



# 以市场化手段促金融资源高效配置

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 中国银河证券宏观经济与政策研究员 张宸

近日,中国人民银行调整新发放的商业性个人住房贷款利率形成方式,新的商业性个人住房贷款利率形成机制自10月8日起实施。新发放的商业性个人住房贷款将以最近一个月相对应期限的贷款市场报价利率(即LPR)为基础加点形成。央行还同时公布了商业银行在进行房贷利率定价时需要注意的相关配套规定。

## 防范房地产投机活动

为何在8月20日新形成机制下的LPR正式发布后,央行便紧锣密鼓推出关于商业银行房贷利率定价的详细规定?

笔者认为,首先,这与房贷和房地产市场调控政策中的核心地位有关。国内外的经验证据表明,房地产市场的冷热从中长期角度看,与人口周期、城市的发展定位、经济社会发展水平及所能提供的综合服务水平有关。

但短期看,房地产市场的冷热与住房金融信贷政策的松紧有着直接关联。因此,在坚持“房住不炒”的房地

产调控政策体系当中,住房信贷政策就自然成为调控的中心环节。近年来,限购政策之外的限贷政策便成为各地政府执行中央房地产市场调控政策的一个重要抓手。

其次,作为当前商业银行为数不多的典型优质资产,在利率市场化改革趋势的背景之下,商业银行具有一定的动机降低房贷利率。因此,央行随LPR形成机制改革而迅速出台房贷相关规定,是坚持“房住不炒”房地产调控政策的体现。

从理论上讲,利率市场化有利于扩大商业银行的经营自主权。利率市场化条件下,银行可以根据市场和资金情况以及标的资产的质量和借款人的信用状况确定存贷款利率,优化资产负债结构和资源配置。在目前的信用风险环境下,以优质资产——房产为抵押物的住房按揭贷款在银行资产类别当中质地相对优良。同

时,在目前的新增人民币信贷当中,居民按揭贷款占比达41.67%,权重凸出,对于银行的资产业务具有举足轻重的地位。

因此,在LPR形成机制改革之后,笔者此前认为,对房贷来说,市场化环境中房贷仍属于信用风险边际较低的资产,房贷利率有下行空间,理论上有利于房产销售。但在房地产严格调控的大背景下,相关信贷政策难言放松。本次央行所出台的相关房贷定价规定,印证了笔者的上述判断。

本次规定体现了在“因地制宜、因城施策”的前提下,对于房地产信贷坚持政策调控的导向。中国人民银行明确将商业性个人住房贷款利率在LPR基础上加点数值的下限管理权限,下放至中国人民银行省一级分支机构,从而使得省级分支机构可以根据本地区商业性个人住房市场的供求关系,以及房地产市场的长期发展来确定本地区的实际贷款利率,更好地对本地区的房地产市场进行调控。

第三,新的商业性个人住房贷款利率形成方式明确了首套房和二套房的差异化利率,即首套房利率不得低于LPR,二套房利率不得低于LPR加60个基点,通过贷款利率折扣的优惠方式进行投机的行为将被极大限制,同时直接加重了各种形式的房地产投资成本,坚守“房子是用来住的,不是用来炒的”的定位,保障了刚需家庭的基本需要。央行还在下放贷款利率加点权限给地方的同时,为各地区的贷款利率划定了统一标准,即加点下限必须高于中国人民银行提出的全国统一标准:各地区二套房贷款利率在LPR基础上的加点

第三,房贷利率迎来“因城施策”时代,预计新标准下热点城市贷款利率不会低于当前实际执行利率。

除了设定房贷利率下限外,政策还要求人民银行分支机构及时确定当地LPR加点下限。继土地、楼市“因城施策”之后,房贷利率也迎来“因城施策”时代。

人民银行省一级分支机构按照这一原则,指导各省级

市场利率定价自律机制,在全国统一的信贷政策基础上,根据当地房地产市场形势变化,确定辖区内首套和二套商业性个人住房贷款利率加点下限。

“因城施策”的逻辑是,抑制热点城市,托底收缩型城市,平滑房地产市场周期的波动,实现平稳发展。

在“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济手段的背景下,近期出现土地热、楼市热的部分城市,未来房贷利率不会低于当前实际执行利率,存在上调可能。

