



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国经济月报

薛俊升

高级经济师

thomasshik@hangseng.com

货币政策与利率改革

- 中国人民银行（「人行」）订定的贷款基准利率仍是商业银行厘定各自贷款利率的重要依据。
- 惟随着内地逐步开放金融市场，银行间竞争或会增加，银行净息差或因此而收窄。
- 随着利率自由化，人行或需要制定新目标利率以助其推行货币政策。
- 利率自由化不仅对银行业发展相当关键，对内地金融市场改革亦至关重要。

经济研究

2015年4/5月

贷款基准利率是否重要？

今年 5 月 10 日中国人民银行（「人行」）调低基准利率 25 点子，并给予商业银行更大空间厘定各自的存款利率。对此，不少市场人士更为关注人行继 2 月减息及调低存款准备金率后，再放宽银根的举措能否带动内地摆脱经济放缓的困局，多于人行再进一步减少对商业银行利率的控制。

是次减息后，官方 1 年期存款及贷款基准利率分别为 2.25% 及 5.10%。银行厘定存款利率的上限亦由存款基准利率的 1.3 倍调高至 1.5 倍。虽然人行降低存款基准利率 25 点子，但实质上存款利率的上限却上升 12.5 点子（表 1）。

表 1：2015 年 5 月人行减息

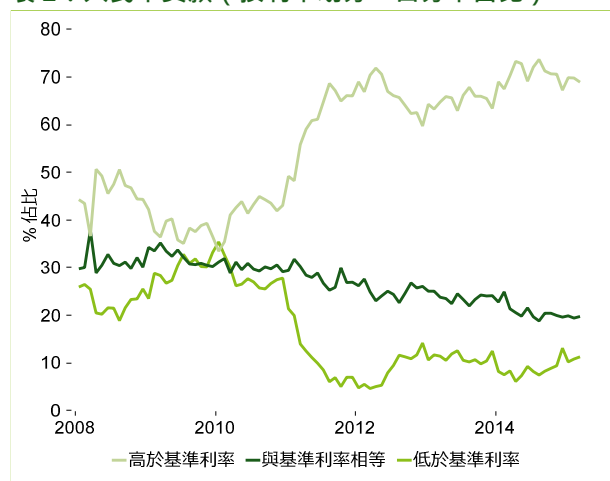
	5 月减息前	5 月减息后
存款利率：		
1 年期基准利率	2.50%	2.25%
利率上限	基准利率 1.3 倍	基准利率 1.5 倍
实质 1 年期基准利率	3.25%	3.375%
贷款利率：		
1 年期基准利率	5.35%	5.10%

数据源：中国人民银行、恒生银行

部分市场人士认为人行减息成效不大，正是因为实质存款利率上限上升，以及在此之前银行已可自由厘定贷款利率。按此而论，银行间的竞争会促使银行调低贷款利率，并可能导致银行的净息差收窄。故此，关键是实质存款利率的上限为何，因为这正代表贷款利率可以达致的最低水平。

然而，事实并非如此。人行的贷款基准利率仍是银行厘定各自贷款利率的重要依据。人行的数据显示，2015 年 3 月商业银行叙造人民币贷款的利率低于基准利率的占比仅为 11.3%。更重要是大部分人民币贷款，其利率均高于基准利率，而这情况近年更有上升趋势（表 2）。

