呎價約9168元起，首張價單折實呎價更回到同區新盤約8年前的水平。

樓市再度步入調整期，受影響的不止是市民，還有特區政府。只因同樣價錢回落的還有地價，啟德2A區2號及3號地盤獲合組財團以53.5億元成交，每呎樓面地價約5392元，創區內2014年後新低地價。即是說，即使是次項目發展條件較複雜，投資風險較高，樓面地價仍屬偏低水平，反映特區政府在底價上亦已作出一定調整，筆者相信，如果樓市表現未有改善，年內地皮價格很難回到高水平。

誠然，地價低對市民不一定是壞事，發展商平買平賣，其實是入市園業主夢的黃金機會。但長期低價賣出珍罕的地皮，亦一定影響特區政府收入，自然亦影響民生。正如筆者一再強調，住宅物業非商品，而是生活必需，對比波動大的股債匯，更是很多人理想的「長線安全投資」，若放任樓價直插到底，將令不少為置業而節衣縮食的市民損失慘重，衍生諸多社會問題。

物業買賣牽涉的不止地產界，而是民生及社會，樓價急速下滑將對社會及經濟造成衝擊，未來負資產個案勢急升，蝕讓個案續增，並嚴重影響實地收入，冀特區政府正視撤辣為樓市鬆綁。希望10月公布的施政報告會有相應的措施，為樓市止血，否則勢必影響香港的疫後復甦速度。



香港集中土地資源建公屋，留給公屋之外的其他房屋類型的土地減少，導致公屋之上的房屋階梯缺失。

近期一則新聞揭示香港社會的悲哀現實。一名港男在社交媒體自訴：今年46歲，2005年申請輪候一人公屋單位。18年以來，為防房屋署突擊入息審查，他一直不敢做長工，將收入控制在僅夠支付每月5000多元房租和日常支出。然而，輪候公屋的家庭太多，等了18年還未輪到。「回想太天真，浪費我的青春。」他的感慨，再次驗證我的觀點：當土地資源集中建公屋，留給公屋之外的其他房屋類型的土地減少，導致公屋之上的房屋階梯缺失，收入高了反而住屋選擇更少，不少人刻意「向下流」來等公屋，鎖死大量勞動力。

扶貧：是扶躺平還是扶向上流動？

香江畔的思索
洪雯
立法會議員

這種浪費青春等公屋的案例，正普遍地在香港發生。立法會研究部剛公布了一份名為《低收入及中低收入住戶特徵》的報告，揭示出一系列觸目驚心的現實。1996至2021這25年間，「非從事經濟活動的住戶」（即家中無任何人工作的住戶）在全港住戶中的比例從10.7%上升至20.4%，幾乎翻了一倍；而在「低收入住戶」（全港收入最低的20%的家庭）中，家中無任何人工作的住戶的比例，更從1996年的33.8%上升至2021年的74.1%，25年來增長了120%。這即是說，目前每4戶低收入家庭中，就有3戶完全不工作。

完全不工作的家庭猛增，固然有人口老化的原因，導致全長者住戶增多，但處於勞動年齡卻不工作的住戶亦增長，且兩者增幅一致。尤其是在低收入住戶中，處於勞動年齡卻完全不去工作的家庭，25年增加212%。

扶貧迷思 越扶越貧

勞動年齡人士不去工作，可能是要照顧兒童、老人、病患等，但數據顯示，在低收入、非長者、不工作的家庭中，只有35.3%家中有需受照顧成員（如15歲或以下兒童、長期受照顧長者、殘疾、病患等），而40.8%的家中並無任何需受照顧的成員。

不去工作靠什麼生存？這份報告的數據顯示，對於低收入且不工作的家庭，特區政府提供的恆常現金福利佔其總收入的比例，從1996年的26.8%飆升至2021年的82.7%。筆者自己估計，剩下的17.3%的收入，很有可能來自非恆常的現金福利。25年來，香港的福利體系，讓為數不少正處於勞動年齡、家中並無受照顧者的家庭，徹底躺平了。

這一現象直接導致兩方面的結果。一方面，香港的勞動參與率逐年下跌，勞動力供應嚴重不足。2023年4月，香港勞動參與率只有57.7%，低於中國內地、中國台灣、中國澳門、韓國、日本，比新加坡（2022年為70%）更低十幾個百分點，而且趨勢是持續下降。福利界和勞工界一直爭取的最低工資、最高工時、託兒服務、照顧者福利等等，對這類徹底躺平家庭而言，有什麼用呢？

另一方面，特區政府的恆常現金福利開支持續飆升，從1996年的127億元，上升至2021年的757億元，是1996年的6倍，而這還不包括各種各樣層出不窮的非恆常性的現金福利支出（如提供給公屋輪候人士的租金津貼、過渡性房屋特別津貼等），以及包含在房屋、醫療、教育方面的福利支出。比如，這份報告估算，特區政府通過公屋平均每月給予每戶公屋住戶的補貼約為1060至1430元，而香港共有82萬間公屋，每年給公屋居民的補貼至少100億元。

