



恒生銀行  
HANG SENG BANK

## 中国经济月报

薛俊升

署理首席经济师

thomasshik@hangseng.com

# 人行货币政策改革

- 鉴于内地经济增长放缓及低通胀持续，中国人民银行（「人行」）于10月份调低存贷款基准利率及存款准备金率。
- 同时，人行撤销存款利率上限，完成利率市场化改革。此举意味今后存贷款基准利率仅具参考作用。
- 未来人行或以短期逆回购利率引导市场利率走向。相对于存贷款基准利率，我们认为日后逆回购利率的变化将更能显示人行货币政策的取态。

经济研究

2015年10/11月



## 人行放宽银根

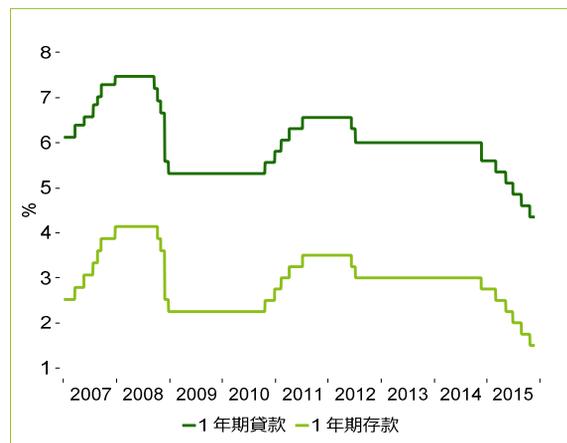
今年 10 月 23 日，中国人民银行（「人行」）宣布调低存贷款基准利率 25 点子，一年期存贷款基准利率分别降至 1.50% 及 4.35%（表 1）。两者皆为历史低位。

这是自 2014 年 11 月以来第六次减息，亦是人行应对内地经济增长放缓及低通胀持续的举措。

内地国内生产总值年增长由 2014 年的 7.3% 及 2015 年上半年的 7% 放缓至 2015 年第 3 季的 6.9%，为 2009 年第 1 季以来的最低水平（表 2）。

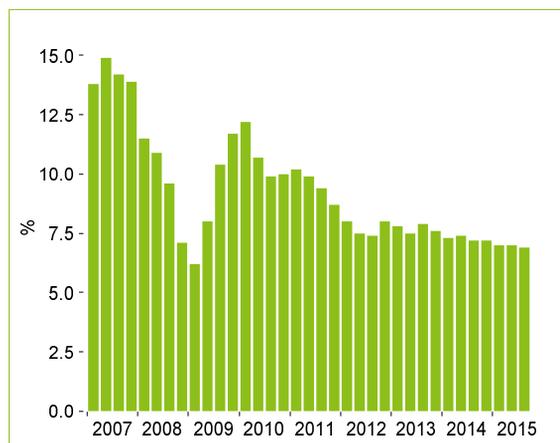
内地传统经济增长动力更形疲弱。工业生产增长跌至近年低位，最近的采购经理指数更显示制造业正在萎缩。

表 1：基准利率



数据源：Macrobond，恒生银行

表 2：国内生产总值增长



数据源：Macrobond，恒生银行

随着经济增长放缓，内地亦未见通胀压力。消费物价通胀现为 1.3%，处于 2% 或以下已超过一年，亦低于中央政府所订定的 3% 目标水平的一半。生产物价跟随环球商品价格回落连跌 44 个月。至于作为整体经济通胀压力指标或可说是仅反映国内商品及服务价格的国内生产总值平减物价指数，更于第 3 季回落，为今年第 2 次下跌（表 3）。



我们于今年初曾指出内地正经历去杠杆化的过程<sup>1</sup>，因此，未来一段时间内地经济或继续放缓，通胀亦徘徊于较低水平。基于此，人行或维持宽松的货币政策，并按月衡量是否需要再度减息。

人行于最近减息时，亦同时调低商业银行存款准备金率（即商业银行的存款中不能用于放贷并需存放于人行作准备金的比例）50 点子，并对贷款予「三农」及「小微企业」的商业银行额外削减存款准备金率 50 点子。我们于 6 月份已提到降低存款准备金率是减轻资金流走影响内地金融市场的其中一个方法<sup>2</sup>。当资金流走，人行抛售外汇资产以维持人民币汇价稳定，人行资产负债表资产项目下的外汇资产，以及负债项目下商业银行存放于人行的存款会一同下跌。假若存款准备金率维持不变，商业银行便可能需要减少对私人市场的贷款，将资金存放回人行作存款，以满足存款准备金率的要求。