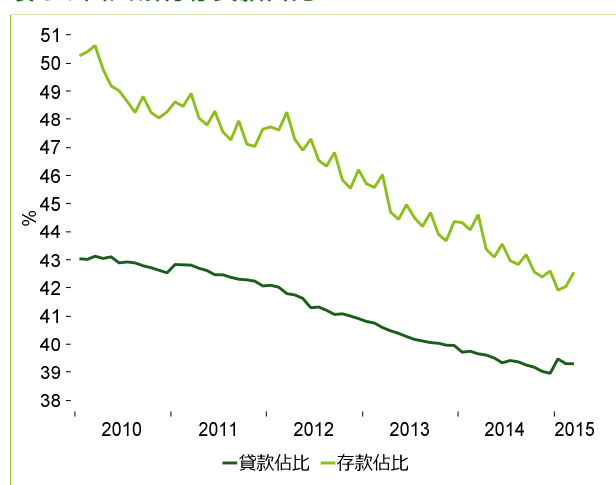
表 2：人民币贷款（按利率划分，百分率占比）



数据源：Macrobond，恒生银行

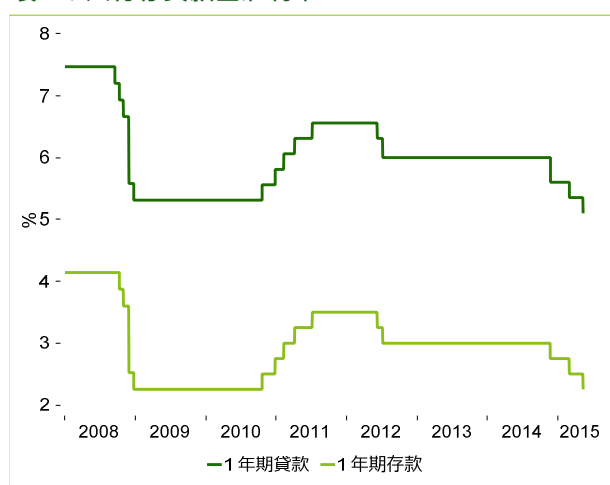
对此，我们认为个中原因如下：（1）银行间竞争增加，但增加的程度却未如大众想象般快。内地四大银行存款仍然占全国存款的 42%，贷款占比则为 39%，两者仅从 2010 年初的 50% 及 43% 略为下降（表 3）。存贷款集中于部分银行，意味银行贷款利率难以大幅下跌；（2）内地经济放缓及房地产市道调整。今年第 1 季国内生产总值增长仅为 7%，是近 6 年以来最低，而房屋存量又处于甚高水平，银行放贷，尤其对于房地产项目而言，或会变得更为审慎。即使人行自年初以来两度减息，但银行仍然可能以高于贷款基准利率的溢价叙造贷款（表 4）；（3）自 2007-2008 年环球金融风暴以后，世界各地均收紧对银行的监管。内地银行的资金成本亦可能因此而上升。

表 3：四大银行存贷款占比



数据源：Macrobond，恒生银行

表 4：人行存贷款基准利率



数据源：Macrobond，恒生银行



银行业正经历变革

无论如何，内地银行仍以人行基准利率作为厘定贷款利率的重要依据，显示整体银行业还处于由利率管制到利率自由化的过渡阶段。但我们有理由相信银行业改变的步伐未来会逐步加快。

首先，内地继续向本地及国际资金开放金融市场。2014年3月，中国银行业监督管理委员会（「银监会」）表示会向私人企业发出更多银行经营牌照。此后，银监会便准许几家私人持有的本地商业银行成立。¹ 去年内地政府亦放宽进入市场的限制，宣布缩短外资银行于内地营运后再申请经营人民币业务所需要的等候时间。² 这些措施显示未来银行需要面对更激烈的竞争，以争取存贷款业务。

其次，当局正协助银行根据信贷风险厘定利率。以往利率受到管制，银行难以较高利率向高风险客户放贷，故倾向贷款予较大规模的企业。然而，随着贷款利率管制逐步放宽，银行应可以按借款人的违约风险，自由厘定贷款利率。为此，人行于2006年成立征信中心，并由2013年起以试点形式容许银行查询企业及个人的信用报告。³ 另一方面，内地国有企业改革持续，亦有助银行按经营表现区分不同国有企业的优劣，从而厘定不同的贷款利率。

人行的政策工具

假若银行开始自由厘定贷款利率，实质的存款利率上限便会成为可以达致的最低贷款利率水平。惟随着人行继续推进利率自由化，存款利率的上限最终亦可能被取消。在去年11月以前，银行只可以调高存款利率至人行基准利率的1.1倍，但在今年5月人行减息后，银行已可以将存款利率由基准利率的1.3倍调高至1.5倍。现在，不少市场人士认为日后人行每次调整利率的行动，均会将银行可以提高存款利率的幅度增加。早前人行行长周小川于记者会更暗示利率改革的步伐可以大幅加快，指出距离取消存款利率上限的时机「已经非常近」，「今年如果能有一个机会」，存款利率的上限就可以完全放开。⁴