综上所述,央行设定下限和差异化利率政策,对炒房行为形成抑制,有利于房地产市场长期健康发展,回归真实住房需求。

# 看清个人房贷利率换“锚”信号



□中山证券首席经济学家 李湛  
中山证券助理研究员 徐璐

央行近日发布《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》和《关于中国人民银行有关负责人就个人住房贷款利率答记者问》称,为坚决贯彻落实“房子是用来住的,不是用来炒的”定位和房地产市场长效管理机制,对新发放商业性个人住房贷款利率进行改革。笔者认为,个人房贷利率是LPR改革的组成部分之一,不能解读为房贷降息的信号。对比当前实际执行利率,LPR设定的下限与市场水平基本一致。在“房住不炒”的大逻辑下,预计热点城市贷款利率不会低于当前实际执行利率。

笔者认为,首先,个人住房贷款利率换“锚”LPR,是“利率并轨”改革的一部分,不能解读为房贷降息的信号。

过去存贷款基准利率和市场利率的双轨制,存在套利空间和货币政策传导不畅等问题。LPR改革后,定价方式由央行公布公开市场操作利率,各报价银行再

根据该利率进行加点报价,最后由全国银行同业拆借中心根据报价计算得出贷款市场报价利率并发布,为银行贷款提供定价参考。LPR改革目的在于利率定价机制更市场化,央行政策畅通传导至货币市场和贷款市场。从资金端入手,引导各类资金流向实体经济,而非房地产。从近期的监管动向看,遏制资金流向房地产意图明显。今年5月开始,银行信贷、信托、境外发债、供应链等地产融资渠道收紧,央行召开的银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会表示“房地产占用信贷资源依然较多”。在这种大背景下,个人房贷利率调整更应视为LPR改革的一部分。

其次,虽然新标准最低房贷利率高于旧标准的最低房贷利率,但新标准的房贷利率与目前市场实际执行房贷利率水平基本一致。

按照中国人民银行有关负责人的解答,定价基准转换后,全国范围内新发放首套个人住房贷款利率不得低于相应期限LPR(按8月20日5年期以上LPR计算为4.85%);二套房个人住房贷款利率不得低于相应期限LPR加60个基点(按8月20日5年期以上LPR计算为5.45%),与当前我国个人住房贷款实际最低利率水平基本相当。

按照此前基准利率的标准,央行5年期以上贷款基准利率是4.9%,一些地区首套房贷款利率最低可打9折或9.5折,即4.41%或4.655%,低于LPR新标准的4.85%。二套房贷款利率目前实际最低标准是基准利率上浮10%,即5.39%,低于LPR新标准的5.45%。

从目前市场上执行的房贷利率平均水平看,新标准与目前市场水平基本一致。根据融360的数据,7月重点城市首套房贷平均利率,最低城市为上海4.84%;7月二套房贷平均利率,最低城市为杭州5.42%。

由于每个月LPR会有调整,房贷利率参考基准变为LPR,利率水平会随着市场资金情况有所波动,但未来房贷利率下降空间不大。除了LPR的基准,人民银行省一级分支机构,确定辖区内首套和二套商业性个人住房贷款利率加点下限。这意味着,房贷利率的“打

数值不得低于60个基点。

本次商业性个人住房贷款利率形成方式的调整,在短期内不会对个人住房贷款利率带来明显的调整,即不会导致个人住房贷款利率的大幅上升或大幅下降,商业性个人住房贷款利率将稳定在当前水平上。从中长期来看,虽然中国人民银行可能会通过宽松的流动性环境降低公开市场操作利率,但货币政策的主要目标是降低实体经济部门的融资成本,在“房子是用来住的,不是用来炒的”的定位下,房贷利率即使在中长期也不太可能明显下降,以防止新一轮的房地产投机活动。