香港低收入住戶特徵			
分項	1996年	2021年	變化
所有低收入住戶（戶）	37.11萬	53.43萬	+16.33萬
全長者住戶（戶）	8.57萬	25.28萬	+16.71萬
· 有從事經濟活動（戶）	1.09萬	1.41萬	+0.32萬
· 非從事經濟活動（戶）	7.48萬	23.87萬	+16.39萬
非長者住戶（戶）	28.53萬	28.15萬	-0.38萬
· 有從事經濟活動（戶）	23.48萬	12.41萬	-11.07萬
· 非從事經濟活動（戶）	5.05萬	15.74萬	+10.69萬

資料來源：統計處

今時今日，不少個人與團體站在「扶助基層」的道德高地，樂此不疲地批評香港福利不足，要求增加這樣那樣的福利支出。但幾十年來，社會有沒有思考過，到底福利的目標是什麼？扶貧，是不是不斷增加福利，把貧困人口安頓在基層？為什麼香港福利開支飆升，貧窮人口卻未見減少，而且還讓更多人徹底「躺平」了？長此以往，香港公共財政還能支撐多少躺平的家庭？

早前，一位朋友分享一則案例。她的朋友移民新加坡後，並未出去工作。沒多久，新加坡福利部門約見她，提出若她出去工作，政府將提供額外補貼。她回覆說自己經濟狀況良好，不需政府補貼，官員卻回答，這個補貼是獎勵她出來工作、為新加坡做貢獻，與她的經濟狀況無關。

新加坡的這個思路，讓我頗為震驚。在香港，越躺平就越多福利，新加坡卻用福利來獎勵努力工作、為社會貢獻的人。而給弱勢群體的福利，往往設有嚴格的收入和時間限制。比如新加坡的公租房（類同香港公屋）只給最弱勢的家庭，且嚴格限制入住時間，只能租住兩年，之後若因特殊困難需要續租，必須重新申請。這樣的制度，迫使入住公租房的家庭必須努力往上走。雖然公租房在新加坡房屋總量中只佔4.6%（香港公屋超過30%），但平均輪候時間只需兩個月（香港現時為5.3年）。也正因這樣的福利體系，新加坡的勞動參與率高達70%，在區內領先。

鼓勵自立 力爭上游

筆者認為，香港各界是時候檢討，到底福利的目的和邏輯應該是什麼？是用福利來扶基層市民躺平，還是扶他們為自己努力、扶他們向上流動？為基層市民提供更好的福利，改善其生活，是文明社會的共同價值；但不經思考、簡單直接地為基層增加福利，結果往往是「越扶越貧」、「越扶貧越多人躺平」。據納稅人之慨，卻讓更多人向下沉，上述數據已經清晰地證實了這一點。

尤其在房屋領域，我們不計代價建公屋，卻因此擠壓其他住屋類型的資源，公屋之上的房屋階梯嚴重缺失，收入增加後反而更難解決住房問題，居住質量還不如公屋，自然導致不少家庭不願通過勞動改善低收入的處境，以保持輪候或持有公屋的資格，一大批勞動力因此鎖在公屋中。

筆者認為，社會福利的目標，是為民眾提供最低安全網，而非用福利把人安頓在基層；扶貧的思路，應從扶「躺平」，轉變為扶「自立」。具體來看，可以從push（推動）和pull（拉動）兩方面着力。

在push方面，我們的福利需有「退出機制」。新加坡的公租房租期只有兩年，之後就會退出，市民必須另謀出路；若有特殊困難要續租，必須重新申請。可見，公租房只是助困難家庭渡過難關的短暫過渡點，而非終生福利。這種「福利限時退出」的思維，非常值得香港參考：對於處於勞動年齡、家中並無需受照顧成員的家庭，可否限制其入住公屋、領取綜援的時間？畢竟，今日香港，企業請不到人是最迫切的問題，要找一份工作能有多難呢？當然，公屋限時居住，就需增加公屋之上的房屋台階，讓離開公屋的家庭有充足的房屋選擇，可以一步步向上流動。

在pull方面，應提供誘因，拉動有工作能力的人自立。譬如，對於既非長者又非照顧者的人士、新來港的單程證人士等，應提升各類再培訓或工作配對服務；針對照顧者，可增加支援，協助其出來工作。在扶助基層自立方面，筆者絕對贊同加大投入。

對於在職貧窮，諾貝爾經濟學家Milton Friedman曾提出過負入息稅（negative income tax）的思路。他建議對符合條件（如每月工作達到某個時數）的工作人口，若收入低於某個水平，不但不用交稅，還應對其作出補貼。負入息稅目前在英、美都有實踐；前文提到的新加坡案例更特別，用之作為市民自立的獎勵，而不論其薪酬高低。當然，負入息稅也有弊端，但這背後的邏輯，值得我們思考和汲取：一個社會，只有努力工作的個人過得比依賴福利的人更好，才能鼓勵更多人自立。

習近平主席說，「幸福是奮鬥出來的」——這是中國式現代化的價值觀。現實中，中產和基層是彼此的「人生參照物」：靠自己的中產階層，其居住和生活質量如果高於靠福利的家庭，將能在社會建立起「躺平不如自立」、「幸福是奮鬥出來的」的價值觀，將能推動基層市民努力工作，爭取向上流動。反之，則必然鼓勵更多人依賴納稅人的付出——這是人性使然。

從房屋政策到整體福利思路和體系，香港是時候徹底檢討了！