如果这样，人行便不再控制银行与客户之间订定的存贷款利率。其发展亦与2013年11月内地三中全会的决定相符，即容许市场在资源分配中起决定性的作用。

¹ 金融时报，*Alibaba affiliate wins approval for bank licence*，2014年9月29日。

² 金融时报，*China eases rules for foreign banks*，2014年12月21日。

内地政府同时放宽其他限制，包括取消银行在申请人民币业务牌照以前，须连续两年取得盈余，以及外资银行在内地每开分行，必须从内地总行调拨一定的营运资金。

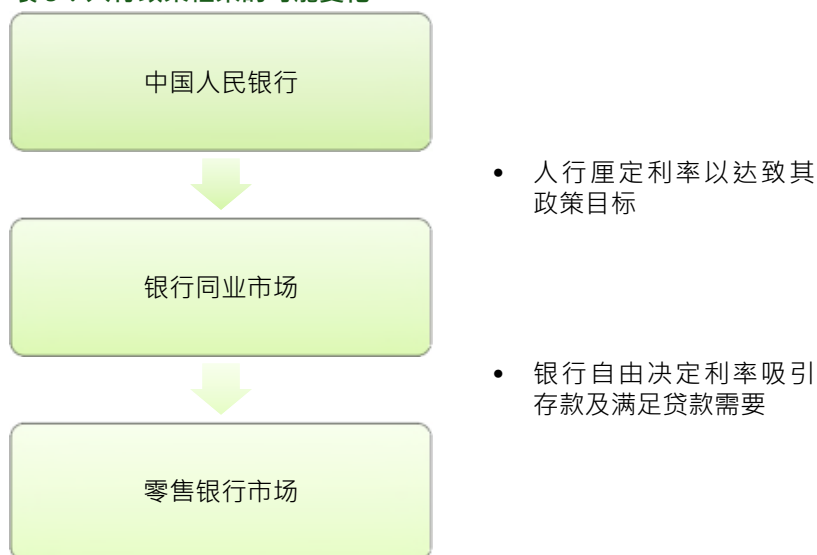
虽说外资银行占内地零售银行市场的占比仍然较少，以总资产计不到2%，与10年前比较变化不大，但当局连番放宽市场限制，反映内地政府仍然决心开放银行业市场。

³ <http://www.pbccrc.org.cn/zxzx/dsj/dsj.shtml>。

⁴ <http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20150312/155421707307.shtml>。

不过，人行仍然要为银行同业市场的短期利率订立一个目标水平，藉此影响零售银行市场的其他利率，从而让其调节经济，并达致通胀、就业等政策目标。这短期利率目标水平，不论以 7 日逆回购利率或其他相类近利率而言，将会是人行的政策目标利率，相当于美国联邦储备局的联邦基金目标利率或欧洲央行的主要再融资操作目标利率。一般而言，央行需要决定货币供应的数量，其一主要手段便是厘定储备货币的价格，实质上亦即银行间同业市场的短期利率。

表 5：人行政策框架的可能变化



数据源：恒生银行

订立银行同业市场的目标利率，意味人行需要改变其货币政策的框架，由调控存贷款利率转为直接控制储备货币的价格（表 5）。同时，如果人行的目标是不再干预零售银行市场，则需要减少采取例如贷款额度、窗口指导等直接信贷政策。尽管转变的难度不少，但人行正不断尝试以银行同业市场的利率作为其货币政策的方针。2013 年初，人行增设相当于美国联储局「贴现窗」（discount window）的「常备借贷便利」（SLF），作为其政策工具，以满足银行短期资金需要，亦变相为银行同业市场利率订立上限。其后于 2014 年 9 月，人行推出「中期借贷便利」（MLF）作为政策工具，为银行提供为期 3 个月的资金，以引导中期利率走向。

广泛的金融改革

透过容许银行自由厘定存贷款利率及人行改变其货币政策工具进行利率自由化，只是内地金融改革其中的一环。其中还包括增加汇率弹性及开放资本账。不过，此等发展却是息息相关。

容许银行逐步自行订定零售市场利率，以及增加人民币汇率弹性，有助反映金融市场衍生工具及结构性产品的真正价格。这意味投资者可通过此等金融产品对冲汇率风险，从而令人行可以进一步扩大人民币汇率交易区间。