当然,由于宏观经济在未来一个时期总体承压,从基本面角度考量,央行有一定必要性通过调控政策利率水平引导市场利率下行,从而降低实际利率,以支持经济增长。因此,在政策利率未来可能调降的情况下,个人住房贷款利率也可能将随着LPR同步出现一定的自然回落。

总体上看,随着LPR形成机制市场化改革的推进,房贷等具体银行资产业务的定价,客观上随着市场供需变化而进行自发定价调整的需求。但是在国家坚持房地产调控政策的导向下,央行会坚持对市场定价行为进行预调微调。笔者认为,利率市场化是实现金融要素定价“双轨制并轨”的必由之路,最终,商业银行的资产定价会在各项配套机制改革的协同深化当中进一步市场化。

## 改革任务仍然艰巨

贷款利率并轨只是打响了利率市场化关键一跃的第一枪。行百里者半九十,必须认识到,未来利率市场化改革的任务仍然艰巨。

笔者认为,应该切实增强商业银行基于具体客户的不同风险信用水平进行市场化资产定价的能力,特别是增加中小银行进行自主利率风险定价的水平,真正把利率定价权交给商业银行并为此承担风险和责任,从而达成在实际运作当中以市场化手段促进金融资源高效、合理配置的目的。

同时,金融“双轨制”的根源问题还在于结构性改革不到位,我国经济运行当中基础制度性价格“双轨制”尚未真正打破。这一问题的解决,亟待全面推动供给侧结构性改革的全面深化,促进产权改革、国企改革的全面推进,才能将金融“双轨制”的根源逐步消解。在此背景下,继续持之以恒推进利率并轨最终全面实现,才能使得利率市场化真正在未来克尽全力。

# 中国PMI成为全球经济“晴雨表”

□中采咨询总经理兼首席分析师 于颖  
北京工业大学应用数理学院、中采咨询实习生 刘培宇

由于各国均有PMI数据,国际可比性很好,笔者在分析了PMI数据的“国际链”后认为,经济的全球一体化已经成为趋势,各国经济数据呈现明显的链条关系。在经济周期尤其是库存周期里,各国拐点固守着自身的位置,我国PMI不仅是中国经济,也是全球经济的“晴雨表”。

## 扮演不同分工角色

研究PMI历史数据可以看到,PMI的长期趋势波动充分反映了传统经济理论中的库存周期,并且比其他经济指标更为领先。而将全球主要国家的PMI放在一起进行比较,可以看到,全球经济一体化非常明显。

从2002年开始到2019年,世界上六大主要经济体(中国、英国、法国、德国、美国、日本)PMI波动趋势几乎完全一致,全球经济的变化是同升同落的,没有例外。从中国PMI诞生的2005年到现在,全球经济经历了三个库存周期,全球经济一体化的趋势十分明显。

究其原因,是国际产业转移活动日益频繁,使各个国家之间的产业结构关联性与互动性不断增强。国情不同,资本、技术、资源、劳动力等在国与国之间分布得极不平均,是国际分工形成的主要因素,其中资本占据最重要的地位。发达国家倾向于较少开发本国资源或将本国资源形成高附加值产品后用于出口,生产资本缺乏,只能以劳动力取胜的发展中国家倾向于用劳动力换取利润,同时开发本国资源却只能出口初级产品。这样一来,发达国家与发展中国家的经济活动联系得更为紧密,不可分割。科技、物流的发展使得国际供应链更为成熟,国与国之间的经济影响和制约日益加大,国际合作已经变得不太可能逆转。