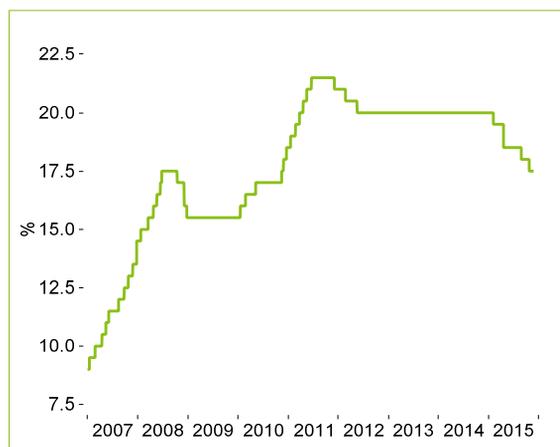
因此，未来人行是否需要再调低存款准备金率还需视乎内地的金融环境。我们估计人行于年底前或再降低存款准备金率 50 点子至 17%（表 4）。

表 3：国内生产总值平减物价指数年增长



数据源：Macrobond，恒生银行

表 4：存款准备金率



数据源：Macrobond，恒生银行

<sup>1</sup> 恒生银行，中国经济月报，2015 年 2 月。

<sup>2</sup> 恒生银行，中国经济月报，2015 年 6 月。

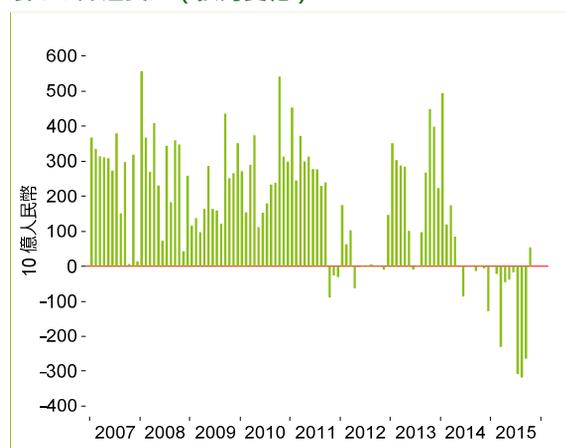


由人行持有的外汇资产是跨境资金进出指标<sup>3</sup>，从今年 1 月份至今已下跌逾 1.2 万亿人民币，目前约为 25.8 万亿人民币（表 5）。部分人士担心这会形成资金流走、经济增长放缓及人民币下挫的恶性循环，因此质疑现时内地的外汇储备亦即人行的外汇资产是否充足。

理论上，人行的外汇资产应等同国家外汇管理局的外汇储备，但实际上两者却存有差异。前者以人民币的成本价记账，而后者则为美元计算，会因汇率波动而出现价值变动。

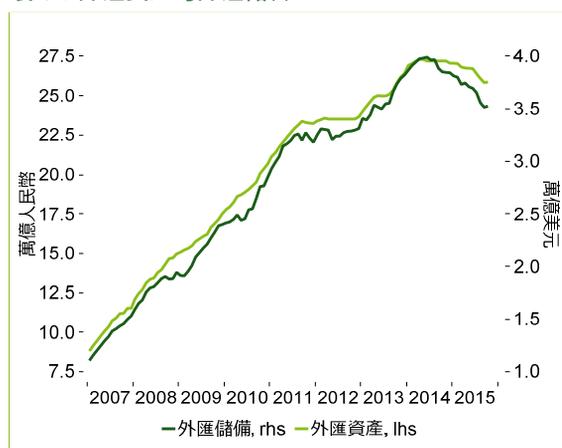
国家外汇管理局的数据显示，外汇储备已由 2014 年 6 月 4 万亿美元的纪录高位下跌 12% 至目前的约 3.5 万亿美元（表 6）。虽说下跌金额庞大，但我们要知道成立国家外汇储备目的是维持汇率稳定，当资金流走时，当局可动用外汇储备避免汇率下挫。由于内地逐步容许汇率双向波动，外汇储备的作用已有所下降。内地刚运用外汇储备以免人民币急挫，但假如日后内地容许人民币自由浮动，外汇储备规模的大小已不足为虑。

表 5：外汇资产（按月变化）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 6：外汇资产与外汇储备



数据源：Macrobond，恒生银行

<sup>3</sup> 恒生银行·中国经济月报·2015年3月。



## 货币政策改革

除了降低存贷款基准利率及存款准备金率之外，人行于今年 10 月 23 日亦撤销存款利率上限，完成利率市场化改革。在此之前，商业银行可自行订定其与客户之间的贷款利率，但提供予客户的存款利率，上限则为存款基准利率的 1.5 倍。人行的声明指出，目前众多金融机构于市场上销售金融理财产品，为存户提供高于存款基准上限的利率，是其决定完成利率市场化改革的原因之一<sup>4</sup>。