另一方面，随着内地加快开放资本账，跨境资金流通会日益频繁，人行或难以再继续有效控制零售银行市场的利率。因此，在完全撤销资本管制之前，人行或会转为以银行同业市场的利率作为其目标利率，以便可继续运用货币政策手段调控经济。

结语

人行一直循序渐进地推行零售银行市场利率自由化，让银行最终可以自行厘定与客户交易的利率。惟在过渡期间，人行亦要改变，从调节存贷款利率转为控制银行同业市场的目标利率。利率自由化不仅对银行业发展相当关键，对内地金融市场改革亦至关重要。



中国经济统计资料

2015年4月

	国内生产总值		工业产出	固定资产投资	社会消费品零售总额	对外贸易			居民消费价格		
	名义	实质	实质	名义	名义	出口	进口	贸易差额	按年 (%)	食品	非食品
	10 亿人民币	按年 (%)	按年 (%)	累计 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿美元		按年 (%)	按年 (%)
2010	40,151	10.4	15.7	24.5	18.4	31.3	38.7	183.1	3.3	7.2	1.4
2011	47,310	9.3	13.9	23.8	17.1	20.3	24.9	155.1	5.4	11.8	2.7
2012	51,947	7.7	10.0	20.6	14.3	7.9	4.3	231.1	2.6	4.9	1.6
2013	58,802	7.7	9.7	19.6	13.1	7.9	7.3	259.7	2.6	4.7	1.6
2014	63,646	7.4	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
2015 预测	NA	7.0	8.0	14.0	12.0	8.0	4.0	496.0	2.0	3.0	1.5
2013 第 3 季	13,875	7.8	10.1	20.2	13.3	4.0	8.4	61.5	2.8	5.3	1.6
第 4 季	18,208	7.7	10.0	19.6	13.5	7.4	7.2	90.5	2.9	5.5	1.6
2014 第 1 季	12,821	7.4	8.7	17.6	12.0	-3.4	1.6	16.7	2.3	3.5	1.7
第 2 季	14,083	7.5	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	15,086	7.3	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	21,656	7.3	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2015 第 1 季	14,067	7.0	6.4	13.5	10.6	4.7	-17.6	123.7	1.2	1.9	0.8
2014 12 月	NA	NA	7.9	15.7	11.9	9.7	-2.4	49.6	1.5	2.9	0.8
2015 1 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	-3.3	-19.9	60.0	0.8	1.1	0.6
2 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	48.3	-20.5	60.6	1.4	2.4	0.9
3 月	NA	NA	5.6	13.5	10.2	-15.0	-12.7	3.1	1.4	2.3	0.9
4 月	NA	NA	NA	NA	NA	-6.4	-16.2	34.1	1.5	2.7	0.9
年初至今	14,067	7.0	6.4	13.5	10.6	1.6	-17.3	157.8	1.3	2.1	0.8

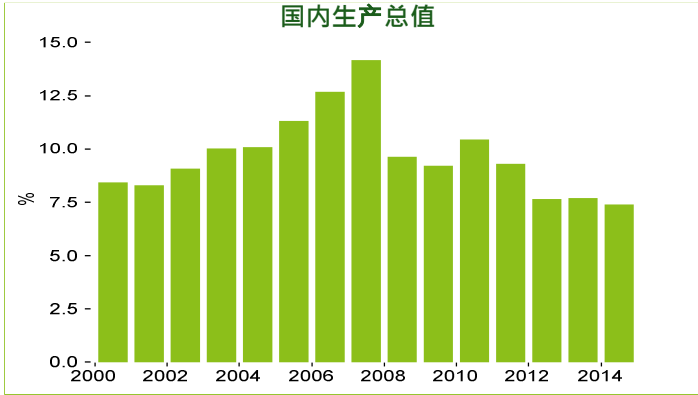
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)	按年 (%)	10 亿人民币
	2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	62,990	15.0	8,200	6.0	13.8	3,312	-3.7	6.2303	15,760
2013	104,380	13.8	71,900	14.1	8,890	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	17,290
2014	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2055	16,460
2015 预测	122,969	8.0	91,680	12.2	10,000	5.2	12.0	3,800	2.0	6.30	17,000
2013 第 3 季	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.0	14.2	3,663	6.2	6.1209	3,808
第 4 季	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	3,322
2014 第 1 季	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.0	12.1	3,948	5.5	6.2171	5,600
第 2 季	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.0	14.7	3,993	2.2	6.2031	4,920
第 3 季	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1394	2,280
第 4 季	113,860	9.1	81,680	13.6	2,098	5.6	12.2	3,843	1.7	6.2055	3,503
2015 第 1 季	124,887	14.5	85,907	14.7	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	4,602
2014 12 月	113,860	9.1	81,680	13.6	697	5.6	12.2	3,843	1.7	6.2055	1,695
2015 1 月	122,406	18.3	83,699	14.3	1,471	5.6	10.8	3,813	29.4	6.2506	2,063
2 月	122,325	16.0	84,722	14.7	1,020	5.6	12.5	3,802	16.4	6.2694	1,357
3 月	124,887	14.5	85,907	14.7	1,180	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	1,182
4 月	NA	NA	NA	NA	NA	5.4	NA	NA	NA	6.2032	NA
年初至今	124,887	14.5	85,907	14.7	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.2032	4,602