## 剖析PMI数据“国际链”

2008年国际金融危机带来的全球经济下滑周期里,各国表现最为一致,但其他几个周期里各国表现好像并不完全一致。出现这种差异,并非是因为哪个国家独立于世界经济之外,而是因为他们在国际产业链分工中扮演了不同角色,承担了不同的生产任务,从而在经济周期中拐点位置依次排列。在2008年国际金融危机时,这六大经济体的拐点前后相差时间最短,约为4个月,从中国开始到日本结束,依次到来。分析2005年以来的主要国家PMI,可以找出其各个库存周期的拐点(见表格)。

从2008年开始到现在,一共经历了三个完整的库存周期,六个拐点,其中包括三个高点、三个低点,除了2012年低点外,在每一次全球经济拐点来临时,不管是高点还是低点,都是中国PMI首先产生变化。笔者认为,全球分工已经变得非常明显。

制造业需求在经济数据链条中领先于消费需求,原材料价格数据的变化领先于通胀。在制造业内部,笔者将行业划分为原材料制造、设备类制造、中间品和消费品制造几个大类,在产业链条上,这几大类行业始终是依次传导的关系,前两者被称为周期行业,其变化领先于其他制造业。

国际分工是国民经济内部的劳动分工发展到一定程度后,由于前述国际供应链的发展而跨越国家界限在世界范围内的延伸和继续。产业链之间的关系源于上下游传导,数据链之间的关系源于指标实现的先后传导,“国际链”则是国际分工导致经济拐点形成分为先后,也跟各国的消费需求率非常匹配。

分析世界各国在经济链条中的位置,也可以从上述角度观测。首先,发达国家的消费率高,消费支出对GDP的贡献率均在80%以上,在全球供应链中处于下游位置。其次,从制造业构成看,中国制造业采购对全球需求举足轻重,也是因为中国制造业中原材料行业产值占比超过60%,而发达国家制造业更多集中于设备制造,并且其设备制造的低增值环节也转移向了中国等新兴市场国家。

PMI数据“国际链”清晰地显示出,中国经济的变化已经是全球需求的“晴雨表”。

## “国际链”位置将发生变化

远观未来,产业链转移仍在继续。随着中国人均收入不断提高,中国资本的拥有量不断提高,中国也可能成为资本输出国而不再是劳动力资源输出国。

短期内,以东南亚为例,其劳动力成本虽然较低,但劳动力数量级别与质量远达不到中国的储备量,短期内替代中国制造是没有可能的。首先,产业大量转移的结果是迅速提高替代者的成本,如越南工人的成本去年以来迅速攀高,技术工人缺口迅速上升,房价地价也迅速上升,长此以往必将推高成本。其次,中国上亿技术工人的储备,是东南亚劳动力的总和,全部替代是不现实的。第三,制造业工艺决定了向外转移的更多是组装环节。长期看,即便发生产业外移,其速度也将逐步放缓以至于停止。

未来随着中国科技和消费供给的扩容,经济结构发生优化,其在全球产业链上的贡献不同,那么在“国际链”中的位置也可能发生变化,不过这个过程会很长,至少要以10年计。



世界主要经济体PMI高低点时间

地区	低点月份	高点月份	低点月份	高点月份	低点月份	高点月份	低点月份
中国	2019年2月	2017年9月	2016年2月	2013年11月	2012年9月	2010年12月	2008年12月
英国	2019年6月	2017年11月	2016年5月	2014年1月	2012年7月	2011年2月	2009年1月
法国	2019年3月	2017年12月	2016年6月	2014年4月	2012年10月	2011年1月	2009年3月
德国	2019年3月	2017年12月	2016年4月	2014年2月	2012年7月	2011年4月	2009年3月
美国	2019年6月	2018年8月	2016年2月	2013年12月	2012年12月	2011年3月	2009年2月
日本	2019年2月	2018年1月	2016年6月	2014年12月	2012年12月	2011年3月	2009年2月
欧元区	2019年3月	2017年12月	2016年4月	2014年3月	2012年7月	2011年4月	2009年2月