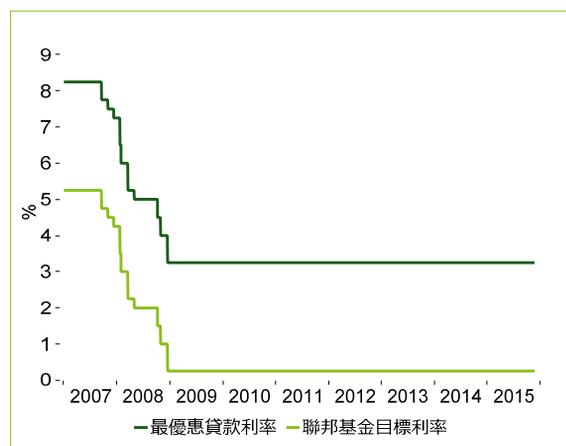
撤销存款利率上限后，人行不再管制商业银行与其客户之间的存贷利率，意味市场可在资金配置中起决定性的作用，这亦与 2013 年 11 月内地三中全会的决定相符。

利率市场化后，商业银行可因应客户的信贷风险厘订不同的贷款利率。但为加强信息流通，市场需要一个参考指标以反映银行在当前货币环境中提供贷款普遍采用的利率。这参考指标一般称为贷款基础利率或最优惠贷款利率（prime rate）。

在美国，最优惠贷款利率与联邦储备局的联邦基金目标利率走势一致，两者的差距亦相当稳定（表 7）。各主要商业银行普遍采用同一的最优惠贷款利率，并以此作为厘订各种贷款利率的基础。

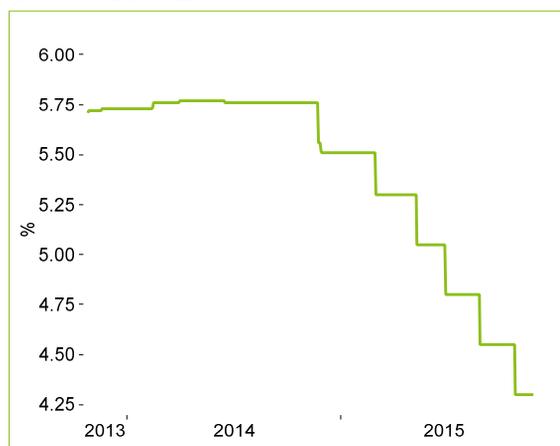
人行于 2013 年 10 月正式引入最优惠贷款利率的概念，称之为贷款基础利率（loan prime rate）（表 8）。九家商业银行每日向人行汇报其最优惠贷款利率，然后人行再作加权平均计算，以之作为贷款基础利率向外发布。随着利率市场化，人行现鼓励商业银行参考贷款基础利率为私人市场贷款厘订利率<sup>5</sup>。

表 7：美国联邦基金目标利率与最优惠贷款利率



数据源：Macrobond，恒生银行

表 8：内地贷款基础利率



数据源：Macrobond，恒生银行

<sup>4,5</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2968751/index.html>



利率市场化意味今后人行的存贷款基准利率仅具参考作用。人行或需要制定一个新的目标利率，通常为银行同业市场短期利率的目标水平，藉此影响零售银行市场的其他利率，从此达致调节经济的目的。此举亦标志着人行货币政策的根本改变，从透过贷款额度及窗口指导控制货币的供应量到透过制定目标利率控制货币的价格，并以此影响其他市场利率及调节经济。

为何人行改变货币政策的执行工具这么重要？首先，资本账开放意味跨境资金进出日趋频繁，未来人行将难以控制其认为对内地经济合适的货币供应水平。其次，跨境资金进出增加，人行亦再难以控制零售银行市场的利率水平。因此，人行需要由控制零售银行市场利率逐步移向控制银行同业市场利率。

人行已表明未来会加强运用短期逆回购利率引导市场利率走向<sup>6</sup>。其货币政策框架亦逐渐成形，与美国或欧元区央行的货币政策框架相类似（表9）。

表9：利率走廊

	中国人民银行	美国联邦储备局	欧洲央行
上限 (%)	常备借贷便利 (隔夜为 2.75%)	贴现窗 (0.75%)	边际贷款设施 (0.30%)
目标利率 (%)	逆回购 (无指明，现隔夜为 1.8%)	联邦基金目标利率 (0-0.25%)	主要再融资操作 (0.05%)
下限 (%)	额外存款准备金利息 (0.72%)	额外存款准备金利息 (0.25%)	存款设施 (-0.20%)

数据源：中国人民银行，美国联邦储备局，欧洲央行，恒生银行

<sup>6</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2968751/index.html>  
短期逆回购交易通常分为7日期、14日期及28日期。