NA: 不详; (A)= 实际数字; (F)= 恒生预测数字; yoy= 按年变幅; ytd= 累计年初至今变幅

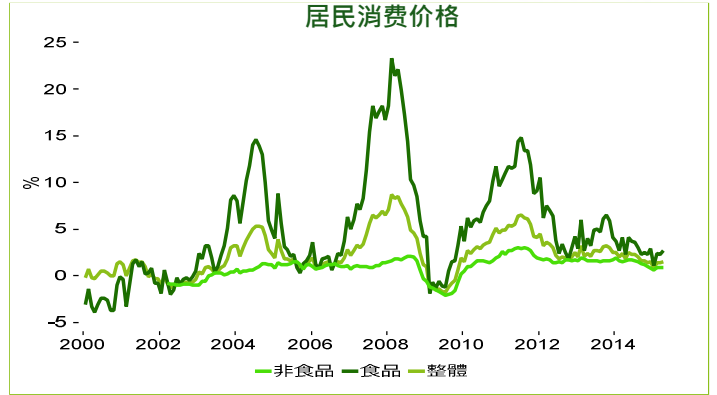
数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行



中国经济月报



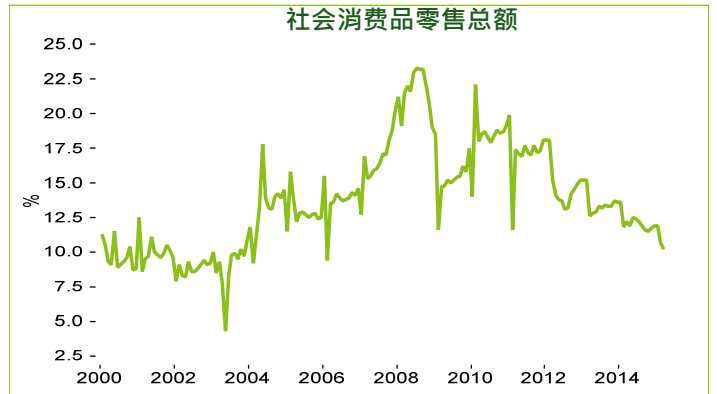
数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



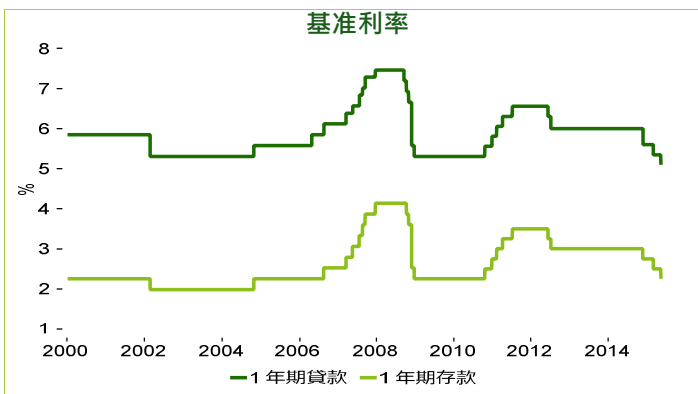
数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非（亦不可作为）买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。