具体而言，人行似乎正迈向「利率走廊」( interest rate corridor ) 的制度，为短期逆回购利率订立合适水平，其上限为「常备借贷便利」( SLF ) 的利率，而下限为商业银行从存放于人行额外存款准备金所收取的利率。人行可以透过公开市场操作影响市场资金的供应，促使逆回购利率处于其认为合适的水平。「常备借贷便利」为应付商业银行短期融资需要而设，商业银行可藉以从人行借入资金，故此在「利率走廊」制度下，「常备借贷便利」的利率应为逆回购利率的上限，而商业银行从存放于人行额外存款准备金所收取的利率则应为逆回购利率的下限。

## 总结

总括而言，人行正逐步由控制零售银行市场利率移向控制银行同业市场利率，其存贷款基准利率现仅具参考作用。人行可透过公开市场操作影响逆回购利率，而相对于存贷款基准利率，我们认为日后逆回购利率的变化将更能显示人行货币政策的取向。



#### 中国经济统计资料

2015年11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	10.6	15.7	24.5	18.4	31.3	38.7	183.1	3.3	7.2	1.4
2011	47,310	9.5	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	63,614	7.3	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
<b>2015 预测</b>	<b>NA</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>	<b>11.0</b>	<b>10.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-12.0</b>	<b>621.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>
2014 第 1 季	13,874	7.3	8.7	17.6	12.0	-3.4	1.6	16.7	2.3	3.5	1.7
第 2 季	15,520	7.4	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	16,347	7.2	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	17,873	7.2	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2015 第 1 季	14,796	7.0	6.4	13.5	10.6	4.7	-17.6	123.9	1.2	1.9	0.8
第 2 季	16,622	7.0	6.3	11.4	10.2	-2.2	-13.6	140.2	1.4	2.1	1.0
第 3 季	17,360	6.9	5.9	10.3	10.7	-5.8	-14.1	163.6	1.7	3.0	1.1
2015 6 月	NA	NA	6.8	11.4	10.6	2.8	-6.1	46.5	1.4	1.9	1.2
7 月	NA	NA	6.0	11.2	10.5	-8.3	-8.1	43.0	1.6	2.7	1.1
8 月	NA	NA	6.1	10.9	10.8	-5.5	-13.8	60.2	2.0	3.7	1.1
9 月	NA	NA	5.7	10.3	10.9	-3.7	-20.4	60.3	1.6	2.7	1.0
10 月	NA	NA	5.6	10.2	11.0	-6.9	-18.8	61.6	1.3	1.9	0.9
年初至今	48,778	6.9	6.1	10.2	10.6	-2.4	-15.0	489.3	1.4	2.3	1.0

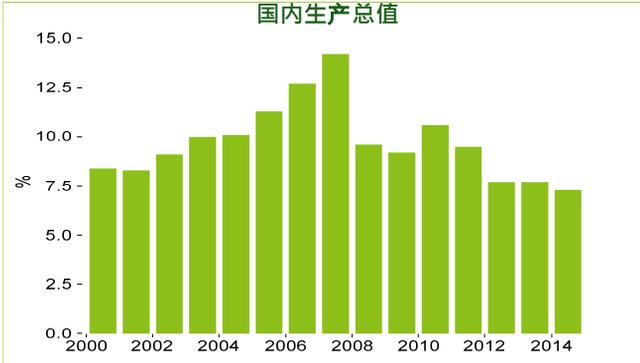
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)		
2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897	14,019
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	62,990	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
<b>2015 预测</b>	<b>122,969</b>	<b>8.0</b>	<b>91,680</b>	<b>12.2</b>	<b>10,000</b>	<b>4.4</b>	<b>12.0</b>	<b>3,800</b>	<b>2.0</b>	<b>6.50</b>	<b>17,000</b>
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	10.1	85,907	14.0	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	4,644
第 2 季	131,829	10.7	88,795	13.4	2,880	4.9	11.8	3,694	8.0	6.2010	4,125
第 3 季	133,734	12.6	92,134	15.4	3,341	4.6	13.1	3,514	8.6	6.3560	3,131
2015 6 月	131,829	10.7	88,795	13.4	1,271	4.9	11.8	3,694	8.0	6.2010	1,833
7 月	134,000	13.4	90,273	15.5	1,480	4.9	13.3	3,651	7.7	6.2097	742
8 月	134,053	13.0	91,082	15.4	810	4.6	13.3	3,557	8.9	6.3790	1,086
9 月	133,734	12.6	92,134	15.4	1,051	4.6	13.1	3,514	8.6	6.3560	1,303
10 月	134,312	12.7	92,647	15.4	514	4.4	13.5	3,526	8.6	6.3174	477
年初至今	134,312	12.7	92,647	15.4	10,414	4.4	13.5	3,526	8.6	6.3174	12,376

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。